



***Tổng quan về Thị trường  
chứng khoán***

## **Giải thích thuật ngữ: Chứng khoán? Môi giới? Đầu tư?...**

Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11-7-98 đã dành nguyên cả Điều 2, Chương I để giải thích các thuật ngữ về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Trong Nghị định này, các từ ngữ dưới đây được hiểu như sau :

1. 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 bao gồm :

- a. Cổ phiếu ;
- b. Trái phiếu ;
- c. Chứng chỉ quỹ đầu tư ;
- d. Các loại chứng khoán khác.

2. Phát hành chứng khoán ra công chúng là việc chào bán chứng khoán có thể chuyển nhượng được theo các điều kiện quy định.

3. Tổ chức phát hành là pháp nhân được phát hành chứng khoán ra công chúng theo quy định của Nghị định này.

4. Bản cáo bạch là bản thông báo của tổ chức phát hành trình bày tình hình tài chính, hoạt động kinh doanh và kế hoạch sử dụng số tiền thu được từ việc phát hành nhằm giúp công chúng đánh giá và đưa ra các quyết định mua chứng khoán.

5. Niêm yết chứng khoán là việc cho phép các chứng khoán có đủ tiêu chuẩn được giao dịch tại thị trường giao dịch tập trung.

6. Môi giới chứng khoán là hoạt động trung gian hoặc đại diện mua, bán chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng.

7. Tự doanh là việc công ty chứng khoán mua và bán chứng khoán cho chính mình.

8. Phân phối chứng khoán là việc bán chứng khoán thông qua đại lý hoặc bảo lãnh phát hành trên cơ sở hợp đồng.

9. 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, nhận mua chứng khoán của tổ chức phát hành để bán lại, hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết.

10. Giao dịch chứng khoán là việc mua, bán chứng khoán trên thị trường giao dịch tập trung.

11. Tư vấn đầu tư chứng khoán là các hoạt động phân tích, đưa ra khuyến nghị liên quan đến chứng khoán, hoặc công bố và phát hành các báo cáo phân tích có liên quan đến chứng khoán.

12. Quản lý danh mục đầu tư là hoạt động quản lý vốn của khách hàng thông qua việc mua, bán và nắm giữ các chứng khoán vì quyền lợi của khách hàng.

13. Công ty chứng khoán là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn được phép thực hiện một hoặc một số loại hình kinh doanh chứng khoán.

14. Vốn khả dụng là tiền mặt và tài sản lưu động có khả năng chuyển đổi thành tiền mặt trong một thời hạn nhất định.

15. Quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ hình thành từ vốn góp của người đầu tư được ủy thác cho công ty quản lý quỹ quản lý và đầu tư tối thiểu 60% giá trị tài sản của quỹ vào chứng khoán.

16. Lưu ký chứng khoán là việc lưu giữ, bảo quản chứng khoán của khách hàng và giúp khách hàng thực hiện các quyền của mình đối với chứng khoán.

17. Đăng ký chứng khoán là việc ghi nhận quyền sở hữu, các quyền khác và nghĩa vụ liên quan của người nắm giữ chứng khoán bằng một hệ thống thông tin lưu giữ trong các tài khoản lưu ký chứng khoán.

18. Tài khoản lưu ký chứng khoán là tài khoản sử dụng để hạch toán việc gửi, rút hoặc chuyển nhượng chứng khoán ; hạch toán việc giao và nhận chứng khoán.

19. Thị trường giao dịch tập trung là địa điểm hoặc hệ thống thông tin, tại đó các chứng khoán được mua, bán hoặc là nơi tham khảo để thực hiện các giao dịch chứng khoán.

20. Người có liên quan là cá nhân hoặc tổ chức có quan hệ với nhau trong các trường hợp dưới đây :

- a. Công ty mẹ và công ty con nếu có ;
- b. Công ty và những người quản lý công ty ;
- c. Nhóm người thỏa thuận bằng hợp đồng cùng phối hợp để đầu tư công ty hoặc để chi phối việc ra quyết định của công ty ;
- d. Bố mẹ, vợ chồng, con, anh chị em ruột.

21. Người hành nghề kinh doanh chứng khoán là cá nhân được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp giấy phép tham gia các hoạt động kinh doanh chứng khoán.

22. Người đầu tư là người sở hữu chứng khoán, người mua hoặc dự kiến mua chứng khoán cho mình.

23. Người nắm giữ chứng khoán là cá nhân, tổ chức đang kiểm soát chứng khoán. Người nắm giữ có thể là chủ sở hữu chứng khoán hoặc là người đại diện cho chủ sở hữu.

24. Đại diện người sở hữu trái phiếu là pháp nhân được ủy quyền nắm giữ trái phiếu và đại diện cho quyền lợi của chủ sở hữu trái phiếu.

25. Cổ đông thiểu số là người nắm giữ dưới 1% cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành.

26. Cổ đông lớn là người nắm giữ từ 5% trở lên cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành

### **Đọc và hiểu giá cổ phiếu**

Trên các nhật báo lớn nước ngoài đều có những trang dành riêng cho việc liệt kê giá cả thị trường cổ phiếu. Nếu không quen lối viết tắt để tiết kiệm chỗ, rất khó hiểu cần kể những trang này.

Ngày xưa khi chưa có mạng vi tính, các thị trường chứng khoán hoạt động nhờ vào ticker tape, là dải băng in chi tiết giá cả lên xuống của các cổ phiếu chính. Ngày nay, ticker tape biến mất, thay vào đó là the

computerized quote machine, một màn hình vi tính nối mạng có thể cung cấp mọi chi tiết cần thiết cho người mua chứng khoán. Những dãy thông tin trên màn hình vẫn được gọi là tape. Trên màn hình thường có ký hiệu cổ phiếu của một công ty ví dụ GM là hãng General Motors.

GM

L - 721/4	O 721/2	C 73
B 723/8	H 721/2	NC -3/4
A 721/2	L 721/4	V149 T1017

Các từ L last trade là giá giao dịch gần đây nhất với ký hiệu + là cao hơn giá của giao dịch trước đó, còn - là thấp hơn. B current bid price là giá mua trong khi A current ask price là giá bán. O, H, L opening, high, low cho giá mở cửa, giá cao nhất và giá thấp nhất. C

closing price cho biết giá đóng cửa hôm trước. NC net price change cho biết chênh lệch giữa giá hiện nay so với giá đóng cửa hôm trước. V và T volume-time chỉ số lượng đang giao dịch và thời điểm phiên giao dịch trước đó.

Chuyện đặt ký hiệu cho công ty có một điểm thú vị. Các mẫu tự I, O, Q và W không được dùng đứng riêng một mình vì I, O quá giống con số, Q dành riêng cho các công ty phá sản. Sau ký hiệu công ty có thể có ký hiệu Pr để chỉ lượng cổ phiếu đang mua bán là loại cổ phiếu ưu đãi preferred stock.

Chuyện ticker tape có một giai thoại lý thú. Khi Charles Lindbergh lần đầu tiên bay vượt Đại Tây Dương trở về, vào ngày 13-6-1927, người ta đã dùng 750.000 cân Anh các ticker tape cũ xé ra thành những dải băng ném xuống đường để chào mừng ông. Thị trưởng New York thời đó, sau khi đọc diễn văn ca tụng chiến công của Lindbergh đã kết thúc bằng câu: "Before you go, will you provide us with a new street - cleaning department to clean up the mess?"

Ngoài ra, cần nhớ giá cổ phiếu được ghi thành phân số cho nên 81/2 là 8,5 USD; 81/4 bằng 8,25 USD.

Trong phần niêm yết cổ phiếu thường có những từ 52 Weeks Hi Lo là nơi “highest and lowest prices of the stock are shown for the last 52 weeks”. Từ Div dividend là số cổ tức người mua cổ phiếu ước tính được chia cho năm đó. Kế tiếp là percent yield là tỷ suất lợi tức, nghĩa là cổ tức chia cho giá đóng cửa, tính bằng phần trăm.

Ví dụ Công ty Harris ký hiệu HRS có cổ phiếu giá cao nhất và thấp nhất trong 52 tuần qua là 40,13 USD và 22 USD thay đổi 181/8 điểm hay gần bằng 45%, cổ tức mỗi cổ phiếu năm nay là 1,12 USD, tỷ lệ cổ tức trên giá là 3,6% tức là lấy cổ tức 1,12 USD chia cho giá đóng cửa 307/8 được 0,036 hay tỷ lệ lãi 3,6%. Từ PE trong cột tiếp viết tắt từ price-earnings ratio là tỷ suất giá cả- lợi nhuận, tỷ lệ giữa giá cổ phiếu và lợi nhuận hàng năm của công ty trên mỗi cổ phiếu - the relationship between the price of one share of stocks and the annual earnings of the company. Đối với trường hợp của Công ty Harris có thể diễn tả : “The price of a Harris share is 11 times the company’s earning per share for the most recent four quarters”.

Vol 100s volume of sales in hun-dreds chỉ số lượng cổ phiếu mua bán trong ngày hôm trước nhân cho 100 tức là hôm qua 41.700 cổ phiếu Công ty Harris được giao dịch. Nếu trước con số có mẫu tự Z thì đó là con số mua bán thật, không nhân lên 100.

Net change so sánh giá đóng cửa hôm đó so với hôm trước. Cuối cùng sự khác biệt giữa giá cao nhất và giá thấp nhất được gọi là spread. Spread còn là sự khác biệt giữa giá mua và giá bán bid and ask prices.

Chúng ta biết người môi giới chứng khoán là stockbrokers hay brokers. Nhưng bản thân nhân viên các công ty môi giới ghi trên danh thiếp bằng những từ khác nhau như financial consultant, institutional salesman, securities salesperson, account executive, investment executive, portfolio salesman. Chúng ta nên chú ý để dịch chức danh của họ cho đúng

### **Chứng khoán, cổ phiếu và trái phiếu**

Thuật ngữ thị trường chứng khoán có nhiều, thường rất khó hiểu dù bằng tiếng Anh hay đã dịch ra tiếng Việt nhưng, may mắn thay, chỉ những người chuyên ngành mới dùng. Ví dụ khi phân tích các dạng rủi ro khi tham gia vào một thị trường chứng khoán, người ta liệt kê nhiều hình thức rủi ro trong đó có translation risk. Mới nghe qua tưởng đâu là những bất trắc do bất đồng ngôn ngữ, dịch sai các tài liệu hay phán đoán sai các lệnh

mua bán. Nhưng giới chuyên môn hiểu rất rõ translation risk là "a form of currency risk associated with the valuation of balance sheet assets and liabilities between financial reporting dates". Như vậy translation ở đây là sự khác biệt thời điểm báo cáo tài chính dẫn đến đánh giá khác nhau.

Là những người dân bình thường sẽ có khả năng tham gia mua bán tại các trung tâm giao dịch chứng khoán trong tương lai, chúng ta chỉ giới hạn vào những từ căn bản thường dùng trên thị trường này. Từ thường gặp nhất là stock. Tiếng Mỹ gọi cổ phiếu là stock ; còn tiếng Anh gọi là share. Tuy nhiên tên gọi các thị trường chứng khoán ở Anh, Mỹ và nhiều nước khác nữa vẫn dùng từ stock nên chúng ta dễ bị lẫn lộn. Stock hay share represents ownership in a company and the right to receive a share in the profits of that company.

Trong khi đó trái phiếu bond là giấy nợ mà nơi phát hành cam kết trả kèm lãi suất sau một thời gian. Hiện nay có những loại trái phiếu như T-bonds treasury bonds - trái phiếu kho bạc; corporate bonds trái phiếu công ty ; bank bonds trái phiếu ngân hàng hay infrastructure bonds trái phiếu công trình.

Các loại stock, bond gọi chung bằng từ securities chứng khoán - dùng ở số nhiều. Vì vậy Ủy ban Chứng khoán Quốc gia được dịch thành State Securities Commission SSC. Còn Trung tâm Giao dịch Chứng khoán là Securities Transaction Centers sẽ chuẩn bị cho một thị trường chứng khoán - A Stock Exchange trong tương lai. Một thị trường chứng khoán đôi lúc còn được gọi là một bourse. Các công ty cổ phần muốn tham gia vào thị trường chứng khoán phải đăng ký để được niêm yết gọi là listing. Cho nên một listed company là một công ty có tên trên thị trường chứng khoán.

Người dân muốn mua cổ phiếu của các công ty này phải thông qua các công ty giao dịch chứng khoán gọi là securities companies, có một đội ngũ stockbrokers là những người môi giới chứng khoán. Một trong những vấn đề của thị trường chứng khoán nước ta là quá thiếu các listed companies ; vì ngay cả các công ty vừa cổ phần hóa chưa chắc đã hội đủ điều kiện được niêm yết. "It is hard to spot more than three or four companies that might be in a position to list on the market".

Chuẩn bị cho một thị trường chứng khoán Việt Nam, SSC cho biết nó có những đặc điểm ví dụ như : "Total foreign holdings in any one listed firm are likely to be capped at 30 percent." To be capped at 30% là giới hạn tối

đa lên đến 30%. Thị trường này cũng ban short selling on its pilot stock markets to avoid speculation. Short selling là bán các cổ phiếu mình không nắm vì đoán trước giá sẽ hạ. Ví dụ bạn không có trong tay cổ phiếu nào của Microsoft nhưng đoán trước các vụ kiện sẽ làm cổ phiếu công ty này sụt giá, bạn bán một triệu cổ phiếu này với giá hôm nay sau khi đăng ký mua một triệu cổ phiếu này với giá sẽ trả vào tuần sau. Inside trading là mua bán cổ phiếu dựa vào thông tin nội gián cũng bị cấm.

Các đặc điểm khác có thể kể ra như sau Các bạn có thể đối chiếu với phần tiếng Việt trên các bài chuyên đề cùng số này :

- A company or bank that wishes to list must have registered capital of 10 billion dong \$770,000 and have been profitable for the last two years.
- At least 20 percent of a company's listed shares must be held by more than 100 investors outside that issuing firm.
- Securities companies authorised to trade are commercial banks and big corporations.
- SSC inspectors must report big changes in stock prices.

Bình luận về các bước chuẩn bị của Việt Nam liên quan đến thị trường chứng khoán, các quan sát viên nước ngoài cho biết : "With a stock market Vietnam will start to appear on more fund managers' radar screens around the world". Các quỹ đầu tư sẽ chú ý hơn ; "The fact that the decree has actually been approved will damp some of the cynicism". Nghị định ra đời sẽ giúp nhiều nhà đầu tư tin tưởng hơn.

Các nhà đầu tư trong nước cũng có thể tin rằng thị trường này sẽ thúc đẩy quá trình cổ phần hóa going public giúp nhiều công ty lần đầu tiên phát hành cổ phần ra công chúng initial public offering.

### **Nói tiếp chuyện chứng khoán**

Tuần trước có nhiều bạn hỏi thêm về chuyện thị trường chứng khoán với nhiều câu đi khá sâu vào chuyện chuyên môn.

Bạn Khánh Tâm hỏi lưu ký chứng khoán tiếng Anh là gì. Việc mua bán chứng khoán không như nhiều bạn hình dung là đến quầy trao tiền và nhận về chứng khoán ; phải dùng một dịch vụ gọi là custody service the



storing and safekeeping of securities together with maintaining accurate records of their ownership nhằm lưu giữ, bảo quản chứng khoán cùng với việc ghi nhận quyền sở hữu bằng hệ thống thông tin lưu trữ trong tài khoản lưu ký chứng khoán. Ngày nay dịch vụ lưu ký này bao trùm nhiều thị trường của nhiều nước. Nếu không có tài khoản lưu ký chứng khoán, thử tưởng tượng làm sao giải quyết khối lượng hàng tỉ đô-la Mỹ trị giá chứng khoán luân chuyển hàng ngày.

Bạn Thanh Tùng cho biết các bản tin nước ngoài viết về thị trường chứng khoán Việt Nam cho rằng giai đoạn đầu chủ yếu sẽ là over-the-counter trading và hồi ý nghĩa của cụm từ này. Bên Anh, over-the-counter market OTC là một thị trường trao đổi cổ phiếu của những công ty chưa được niêm yết chính thức trên thị trường chứng khoán, việc mua bán diễn ra trực tiếp giữa người phát hành và người mua chứ không qua thị trường chính thức. Các nhà bình luận nói vậy vì thời gian đầu sẽ có rất ít công ty cổ phần hội đủ điều kiện để được niêm yết chính thức. Tuy nhiên over-the-counter được dùng với nghĩa thị trường chứng khoán nước ta giai đoạn đầu sẽ chủ yếu là trao đổi trái phiếu theo dạng tiền trao cháo múc. Trong ngành dược, over-the-counter để chỉ loại thuốc thông thường bán trực tiếp không cần toa bác sĩ.

Bạn Trần Thị Lý hỏi tiếng Anh có từ bản cáo bạch như trong Nghị định 48 hay không? Prospectus - a document provided by the issuing companies giving detailed terms and conditions of a new stock offering là một tài liệu không thể thiếu được nếu công ty phát hành muốn bán cổ phiếu ra công chúng. Lưu ý rằng "Any statement by [experts] in a prospectus must be published with the approval of these experts and there are substantial penalties for making false statements in a prospectus".

Bạn Ngô Thanh Hải thắc mắc vì sao không thấy liệt kê từ debentures. Debentures thực chất là một giấy nợ, trong đó nêu rõ khi nào nơi phát hành sẽ trả với những điều khoản nào... Nó linh động hơn bonds. Ví dụ như một trường học muốn xây dựng thêm một cơ sở mới có thể phát hành debentures mà người mua có thể dùng nó cần trừ vào học phí phải trả cho con em họ.

Bạn Thành Ngữ cho biết trong các tài liệu nói về một số quỹ đầu tư thường thấy từ open-ended companies. Đây là các công ty cổ phần có quyền nâng vốn đầu tư bằng cách phát hành thêm cổ phiếu. Từ này thường dùng cho các quỹ đầu tư chứng khoán mutual fund - tiếng Mỹ; và

unit trust - tiếng Anh. Còn closed-end company là "investment company with a fixed capital structure with a fixed number of shares outstanding which are traded in the secondary market".

Loại trừ những câu hỏi mang tính kỹ thuật, chúng ta xem tiếp một số từ dùng trong các bài báo miêu tả thị trường chứng khoán tương lai của Việt Nam. "Equitised companies are too small to list and would be hard-pressed to produce audited accounts". Hard-pressed là gặp khó khăn chứ không phải là bị thúc bách. Các công ty cổ phần hóa quy mô nhỏ không đủ điều kiện niêm yết và khó lòng cung cấp tình hình tài chính có kiểm toán xác nhận.

"The lessons from the world markets and the regional markets have made us more cautious in our steps and that also covers the means for foreign participation". Phần sau của câu phát biểu này mang ý sự cẩn trọng bao hàm cả chuyện xác lập cơ chế cho nhà đầu tư nước ngoài tham gia.

Đọc báo chúng ta thường thấy các stock index share index. Đây chính là "an index number based on the prices of a particular parcel of shares supposed to be representative and intended as a guide to overall market fluctuations". Tùy theo thị trường mà chỉ số này là trị giá bình quân chứng khoán của một số công ty tiêu biểu, cho biết sức khỏe của thị trường đó. Những chỉ số quen thuộc có Dow Jones Index, Financial Times Industrial Ordinary Share Index, Nikkei 225 Average.

### **Thế nào là người "đầu cơ" chứng khoán?**

"Speculator" ở TTCK không mua gom chứng khoán, tạo khan hiếm giá tạo, để làm cho nó lên giá như ở thị trường hàng hóa. Giá chứng khoán lên hay xuống là do có ít hay nhiều người mua.

### **Khác biệt về ý niệm**

Nhiều sách vở và bài báo ở ta đã cảnh báo về người đầu cơ speculator trong thị trường chứng khoán TTCK. Gần đây, có ý kiến đề nghị rằng trong các cuộc hội thảo có tính cách quốc tế cần thuyết phục các nước sửa luật chứng khoán theo hướng cấm bán khống và hạn chế mạnh mẽ đầu cơ. Chúng ta trân trọng những ý kiến này về sự quan tâm đối với nền kinh tế, tuy nhiên về mặt khoa học, cần tìm xem quan niệm về người đầu

cơ ở TTCK của các nước phát triển là thế nào để hiểu cho đúng về họ khi ta lập TTCK.

Thường chúng ta nghĩ về người đầu cơ như là một người tạo ra sự khan hiếm giả tạo mua vét hàng hóa nhằm bán lại, thu lợi bất chính. Ta cũng thường giải thích sự tăng giá hàng là do đầu cơ. Đó là quan niệm về người đầu cơ ở thị trường hàng hóa mà nơi đó có những khi cung không đủ cầu. Trái lại, ở các nước phát triển, hàng hóa không hề khan hiếm, cung vượt xa cầu, nên nếu hiểu “speculator” của họ như trong bối cảnh kinh tế của ta thì rõ ràng là sai. Hơn nữa, nếu lấy điển hình George Soros trong thị trường ngoại tệ để hô hào chống “speculator” trong TTCK là nguy hiểm cho tiền đồ của TTCK. Tại sao vậy?

### **Gốc gác của người “đầu cơ”**

Người “đầu cơ” ở các nước phát triển xuất hiện đầu tiên tại thị trường hàng hóa lúa, bắp, cà-phê nơi có sử dụng hợp đồng “forward contract” bán bây giờ - sau này giao ; hợp đồng cho hàng sẽ đến. Bán như thế không phải là bán non, vì bán non bắt nguồn từ việc nhà sản xuất thiếu vốn. Ở “forward contract”, để cầm tin, người ta chỉ trả cho nhau từ 5-10% trị giá món hàng. Cách mua bán này chỉ xuất hiện khi sản xuất phát triển, nông sản và nguyên liệu thừa mứa ; nhà sản xuất phải tìm cách đem bán sang những khu vực xa xôi khác. Khi ấy rủi ro kinh doanh thu không đủ chi sẽ xảy ra ; vì không kiểm soát được giá cả do thời gian bán dài, cung cầu có thể thay đổi; và nơi giao hàng rất xa mà giá cả ở đó có khi khác. Khi bên bán bị rủi ro thì bên mua cũng bị lây ; người này sợ phải trả giá nguyên liệu cao trong khi giá bán sản phẩm phải thấp. Do mối lo chung này, cả hai cùng tìm cách khắc phục và họ nghĩ ra “hợp đồng hàng sẽ đến”. Loại hợp đồng này thịnh hành ở Mỹ từ những năm 1830 trở đi. Hai bên cam kết sẽ giao và nhận một mặt hàng nào đó vào hai, ba tháng nữa, với một giá có xê xích với thời giá. Tuy nhiên, vào lúc giao hàng, do thời gian ký đã lâu, chưa chắc món hàng có chất lượng như đã thỏa thuận, hoặc người mua có thể không còn đồng ý với cái giá trước do mức cung hiện có. Vẫn có rủi ro dù đã có hợp đồng ! Cả hai cần phải “hắt rủi ro” đi hedge. Họ sợ rủi ro, nên được gọi là “hedger” người hắt rủi ro. Nhưng ai sẽ nhận rủi ro cho họ đây?

May mắn thay ! Khi số lượng “forward contract” gia tăng sẽ có nhiều thời gian giao hàng khác nhau. Hơn nữa vì việc chuyên chở và tồn trữ hàng hóa tự nhiên sẽ được tập trung về một nơi trung chuyển ở Mỹ là Chicago và

nơi đó trở thành chợ. Ở đó có nhiều người muốn “hắt hủi ro”, nên do bá nhân bá tánh, có người lại thích chơi với rủi ro để kiếm tiền. Loại người “thích may rủi” này xuất hiện và được gọi là “speculator”. Vì chỉ phải trả một phần nhỏ của giá mua, nên những người “speculator” mua bán với nhau các “forward contract” để kiếm lời trước khi hợp đồng kia đến hạn giao hàng. Ai mà nắm hợp đồng đến hạn thì sẽ lời hay lỗ khi giá nguyên thủy giữa người sản xuất và tiêu thụ thực sự cao hơn hay thấp hơn giá họ đã mua từ đồng nghiệp. Số lượng hợp đồng ấy lớn, vì - theo tính toán - chỉ có 5% của số “forward contract” là có giao hàng thật sự, số còn lại được thanh lý, bù trừ giữa các “speculator” trên thị trường nên rủi ro của người sản xuất và tiêu thụ thực không còn nữa. Do đó, phải có người “thích may rủi” thì người “muốn hắt hủi ro” mới hắt đi được. Cho mục đích này, dần dần các nhà buôn hợp nhau lại, chấn chỉnh “forward contract”, tiêu chuẩn hóa hàng hóa, và biến nó thành hợp đồng giao hàng trong tương lai future contract.

Nhờ có “future contract”, người “hedger” đã chuyển rủi ro kinh doanh sang người “speculator”. Rủi ro đã có người gánh, chi phí kinh doanh của “hedger” nhờ đó tính toán được ; giá hàng trở nên rẻ hơn so với khi chưa tính toán được thí dụ trước kia phải để số phần trăm cho việc gì đó cao ; vậy là người tiêu dùng được hưởng lợi. Đó là cách mà nền kinh tế thị trường bình ổn giá cả cho người tiêu thụ ; giống như trong thời bao cấp ta có ủy ban vật giá thực hiện cùng mục đích. Tuy nhiên, cách làm có khác ; họ sử dụng các “người thích may rủi” cho tranh nhau ôm cái họ thích. Trong ngữ nghĩa của nó “speculate” là tính toán, quyết định và chịu rủi ro. Người nông dân quyết định năm nay trồng lúa Nàng Hương mà chưa biết sẽ lời lỗ thế nào thì cũng là “speculate”. Người “speculator” khác người đánh bạc ; vì sau khi con xúc xắc đã được xóc rồi, người đánh bạc có quyền chọn bỏ tiền hay không, vào quả bầu hay con cạp ; và họ có thể tránh cái thua nếu muốn. Trái lại, “speculator” không tránh được, phải nhận cái gì họ đã quyết.

Các “hedger” về sau này là các công ty và các ngân hàng, họ cũng đều muốn tránh rủi ro ; và họ không phải chính phủ lập ra những thị trường “future” khác từ những năm sau 1970. Thị trường cho ngoại tệ sẽ giao foreign currencies futures dành cho những ai sẽ phải trả tiền bằng ngoại tệ trong vài tháng nữa mà sợ đồng tiền lên hay xuống ; thị trường lãi suất sẽ trả interest rates futures cho những ai đang vay nợ mà sợ lãi suất thay đổi ; thậm chí thị trường “stock index futures” dành cho ai quản lý quỹ đầu tư mà sợ chứng khoán xuống giá theo cả khối. “Hedger” cần

“speculator”. Nhờ có “speculator” mà công ty các loại mới tính được chuyện điều phối rủi ro risk management qua các thị trường “future” hoạt động 24/24 giờ mỗi ngày trên thế giới.

### **“Người đầu cơ” trong TTCK**

Trong TTCK giá mua bán được định bằng cách đấu giá ở sàn giao dịch và bằng cách mặc cả ở bàn giao dịch. Ở nơi sau, người làm giá là người môi giới loại “market maker” tạo mua bán hay tạo thị trường. “Speculator” ở TTCK không mua gom chứng khoán, tạo khan hiếm giá tạo, để làm cho nó lên giá như ở thị trường hàng hóa. Giá chứng khoán lên hay xuống là do có ít hay nhiều người mua. Tại sao họ mua lại là một yếu tố tâm lý.

Thường khi thấy giá xuống người ta mua vào, khi giá lên thì bán ra. Đó là cách ăn lời thường tình của những người đầu tư bình thường. Từ người đầu tư bình thường trở thành “speculator” rất dễ. Nó tùy vào cách ra lệnh mua bán, và vào việc trả tiền được công ty hay người môi giới đồng ý. Sự khác biệt chính giữa hai loại người này là tâm lý dám chơi với may rủi nằm trong giá cả của chứng khoán hay không. Bởi vậy, trong diễn tiến bình thường đã nêu, người “speculator” làm ngược lại. Họ có hàng trong tay đã mua trước kia với giá thấp nay bán ra khi thấy giá lên để kiếm lời; như thế là làm cho số cung chứng khoán tăng khiến giá tụt xuống. Khi nghĩ giá sẽ còn xuống, đang 5 USD chẳng hạn, họ sẽ vay hàng của công ty môi giới để bán. Lúc giá xuống đến 3 USD, họ mua vào để trả nợ. Vậy là khi giá xuống họ mua vào, làm cho mức cầu tăng, giúp giá lên lại. Trong cả hai trường hợp họ góp phần bình thường hóa giá cả. Rủi ro của họ là khi mua vào để trả nợ mà giá lên là lỗ. Cho nên, cơ chế của TTCK đã công nhận họ là người làm giảm biến động giá cả của chứng khoán; đỡ cái rủi ro cho người đầu tư nhỏ khi vì sợ mà bán đi thì có người mua; và do tính thích may rủi nên họ mua chứng khoán của các công ty nhỏ mới ra, hay mới phục hồi giúp các công ty này có vốn khi khởi đầu.

Người “thích may rủi” theo dõi diễn tiến của giá cả để hành động chứ không tạo ra giá cả. Họ không làm giá. Giả sử họ mua vét chứng khoán, tạo khan hiếm giá tạo, đẩy cho giá lên và bán đi thu lợi bất chính, nhưng nếu không bán được thì sao? Chứng khoán có hàng ngàn loại, nó đâu có hiếm, lại không phải là thóc gạo mà bảo rằng lên đến giá nào người ta cũng phải mua. Vì thế, luật pháp các nước phát triển cấm làm giá manipulate chứ không cấm “speculate”

Đến đây ta thấy, dịch “speculator” là “người đầu cơ” gây hiểu lầm một cách tai hại.

Có thể do hiểu “người đầu cơ” theo Luật Hình sự của ta, nên Luật Chứng khoán cấm bán khống ; và được nhận xét như là “may mắn đi sau và nhận ra cái ảo của đầu cơ”. Chúng ta chờ luật sẽ định nghĩa chi tiết hơn về việc bán khống. Nhưng nếu hiểu bán khống là không sở hữu chứng khoán vào lúc giao dịch mà bán như quy định hiện nay thì việc ấy không bao giờ có trên thực tế. Bởi lẽ một người mua chứng khoán đã trả tiền đủ thì bao giờ họ cũng đòi hàng ngay. Nếu không, ngày hôm sau chứng khoán đó lên giá mà họ không có hàng trong tay để bán thì mất dịp kiếm lời ư ? Thành ra tùy cách giao dịch với công ty hay người môi giới chứ không phải với người mua bán chứng khoán là đối tác của mình ; người đầu tư sẽ nhận được tiền đủ từ người môi giới khi bán, nếu khi mua họ trả đủ tiền. Đây là luật của thị trường. Người môi giới phải luôn luôn trả đủ cho người môi giới bên kia. Nếu người đầu tư không trả đủ hàng hay tiền, tức là được cho trả tiền theo định mức margin account thì họ nợ người môi giới của họ, và người sau này phải ứng tiền hay hàng để trả đủ cho bên kia. Như vậy là không có chuyện nhà đầu tư bán khống mà chỉ có việc họ mượn hàng để bán. Từ khi mượn hàng đến khi trả hàng cho người môi giới là một khoảng cách, và nó tạo ra một thời gian “sẽ giao” hay “sẽ đến” giống như ở trong hợp đồng “forward” hay hợp đồng “future” trong chợ hàng hóa. Nếu ở hai hợp đồng kia người bán chỉ trả cho người mua 5-10% giá bán, thì “speculator” phải trả lãi cho người môi giới trong thời gian vay ; khi đến hạn phải mua hàng trả nợ. Khi vay chứng khoán 5 USD, thời gian vay là ba tuần, trong những ngày đó “speculator” hy vọng giá xuống còn 3 USD để mua vào trả nợ ; nhưng nếu hàng lên 6 USD thì cũng phải mua để trả. Rủi hay may của họ nằm ở chỗ chứng khoán xuống 3 USD hay lên 6 USD. Như thế thì có phải là bán khống không, luật của ta chưa quy định nếu giải thích chặt chẽ. TTCK của người ta chấp nhận cách này là để lúc nào chợ cũng có nhiều vụ mua bán, nhờ đó khả năng thanh toán tiền bạc cao tính thanh khoản cao, và thu hút được nhiều người, đông người thì chi phí giảm thời gian, tiền bạc, sự mong đợi và lại có thêm người nữa. Hơn nữa quy định về mua chịu hàng của môi giới để bán cũng có giới hạn, tiền nằm trong tài khoản sụt quá 25% trị giá tổng số chứng khoán sở hữu thì người vay phải châm thêm tiền vào. Ngoài ra, để được mượn hàng như thế thì, theo nguyên tắc chọn mặt gửi vàng, chỉ những người có uy tín đã được thử thách mới được công ty môi giới cho vay.

Tóm lại, nếu quả thực luật của ta sẽ coi “vay mượn chứng khoán để bán” là bán khống thì chúng ta xóa bỏ “người thích rủi may”. Không có họ thì không ai - nhất là các nhà đầu tư nhỏ - sẽ hắt rủi ro đi được. Nào sẽ có ai mua ? TTCK của ta khi ấy có nguy cơ chỉ có toàn người bán.

## **Xin thành lập công ty chứng khoán như thế nào?**

### **Xin thành lập công ty chứng khoán như thế nào?**

Sáng 21-7-98 tại Hà Nội, 10 ngày sau khi Thủ tướng Chính phủ ký ban hành Nghị định 48/CP, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước SSC đã triệu tập hội nghị với Tổng giám đốc các Tổng công ty bàn về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu và thành lập công ty chứng khoán. Dưới đây TBKTSG lược ghi những thông tin mới nhất về phát hành chứng khoán ra công chúng và quy trình cấp giấy phép hoạt động cho công ty chứng khoán.

### **Phát hành chứng khoán**

1. Điều kiện phát hành : Vốn điều lệ tối thiểu 10 tỉ đồng ; kinh doanh có lãi hai năm gần nhất; có phương án khả thi về việc sử dụng vốn thu được từ phát hành ; thành viên hội đồng quản trị ; ban giám đốc có khả năng, kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh ; tối thiểu 20% vốn cổ phần phải được bán cho trên 100 người đầu tư bên ngoài nếu vốn cổ phần từ 100 tỉ đồng trở lên thì tỷ lệ là 15% ; cổ đông sáng lập nắm giữ ít nhất 20% vốn cổ phần trong thời gian tối thiểu ba năm ; giá trị cổ phiếu phát hành từ 10 tỉ đồng trở lên phải có tổ chức bảo lãnh phát hành.

2. Hồ sơ xin phát hành cổ phiếu : Gồm chín tài liệu : đơn xin phát hành - giấy đăng ký kinh doanh - điều lệ công ty - nghị quyết đại hội cổ đông chấp thuận việc phát hành cổ phiếu - bản cáo bạch - danh sách và sơ yếu lý lịch thành viên hội đồng quản trị và ban giám đốc - báo cáo tài chính hai năm liên tục gần nhất - biên bản xác định giá trị doanh nghiệp của cơ quan có thẩm quyền nếu là doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa - cam kết bảo lãnh phát hành nếu có.

3. Cấp giấy phép : SSC xét duyệt hồ sơ trong vòng 45 ngày kể từ ngày nhận hồ sơ. Tổ chức phát hành nộp lệ phí cấp phép bằng 0,02% giá trị chứng khoán phát hành, nhưng tối đa là 50 triệu đồng.

4. Chào bán chứng khoán : trước khi bán phải công bố việc phát hành trong vòng năm ngày khi có giấy phép trên 5 số báo ngày của một tờ báo Trung ương, một báo địa phương và bản tin chính thức của thị trường chứng khoán.

Phát hành cổ phiếu theo hai phương thức : qua đại lý phát hành hoặc qua tổ chức bảo lãnh phát hành.

Việc phân phối chứng khoán chỉ được tiến hành trong vòng 90 ngày kể từ ngày giấy phép phát hành có hiệu lực. Hết 90 ngày mà chưa bán hết chứng khoán phải xin SSC gia hạn.

Không được bán chứng khoán thấp hơn mệnh giá và phải dành ít nhất 25 ngày để người đầu tư đăng ký mua. Ưu tiên cho người đầu tư cá nhân.

5. Đăng ký chứng khoán : Sau khi hoàn tất phát hành phải thực hiện thủ tục đăng ký chứng khoán với SSC, đồng thời gửi đơn xin niêm yết chứng khoán ở thị trường giao dịch chứng khoán và nộp lệ phí niêm yết lần đầu. Trong vòng bảy ngày SSC sẽ hoàn tất thủ tục niêm yết chứng khoán.

### **Quy trình cấp giấy phép hoạt động cho công ty chứng khoán**

1. Đối tượng cấp phép : Các công ty cổ phần, trách nhiệm hữu hạn theo quy định tại điều 30, Nghị định 48/CP.

Các tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm, tổng công ty muốn kinh doanh chứng khoán phải lập công ty cổ phần hoặc trách nhiệm hữu hạn độc lập.

Các tổ chức nước ngoài muốn kinh doanh chứng khoán phải lập liên doanh với đối tác Việt Nam. Bên nước ngoài tham gia liên doanh phải là các tổ chức kinh doanh chứng khoán đang hoạt động hợp pháp tại các nước tổ chức này đóng trụ sở chính.

2. Thủ tục xin cấp phép : Công ty chứng khoán nộp hồ sơ xin cấp phép cho SSC. SSC xem xét cấp phép trong 90 ngày. Sau khi được cấp phép, công ty chứng khoán phải tiến hành đăng ký kinh doanh theo pháp luật hiện hành.

3. Hồ sơ xin cấp phép : Đối với công ty chứng khoán Việt Nam : - đơn xin cấp phép - giấy phép thành lập do cơ quan nhà nước có thẩm quyền cấp -



lý lịch tóm tắt của thành viên hội đồng quản trị và ban giám đốc - giấy phép hành nghề chứng khoán của thành viên ban giám đốc và nhân viên - bản thuyết trình về cơ sở vật chất kỹ thuật và phương tiện phục vụ cho việc kinh doanh chứng khoán của công ty - dự kiến nguồn vốn và phương án kinh doanh trong 12 tháng đầu.

Đối với liên doanh : ngoài các giấy tờ trên còn phải bổ sung : - điều lệ của bên nước ngoài tham gia liên doanh - giấy phép hoạt động tại nguyên xứ của bên nước ngoài - danh sách người nước ngoài làm việc cho liên doanh - hợp đồng liên doanh - bảng tổng kết tài sản, báo cáo thu nhập, báo cáo tình hình hoạt động kinh doanh của mỗi bên liên doanh trong ba năm gần nhất.

Các giấy tờ này phải có xác nhận công chứng hợp pháp của nơi nước ngoài tham gia liên doanh đóng trụ sở chính và được công chứng Việt Nam xác nhận bản dịch tiếng Việt.

4. Lệ phí cấp phép, công bố giấy phép : Công ty chứng khoán nộp lệ phí cấp phép bằng 0,2% vốn pháp định. Chuyển toàn bộ vốn điều lệ vào tài khoản phong tỏa không được hưởng lãi suất tại ngân hàng do SSC chỉ định. Số tiền này được giải tỏa khi công ty khai trương hoạt động.

Trước khai trương, công ty chứng khoán công bố trong năm số liên tiếp việc thành lập và giấy phép hoạt động trên một tờ báo ngày Trung Ương, một tờ báo ngày địa phương.

### **Cần phân loại chứng khoán trước khi nhập cuộc**

Chứng khoán là giấy tờ có giá trị kinh tế hay nói cách khác đó là công cụ tài chính có giá trị tương ứng như tiền mặt và được mua bán hoặc chuyển nhượng. Chứng khoán là một loại hàng hóa rất tiêu biểu trong cơ chế kinh tế thị trường tự do.

TBKTSG xin giới thiệu bài viết của tác giả Lê Trọng Nhi, một chuyên viên có kinh nghiệm hoạt động trong thị trường chứng khoán ở Mỹ.

Trong mỗi thị trường chứng khoán các loại chứng khoán có những phẩm chất khác nhau. Tại các thị trường chứng khoán của Mỹ, giới kinh doanh

và đầu tư chứng khoán phân ra bốn loại hàng chính và mỗi loại có một phẩm chất khác nhau như sau:

### **Loại hàng hóa cổ phiếu - vốn cổ phần**

Cổ phiếu phẩm chất cao - blue chips : Từ lòng blue chips để ám chỉ những cổ phiếu của các công ty lớn, có ảnh hưởng trong nền kinh tế, có những phẩm chất nhất định về thị trường và quản lý, mệnh giá mỗi cổ phần tương đối cao từ 100.000 - 2 triệu đồng và giá cả không bị dao động mạnh. Số lượng mua bán các loại cổ phiếu này chiếm một tỷ trọng khá lớn trong mỗi phiên giao dịch, có đặc tính chuyển thành tiền mặt nhanh chóng. Mức độ rủi ro tương đối thấp và trung bình.

Cổ phiếu phẩm chất thấp - penny stocks : Từ penny stocks để ám chỉ những cổ phiếu của các công ty nhỏ chưa có tiềm năng phát triển lớn, hoặc mới thành lập đang tìm chỗ đứng trong thị trường, hoặc thuộc loại khá tốt nhưng bị sự cố và đưa đến hậu quả tồi hoặc gần như phá sản ; thông thường mệnh giá mỗi cổ phần rất thấp 9.000 đồng hoặc cao từ 10.000-30.000 đồng. Mức độ rủi ro tương đối cao.

### **Hàng hóa trái phiếu - vốn nợ**

Trái phiếu chính phủ : Chính phủ trung ương thông qua ngân khố hoặc các chính quyền các thành phố lớn phát hành trái phiếu để tài trợ cho ngân sách hoặc cho một dự án công ích nào đó. Rủi ro rất thấp và người đầu tư thường được hưởng những ưu đãi về thuế. Mệnh giá mỗi trái phiếu thường là 10 triệu đồng. Giá cả dao động và gắn chặt theo chỉ số lãi suất trên thị trường. Trái phiếu loại này còn được gọi là fixed income bond - trái phiếu có lợi nhuận cố định.

Trái phiếu công ty : Các công ty phát hành trái phiếu tài trợ các dự án phát triển hoặc chương trình bành trướng. Tùy bối cảnh, các công ty chọn phát hành trái phiếu để ứng phó với những tình hình bất lợi cho sự sống còn của công ty, đôi khi được gọi là junk bonds - trái phiếu có rủi ro cao. Mức lãi suất cao hơn của chính phủ và rủi ro tương đối cao.

Mua chứng khoán chính là một sự chuyển dạng từ tiết kiệm sang đầu tư. Thị trường chứng khoán mở cho tất cả mọi người có nguồn tiết kiệm hoặc có khả năng tiết kiệm và muốn đầu tư. Tuy nhiên đầu tư chứng khoán cũng như bất cứ một cuộc đầu tư nào khác cũng có những rủi ro. Có ít nhất 14 loại rủi ro có thể nhận định được trong quyết định mua

chứng khoán. Có một quy luật chung trong tất cả các cuộc đầu tư đó là rủi ro càng cao thì lợi nhuận càng cao.

Tóm lại yếu tố rủi ro sẽ khống chế người tiết kiệm theo ba dạng : người đầu tư, mua chứng khoán theo nghĩa đầu tư thực sự và không chịu rủi ro cao - mua chứng khoán blue chips hoặc trái phiếu chính phủ ; người đầu cơ, chấp nhận và tính toán với rủi ro, chọn thời điểm vì thời gian dài không quan trọng - mua bán loại chứng khoán giá cả dao động nhiều, penny stocks hoặc các junk bonds ; người mua bán, tìm lợi nhuận nhanh bằng sự chênh lệch giá cả bất kể loại chứng khoán nào trong thị trường, và mua qua bán lại nhiều lần.

## **Bài I: Thị trường chứng khoán là gì?**

Thị trường chứng khoán TTCK và sự vận hành của nó là những vấn đề còn xa lạ không chỉ với người dân mà cả với không ít doanh nhân của chúng ta.

Nhằm giúp bạn đọc tìm hiểu một cách có hệ thống về TTCK, Thời báo Kinh tế Sài Gòn đã nhờ Luật sư Nguyễn Ngọc Bích, từng nghiên cứu vấn đề này tại trường Đại học New York Mỹ năm 1992 phụ trách loạt bài này.

Cách tìm hiểu ở đây sẽ đi từ gốc lên ngọn, nghĩa là từ công chúng đến công ty, sang ngân hàng rồi đến TTCK.

Loạt bài gồm hai phần : phần 1 sẽ gồm bảy bài nói về TTCK là gì. Phần 2 nói về sự vận hành thế nào.

Trong khi trình bày, tác giả có liên hệ thực tế, các danh từ chuyên môn xuất hiện lần đầu sẽ được in đậm. Các từ về TTCK được lấy từ Dự thảo Pháp lệnh về chứng khoán và Thị trường chứng khoán của Việt Nam.

Người tiêu thụ cũng là người đầu tư

Là nam hay nữ chúng ta đều cần cơm ăn, áo mặc, và nhiều thứ khác gọi là hàng hóa. Hàng hóa phải được chế tạo ra. Người làm ra chúng được gọi là nhà sản xuất hay doanh nhân hay doanh nghiệp. Doanh nhân cung ứng sản phẩm và chúng ta là người tiêu thụ.

Để mua hàng, ta phải đi làm để có tiền, gọi là lợi tức hay thu nhập. Mua sắm đủ cho hôm nay, ta còn phải dành ít thu nhập để phòng cho ngày mai, nhờ đâu yếu, đó là tiết kiệm. Tiền tiết kiệm chúng ta có thể cho người khác sử dụng bằng cách cho vay, hoặc hùn vốn. Nếu ta đưa tiền cho doanh nhân dùng tức là chúng ta đầu tư, vì với số tiền của ta doanh nhân sẽ làm cho số tài sản hiện có được tăng thêm. Doanh nhân và ta cần có nhau. Doanh nhân sản xuất, ta mua hàng của họ rồi đầu tư vào họ vì họ sẽ sản xuất nhiều hơn cho ta và con cháu ta. Vì vậy, là người tiêu thụ nhưng cũng có khi chúng ta là người đầu tư. Những người như ta rất đông tạo nên một thành phần trong nền kinh tế gọi là công chúng.

Doanh nhân lúc nào cũng cần tiền

Doanh nhân luôn luôn cần tiền của người đầu tư. Bởi vì, doanh nhân phải bỏ tiền của chính mình ra, gọi là vốn, trong hai giai đoạn. Lúc đầu, mua sắm nhà cửa, máy móc, xe cộ để có công cụ sản xuất. Những thứ này dùng vài năm mới hỏng, nên tiền bỏ ra mua chúng được gọi là vốn cố định. Về sau, doanh nhân tiếp tục bỏ tiền mua nguyên liệu, thuê thầy thợ, trả điện nước để làm ra sản phẩm ; tiền này gọi là vốn lưu động. Từ lúc bỏ tiền mua, rồi làm ra sản phẩm, đem bán đi đến khi thu tiền về bao giờ cũng phải mất một thời gian. Thí dụ, làm cái bánh chưng thì mất hai ba ngày ; nhưng sản xuất một cái máy cày phải mất vài tháng mới bán được. Thời gian đó gọi là vòng quay vốn. Doanh nhân có thể có đủ vốn lưu động cho vòng quay đầu ; nhưng cho vòng thứ hai, thứ ba họ phải đi vay vốn lưu động để duy trì sản xuất. Vòng quay càng dài thì càng phải vay nhiều. Vậy, lý do thứ nhất khiến doanh nhân luôn phải vay nợ là vì có vòng quay vốn mà họ lại không thể ngưng sản xuất được. Vốn đi theo vòng tròn, hết vòng mới sang vòng khác ; trong khi sản xuất đi theo đường thẳng.

Tiền thu về, gọi là doanh thu, sẽ giúp doanh nhân trang trải bốn thứ : 1 lấy lại vốn lưu động ; 2 trả thuế ; 3 dành một khoản cản trừ theo tỷ lệ của vốn cố định để sau này còn mua sắm chúng lại được, gọi là khấu hao tài sản cố định ; 4 thưởng cho mình vì công sức đã bỏ ra. Khoản tiền 3 và 4 gọi là lợi tức thuần, hay sau thuế hay lợi tức doanh nghiệp. Doanh nhân trả nợ xong thì có thể vay vốn lưu động tiếp ; gọi là vốn vay hay tín dụng ngắn hạn, nghĩa là phải trả trong vòng một năm là tối đa.

Bây giờ vì hàng bán chạy, doanh nhân thấy cần tăng mức sản xuất, muốn có thêm hàng phải có thêm máy móc mới, gọi là đầu tư mở rộng. Lợi tức thuần không đủ để đầu tư mở rộng. Doanh nhân bắt buộc phải đi

vay. Đây là lý do thứ hai tại sao họ phải đi vay. Tiền vay cho đầu tư mở rộng chỉ có thể trả từ từ bằng lợi tức thuần, vì nếu có bao nhiêu lợi tức thuần mà đem trả nợ hết thì không còn tiền cho vốn lưu động hay để thay thế máy móc cũ. Vì thế, vốn vay cho đầu tư mở rộng phải là vốn trung hạn, trả trong vòng từ 3-5 năm, hay vốn dài hạn, từ năm năm trở lên. Doanh nhân càng cần vốn nhiều thì phải đi vay hay gọi vốn nhiều. Tùy số vốn ấn định, họ có thể là một công ty cổ phần, là hình thức gom vốn cao nhất hiện nay. Trong loạt bài này, tùy mạch câu văn các từ doanh nhân, doanh nghiệp hay công ty được dùng lẫn lộn, nhưng chỉ chung về công ty.

Cơ sở trao đổi giữa doanh nghiệp và công chúng : đền bù rủi ro kinh doanh

Doanh nhân cần vốn ngắn, vốn dài, nhưng hàng làm ra có thể không bán được, bị hỏng, bị mất... Hàng mất thì không có doanh thu. Cho nên công việc làm ăn của doanh nhân luôn luôn có rủi ro, gọi là rủi ro kinh doanh. Rủi ro này nằm ở hai chỗ là thời gian để thu tiền về và khả năng tiền bị mất.

Công chúng đầu tư vào doanh nhân thì cũng phải chịu rủi ro kinh doanh. Muốn lôi kéo họ, doanh nhân phải hứa hẹn. Lời hứa là nếu ai giao tiền để cho vay hay hùn vốn, thì sẽ được đền bù cho rủi ro kia và cho việc phải nhịn ăn nhịn tiêu bây giờ. Mức đền bù sẽ bằng một khoản chênh lệch giữa số tiền giao bây giờ và trả sau này tính theo phần trăm trên số tiền được giao lúc đầu, gọi là lãi suất. Lãi suất là cái giá mà doanh nhân phải trả để mua tiền của người đầu tư. Các nhà kinh tế coi sự giao dịch giữa hai người là một sự trao đổi trade.

Từ cơ sở ấy, một nguyên tắc được đặt ra cho sự trao đổi dựa trên lẽ công bằng là nếu rủi ro mất tiền cao thì lãi suất sẽ cao ; thời gian trả số tiền gốc dài thì lãi suất cũng cao ; việc nhịn ăn nhịn tiêu được tính chung vào lãi suất ấy nhưng bị tùy thuộc vào việc doanh nhân có dễ tìm được một người đầu tư khác hay không. Lãi suất tiêu biểu cho rủi ro kinh doanh và là cái giá để mua bán tiền.

Sự hóa giải cái trái ngược về lợi ích giữa doanh nhân và nhà đầu tư

Do nguyên tắc về lãi suất, sự trao đổi giữa doanh nhân và nhà đầu tư luôn luôn là một sự giằng co giữa hai lợi ích khác nhau. Người đầu tư muốn lãi suất cao, thu tiền sớm. Doanh nhân lại muốn lãi suất thấp, mà lâu mới trả tiền ; nhất là những người thực hiện những dự án lớn. Đó là

đòi hỏi cực đoan của mỗi bên. Giải quyết mâu thuẫn này là công trình của loài người kéo dài qua nhiều thế kỷ và bằng hai cách chính.

Cách đầu là để hai bên trao đổi với nhau qua trung gian là thị trường tiền tệ ; chủ yếu do các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng thực hiện. Cách sau là qua thị trường tài chính, tức thị trường chứng khoán TTCK. Khoảng cách xuất hiện của hai phương thức này khá dài. Thí dụ ở Mỹ, ngân hàng đầu tiên xuất hiện năm 1781 Bank of North America còn thị trường chứng khoán New York ra đời năm 1863. Sở dĩ như vậy là vì các yếu tố để hình thành phải đi đồng bộ với nhau và đi từ thấp lên cao. Chẳng hạn, muốn có TTCK, doanh nhân phải làm ăn lời lãi, muốn đầu tư mở rộng hay đầu tư vào những dự án lớn làm đường sá ; lúc ấy họ mới cần thêm vốn nhiều. Về phía người đầu tư, họ cũng phải có thu nhập cao, có nhiều tiền để dành. Rồi tình hình kinh tế chung phải phát triển, luật pháp phải mở mang. Khi đã có các yếu tố chuẩn bị này thì hệ thống tài chính làm trung gian phải có phương tiện và kỹ thuật tương ứng giúp công chúng và doanh nhân trao đổi với nhau được.

TTCK là một bước phát triển cao hơn của thị trường tiền tệ. Nó vận dụng các công nghệ riêng của nó, ăn khớp với các kỹ thuật của thị trường tiền tệ và của các doanh nghiệp để thu hút tiền tiết kiệm của công chúng rồi đưa cho doanh nghiệp. Và khi làm như thế, nó đồng thời hóa giải được đòi hỏi cực đoan của hai bên, nhiều hơn tất cả các phương thức có trước đó.

Toàn cảnh về thị trường chứng khoán

Cho đến nay, chúng ta chưa đề cập đến chính quyền, và vai trò của chính quyền trong sự khuyến khích và bảo vệ các hoạt động tiết kiệm và đầu tư. Vai trò của chính quyền rất quan trọng. Chính quyền điều hòa khối lượng tiền tệ trong thị trường tiền tệ, tăng giảm lãi suất để số tiền kia không bao giờ quá thừa hay thiếu so với số hàng doanh nhân làm ra. Trong TTCK, chính quyền thiết lập và duy trì hoạt động của nó, bảo đảm cho hoạt động của nó diễn ra trong sự trong sáng, thanh liêm và đạo đức.

Vẽ lên một bức ảnh toàn cảnh cho TTCK, ta có bốn vòng tròn đồng tâm. Tâm điểm là chính quyền. Vòng 1 nhỏ nhất, ở trong cùng, là doanh nghiệp. Vòng 2 là thị trường tiền tệ. Vòng 3 là TTCK. Và vòng 4 là công chúng. Hai vòng làm trụ cột cho nền kinh tế của một nước là 1 và 4.

Thoạt đầu, những người ở hai vòng kia trao đổi với nhau qua vòng 2. Phát triển hơn lên, họ trao đổi thêm với nhau qua vòng 3.

Kỳ sau: Bài II - Đem tiền để dành đi đầu tư

## **Bài II: Công chúng có tiền để dành đem đi đầu tư**

Góp vốn và cho vay

Trong xã hội con người sống với nhau, con người giúp đỡ nhau về tinh thần và trao đổi với nhau thành quả công việc của mình. Sự trao đổi tạo nên sự chuyên môn hóa, còn gọi là phân công lao động. Nhờ chuyên môn hóa con người làm ra nhiều của cải hơn là cái mà mình dùng. Vậy có dư thừa.

Đã sống thì ai cũng lo cho ngày mai, nào mình, nào con cái, do đó, phải để dành. Ấy là tiết kiệm. Có tiền tiết kiệm thì ai cũng muốn nó sinh sôi. Và chỉ có hai cách : lấy số tiền đó đứng ra làm ăn, buôn bán ; hoặc đưa cho người khác. Người tính chuyện làm ăn lâu dài sẽ lập một cơ sở sản xuất. Đó là đầu tư. Người đầu tư, trong đa số trường hợp, bao giờ cũng được hưởng lợi tức từ số tiền đã bỏ ra. Đó là sự đền bù vì đã nhịn ăn nhịn tiêu, bỏ công sức, và chịu rủi ro kinh doanh. Mất mát càng cao thì sự đền bù càng nhiều. Những người này là doanh nhân. Lợi tức doanh nhân hưởng thường là từ 20% trở lên cho ngành sản xuất, cao hơn nữa cho ngành mua bán ; riêng ngành tài chính thường phải hơn 30%. Mức lợi tức đó được tính theo hàng năm dựa trên sự so sánh chi phí bỏ ra và doanh thu lấy về. Doanh nhân là người có óc phiêu lưu, lại được trời cho cặp mắt nhìn ra các cơ hội có thể kiếm tiền. Và vì thế họ là người tài ba. Những ai không tài ba mà cũng muốn tiền để dành sinh lãi thì - nghe lời hứa của doanh nhân - đưa tiền cho doanh nhân, gọi là hùn vốn để cuối năm được chia lời, số tiền đưa vào sẽ lấy về mười mười năm sau khi doanh nghiệp giải thể. Đó là sự hùn vốn, hay đầu tư bằng cách góp vốn. Khi hùn vốn thì có năm không được chia gì nếu doanh nghiệp làm ăn không có lời hay họ quyết định không chia lời. Tiền chia lời do góp vốn gọi là cổ tức.

Có nhiều người ngại cách hùn vốn. Họ muốn tiền đưa ra tháng nào cũng phải có lãi về, và bao lâu nhất định lấy lại số gốc. Do đó họ cho doanh nghiệp vay. Tiền cho vay phải có tài sản bảo đảm sẽ trả nợ. Từ đó có cách vay có tài sản thế chấp hay không. Đó là đầu tư bằng cách cho vay. Cho vay thì không sợ mất tiền nên lãi được hưởng sẽ không cao như

khi góp vốn. Góp vốn hay cho doanh nghiệp vay gọi là tài trợ. Tài trợ là một sự trao đổi.

Người đầu tư và doanh nhân là hai trụ cột cho sự phát triển kinh tế của một nước. Công chúng đưa tiền cho doanh nhân để người này làm cho sản xuất gia tăng. Nhờ sự gia tăng ấy ai cũng có công ăn việc làm, và lợi tức của nhiều người lên cao ; có lợi tức cao người ta để dành nhiều hơn khiến cho đầu tư sẽ cao hơn. Động lực cho cái vòng này là sự mong muốn được giàu có hơn và vì lo cho ngày mai. Tuy nhiên, để cho vòng quay giữa hai bên được dễ dàng, ít tổn kém và nhanh chóng thì phải có một người làm trung gian. Người trung gian đó là ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng còn gọi là hệ thống tài chính.

### Sự cần thiết của một người trung gian

Khi công chúng là một số đông trao đổi với doanh nhân cũng là một số đông, thì cả hai bên cần đến một người trung gian. Đây là một diễn tiến tự nhiên. Trước hết, khi hai bên trao đổi thì số tiền đi về sẽ rất lớn, không ai một mình cất giữ được, đạo chích lại thăm ngay ; vậy phải có một nơi an toàn cất giữ. Một nơi nào đó cất giữ nhiều tiền của nhiều người thì - vì sự tiện lợi của cả ba - họ sẽ đứng thay mặt người này đưa tiền cho người kia. Đó là hệ quả của việc cất giữ. Có người khác đứng ra đưa tiền đi, lấy tiền về cho mình ; bớt một việc lĩnh kính, nên ai cũng thích. Vậy phải trả cho nơi cất giữ và thanh toán kia một khoản tiền nhỏ cho phí dịch vụ hay tiền hoa hồng. Và nơi kia được cả hai bên nhìn nhận là trung gian. Đó là các ngân hàng thương mại. Từ hình thức này sang hình thức khác, lúc đầu chủ yếu đáp ứng đòi hỏi của khách hàng, ngân hàng đã xuất hiện trong những hình thức và khuôn khổ hoạt động khác nhau tạo nên hệ thống tài chính.

Hệ thống tài chính sẽ phục vụ công chúng và doanh nhân trong nhiều lĩnh vực ngoài việc cất tiền và thanh toán. Thí dụ, về phía công chúng, khi cho vay hay góp vốn vào doanh nghiệp họ cần biết các thông tin. Nếu góp vốn họ phải xem doanh nghiệp làm ăn ra sao. Cho vay cũng phải biết họ trả nợ được không; có khả năng chuyển đổi tài sản thành tiền mặt nhanh chóng và ít hao hụt không ; gọi là thanh khoản liquidity. Sau đó, phải ký với doanh nghiệp hợp đồng về góp vốn, và cho vay. Công chúng không có đủ chuyên môn để làm những việc trên và phải nhờ người trung gian. Hệ thống tài chính với chuyên môn và phương tiện của mình sẽ làm thay cho công chúng. Về phía doanh nghiệp, tiền của công chúng sẽ giúp họ tạo ra



sản phẩm. Nhưng khi có hàng trong tay, họ sẽ lo hàng mất, rồi giá cả có thể lên xuống. Giúp doanh nhân thoát khỏi các lo ngại này, đây cũng là công việc của hệ thống tài chính. Hệ thống này hoạt động theo các nguyên tắc ta sẽ đề cập trong một bài tới.

Trong bài này chúng ta chỉ ghi nhận một điểm quan trọng là tiền bạc hay là vốn để đầu tư vào nền kinh tế của một nước phải do những người tiêu thụ có một mức lợi tức cao đóng góp bằng cách đưa vào hệ thống tài chính. Động lực thúc đẩy họ là hai thứ. Một, khi giàu tự nhiên sẽ lo ngày mai, sợ nhiều thứ. Hai, khi để dành thì muốn đồng tiền sinh sôi nảy nở. Phải có họ ở vào trạng thái và tâm trạng như thế thì công ty mới có chỗ để gọi vốn. Nhưng để làm được, thì công ty cũng phải do người tài ba nắm giữ để trả xong nợ. Công ty là một định chế đã phát triển theo một quá trình dài để làm sao gọi được nhiều vốn nhất. Và đó là đề tài của bài sau.

### **Bài III: Công ty cổ phần - quá trình tích tụ vốn**

Công ty cổ phần là một tổ chức có thể gom vốn của nhiều người đầu tư nhất. Quá trình hình thành của nó, khi đã được luật pháp công nhận và bảo vệ, là một quá trình của loài người tìm cách tập trung tư bản.

Từ vốn góp của một người lên đến vốn góp của vài người

Ông A ở một làng nọ, có gia đình. Họ hàng ông có nhiều người làm nghề mộc. Khi gặt hái trên mảnh đất cha mẹ để lại, ông ao ước sao không phải gánh gồng. Một hôm lên huyện, ông thấy cái xe cút kít tải đất. Về nhà ông chợt nảy ra sáng kiến làm xe kéo bằng gỗ. Kéo nhẹ hơn đẩy, ông nghĩ. Tính toán tiền để dành ông quyết định làm xe kéo. Dọn cái sân, mua gỗ về, sắm dụng cụ... ông sản xuất xe, và đặt tên cho cơ sở của mình là Sao Mai. Xe làm ra bán rất chạy. Khi bỏ vốn và sản xuất như ông thì cơ sở Sao Mai có hình thức gọi là làm chủ một mình sole propriety. Ở Việt Nam gọi là doanh nghiệp tư nhân.

Xe ông làm tốt, nhưng cũng có một chiếc đang đi ngon lành thì vỡ bánh gãy càng. Người kéo xe bị gãy chân, hàng trên xe rơi xuống bùn. Chủ xe bắt ông A đền. Xe do cơ sở chế ra nhưng ông làm chủ nó cho nên ông với Sao Mai là một. Ông phải đền, và giả như vì sao đó mức đền lớn quá, tiền của Sao Mai không đủ trả, ông phải nói vợ bán chiếc nhẫn, bảo con bán cái xe. Tiền phải đền kia vượt quá số tài sản của Sao Mai và ăn luôn vào

tiền của gia đình ông, nên trách nhiệm của ông được gọi là trách nhiệm vô hạn. Trách nhiệm được đặt ra vì trật tự của xã hội, ai có lỗi thì phải đền.

Giả như chuyện đó không xảy ra, và năm sau ông A quyết định tăng số xe sản xuất. Muốn vậy phải có thêm mặt bằng và dụng cụ, nghĩa là phải có thêm vốn. Đây là đầu tư mở rộng. Ông bèn sang rủ ông B là anh em cột chèo và C là người em rể góp vốn. Hai người kia đồng ý ngay. Họ góp vốn vào, rồi kẻ công này, người việc kia, Sao Mai làm thêm được nhiều xe. Nếu xe làm ra mà có gây tai nạn cho người dùng, thì nạn nhân có thể bắt ba ông phải chung nhau đền, nếu không tìm ra ba mà chỉ thấy có một người thôi thì người này phải gánh hết. Trách nhiệm của cả ba người vẫn là vô giới hạn. Vì có thêm người góp vốn nhưng tính trách nhiệm vẫn vô hạn nên Sao Mai biến thành một cơ sở hợp danh partnership.

Coi như chuyện đền bồi không xảy ra, và ông em rể bỗng một hôm nêu sáng kiến thay bánh gỗ bằng bánh cao su cho nó vừa nhẹ vừa bền. Sáng kiến hay nhưng phải gọi thêm vốn để mua cao su và khuôn. Ông A bèn đến người chú ruột mời góp vốn. Ông cụ suy tính lợi hại, nghĩ đến cái trách nhiệm vô giới hạn, cụ lạnh người, sợ rằng có khi đang ở nhà mà cũng bị bắt vạ ; cụ bèn lắc đầu. Ba anh em ông A thấy lý của cụ đúng. Họ bàn với nhau và bằng lòng để ông A giao hẹn với cụ rằng, nếu cụ góp vốn nhưng không tham dự vào việc điều khiển cơ sở thì nếu có chuyện gì xảy ra, cùng lắm cụ chỉ mất số tiền đã góp mà thôi, họ sẽ không để cho ai tới nhà bắt vạ cụ. Đó là tính trách nhiệm hữu hạn dành cho người góp vốn. Ông cụ bằng lòng, chẳng những thế lại rủ hai cô con gái lẫn anh rể của cô lớn cùng bỏ vốn vào. Bây giờ, Sao Mai có vốn nhiều hơn xưa vì có bảy người góp vốn. Ba người trực tiếp điều khiển, bốn người nữa chỉ góp vốn. Ba người trước sẽ chịu trách nhiệm vô giới hạn, còn bốn người chịu trách nhiệm giới hạn. Sao Mai bây giờ trở thành một cơ sở gọi là hợp tư limited partnership.

Đến đây ta thấy Sao Mai đã phát triển qua ba bước. Bước sau giúp nó có vốn nhiều hơn trước vì rủ được nhiều người hơn. Vậy khi làm ăn thì nó sẽ to lên từ từ, nhưng nó phải : 1 có người có tài làm ăn hay ; 2 có nhiều người góp vốn ; 3 vốn sẽ có nhiều nếu người góp chịu trách nhiệm giới hạn. Cái thứ ba sẽ thúc đẩy cái thứ hai tạo điều kiện cho cái thứ nhất. Quá trình góp vốn là một sự suy tính lợi hại cho mình và là một sự mặt gửi vàng.

#### **Bài IV: Cách gọi vốn của công ty cổ phần**

## Sự khác biệt về cách gọi vốn của công ty trong luật của các nước

Trong luật của Việt Nam và của Pháp, việc gọi vốn của công ty được quy định ngay từ khi nó được thành lập. Luật đề ra loại trách nhiệm hữu hạn nếu gọi vốn riêng tư, và cổ phần nếu gọi vốn công chúng. Ranh giới gọi vốn đã được định. Muốn đổi cách gọi vốn phải đổi hình thức công ty. Luật của Mỹ làm khác. Nó không định loại hình công ty lúc đầu mà để cho công ty trong quá trình hoạt động sẽ chọn cách gọi vốn. Và từ cách gọi vốn đó công ty có một loại hình. Nếu chọn cách gọi vốn riêng tư thì công ty không phải đăng ký với Ủy ban giao dịch chứng khoán - UBGDCK Securities Exchange Commission và công ty sẽ là loại closely held corporation. Nếu gọi vốn của công chúng thì phải đăng ký, và lúc đó nó là một public corporation đại chúng. Như đã nêu từ bài đầu, cách gọi vốn trình bày ở đây là cách làm của công ty Mỹ.

Chúng ta đã biết tên gọi của các loại vốn theo mục đích sử dụng cố định, lưu động và theo thời gian sử dụng ngắn, trung, dài hạn. Công ty có thể vay vốn ngắn và trung hạn ở thị trường tiền tệ. Ở đây ta sẽ xem cách công ty gọi vốn dài hạn mà vì thế tạo nên TTCK.

### Gọi vốn dài hạn bằng cách phát hành cổ phiếu

Khi thành lập, ngay ở bản chứng thư lập hội articles of association những người sáng lập công ty ấn định số vốn của công ty là bao nhiêu, chia ra bao nhiêu phần bằng nhau, gọi là cổ phần. Khi cổ phần bán đi thì người mua nhận được biên nhận đã trả tiền gọi là cổ phiếu và họ trở thành cổ đông.

Tính toán gọi vốn cách nào là việc giải bài toán vốn gọi được nhiều nhưng chỉ chia quyền quản trị ít. Cổ đông có ba quyền là quản trị công ty, chia lời và sau này được chia tài sản còn lại. Bỏ tiền ra, chấp nhận lời ăn lỗ chịu, cổ đông thường muốn được quản trị công ty. Trái lại người lập ra công ty lại không muốn quyền quản trị của mình bị chia sẻ cho nhiều người.

Cổ phần là cách thức giải quyết vấn đề kia. Công ty bán cổ phần để gọi vốn, giống như bán một viên kẹo dứa. Ở mức phát triển thấp, công ty chỉ có kẹo dứa làm theo hai hình, vuông có đề tên người làm chủ và tròn không đề tên ai. Loại vuông không được chuyển cho ai có tên khác, gọi là cổ phiếu ký danh; loại tròn chuyển cho ai cũng được, cổ phiếu vô danh. Chuyển nhượng cổ phần dễ dàng cũng là một cách thu hút người mua.

Đến mức phát triển cao hơn, người lập công ty đánh vào tính ham lợi của cổ đông. Họ ghi trong chứng thư lập hội là sẽ bán cổ phiếu đặc ưu cho cổ đông nào không đòi quyền quản trị công ty. Đặc ưu là được ưu tiên chia lời. Ưu tiên thì có thể xếp loại nên họ chia ra các loại : thể nào cũng lấy cổ tức cumulative, mức lấy điều chỉnh theo lãi suất adjustable rate preferred, có thể chuyển thành cổ phiếu thường auction rate preferred... Mục đích của vụ bày đặt này là để dụ dỗ bá nhân bá tánh, kiểu như ngoài kẹo dứa ra còn có thêm kẹo sữa, kẹo chanh. Đó là cổ phần hay cổ phiếu đặc ưu. Công ty, như thế, sẽ có hai loại cổ phần chính để bán là thường và đặc ưu ; riêng loại đặc ưu lại có nhiều thứ. Chứng thư lập hội sẽ ghi công ty phát hành bao nhiêu cổ phần thường và đặc ưu để gọi đủ số vốn đã định. Số cổ phần thì phải ghi ngay, nhưng cổ phần đặc ưu có thể ghi lúc đầu hay sau này khi tăng vốn. Thường thường công ty định một số vốn cao, nhưng không bán hết cổ phiếu mà để chờ sau này khi cần tiền sẽ bán tiếp ; khi ấy có thể bán được giá cao hơn giá cũ dù bán trong chốn riêng tư. Do đó có sự phân biệt giữa vốn được quyền huy động authorized capital và vốn đã thu tiền paid up capital.

Để huy động vốn, công ty sẽ bán cổ phiếu cho cổ đông tùy theo số tiền cần có. Nếu định bán cho công chúng, trước khi bán công ty phải đăng ký cổ phiếu với UBGDCK ; gọi là niêm yết chứng khoán trên TTCK ; lúc đó cổ phiếu có thêm một tên mới là chứng khoán. Nếu chỉ bán cho vài người thì không phải đăng ký cổ phiếu. Tùy theo tình hình tài chính của công ty, nếu làm ăn khấm khá, công ty sẽ mua lại số cổ phiếu đặc ưu đem về cất giữ, gọi là treasury stock . Số còn nằm trong tay cổ đông sẽ gọi là outstanding share .

Sau khi gọi vốn lần đầu, những lần sau, muốn tăng vốn, công ty bán nốt số cổ phiếu hãy còn giữ lại lúc đầu, hay phát hành một đợt cổ phiếu mới, gọi là phát hành mới. Loại nào, bao nhiêu thì do hội đồng quản trị công ty quyết định. Cứ mỗi lần phát hành mà muốn bán cho công chúng thì lại phải làm đủ thủ tục niêm yết như lần đầu. Điều này khác với khi vay tiền ngân hàng. Ở đó làm thủ tục lần đầu, lần sau chỉ ký lại. Do vậy, phí tổn để huy động vốn trên TTCK cao hơn là khi đi vay ngân hàng.

Biện pháp khuyến khích cổ đông và nhân viên của công ty

Nếu đã bán chứng khoán trên TTCK rồi, mỗi lần phát hành mới, công ty đặt ra ba cách dụ khị cổ đông hiện có hay để thưởng cho nhân viên cao cấp của mình. Cách thứ nhất là phát stock option cho nhân viên. Khi cầm

nó, nhân viên được quyền mua hay bán một số chứng khoán của công ty theo một giá đã định trước khi hết hạn vào một ngày nào đó. Stock option có thể là một call option cho họ quyền mua, hay một put option cho họ quyền bán. Với giá đã định, người nắm call option có lợi khi giá chứng khoán của công ty tăng trên TTCK và lúc đến hạn mua, thì được mua với giá cũ. Nếu giá chứng khoán xuống thì người có "put option" có lợi vì được bán cho công ty với giá đã định cao hơn giá hiện thời. Phần thưởng cho họ nằm ở sự chênh lệch giá.

Loại dự khí thứ hai là ấn định rights quyền cho người nắm cổ phiếu thông thường. Có rights họ được quyền mua một số cổ phiếu thông thường mới phát hành với một giá đã ấn định, nếu mua trước một ngày nào đó thường là một năm. Đến ngày hết hạn mà giá chứng khoán của công ty lên thì họ có lời vì được mua với giá cũ. Loại thứ ba là "stock warrant" dành cho những ai có cổ phần đặc ưu, hay có trái phiếu. Ai có nó sẽ được mua chứng khoán của công ty với giá đã định trước một ngày hết hạn nào đó. Khi ấy nếu giá lên thì họ có lời. Những cách dự khí này giống như là giấy bạc bọc kẹo dứa hay kẹo chanh để khuyến khích người nhà góp thêm vốn. Ở đây chúng ta chỉ tập trung vào việc huy động vốn nên không đề cập đến những vấn đề khác của công ty. Để nắm vững, ta sẽ tóm tắt như sau. Ở Mỹ cổ phiếu phát ra thu về như thế được là vì công ty được chủ động về vốn, không ai quản lý vốn của họ. Luật pháp của Mỹ coi số vốn đã đăng ký là tài sản để trả nợ khi công ty phá sản. Vốn phải phục vụ kinh doanh, nên trong hạn mức vốn đã đăng ký với chính quyền, công ty có quyền tăng hay giảm một cách linh hoạt số vốn ấy ; có sao thì trả lời với chủ nợ sau này. Để có vốn dài hạn lúc đầu, hay tăng vốn sau này ; công ty bán các loại cổ phiếu thông thường và đặc ưu. Nếu những thứ này chỉ bán cho một nhóm nhỏ, gồm những người thân quen, thì họ không phải đăng ký ở UBGDCK. Nếu bán cho công chúng thì phải đăng ký. Trong những lần tăng vốn sau, công ty có thể ấn định các loại warrants, options và rights, và những thứ này cũng được bán ra thị trường. Dù bán cho công chúng hay bán trong chỗ riêng tư, thì công ty vẫn phải làm ăn lời lãi ; nếu không thì chẳng có tiền chia lời hay trả lãi cho cổ đông.

## **Bài V: Người trung gian giữa công chúng và công ty**

Các tổ chức tín dụng có khả năng cung cấp vốn dài hạn

Công ty bảo hiểm hàng hóa nhận tiền hàng tháng, hay cho mỗi thương vụ nhưng có khi chẳng phải đến cho ai. Vậy họ phải nghĩ cách dùng tiền đó làm sao để nó sinh lợi. Quỹ hưu bổng nhận tiền hàng tháng của một thanh niên năm nay 25 tuổi rồi mãi sau này khi anh ta 60 tuổi mới phải trả dần. Vậy phải làm cách nào để cho đồng tiền góp hàng tháng kia nảy nở. Cách hay nhất là cho công ty vay vì công ty là cái máy tạo lợi tức ; hơn nữa tiền không cần lấy về ngay nên có thể cho vay dài hạn như doanh nhân muốn. Đây chính là mầm mống sơ khởi nhưng tiên quyết để tạo nên thị trường chứng khoán. Nhưng đầu tư vào các công ty không phải dễ ; nhớ họ tiêu hết tiền của mình thì làm sao. Bởi thế người ta lập ra quỹ tương trợ mutual fund, mà luật của ta gọi là quỹ đầu tư tập thể để giúp nơi giữ quỹ hưu bổng đầu tư. Quỹ tập thể kia do các công ty chứng khoán securities company, bảo hiểm hay những công ty chuyên môn khác gọi là công ty đầu tư investment company điều hành. Những công ty này có tiền nhiều lại có thể cho vay lâu dài nên được gọi là các đại gia đầu tư institutional investors. Chính đến giai đoạn này nhu cầu về vốn dài hạn của công ty mới có thể được đáp ứng một cách tự nguyện.

#### Công nghệ sử dụng trong hoạt động của hệ thống tài chính

Khi làm trung gian, hệ thống tài chính đã làm cho các sự trao đổi giữa công chúng và doanh nhân được thuận tiện và nhanh chóng ; đồng thời làm giảm các rủi ro nằm trong các hoạt động đó. Sở dĩ được như thế vì hệ thống đó sử dụng và phối hợp bốn công nghệ.

Một, là sự ủy nhiệm delegation. Ngân hàng thay mặt người này trả tiền cho người kia. Sự ủy nhiệm làm cho chi phí về giao dịch giảm đi vì một người có thể làm thay cho nhiều người. Hơn nữa, nó làm cho công việc đảm nhận trở nên chuyên môn, vì thế mà hữu hiệu hơn. Ngoài ra, lấy việc cho vay làm ví dụ, khi có nhiều tiền trong tay ngân hàng thay mặt cho các chủ nợ thì ngân hàng sẽ có lợi thế để thương thuyết với con nợ. Tất nhiên sự ủy nhiệm đòi người được giao phải có uy tín và chịu trách nhiệm về việc làm của mình. Ngân hàng đứng ra cho vay mà không đòi được thì phải đền cho người ký thác vốn là chủ nợ.

Hai, đem uy tín ra để làm thay credit substitution. Ngân hàng cấp tín dụng thư để bảo đảm trả tiền cho người bán thay cho người mua hàng là một ví dụ. Lời hứa kia làm khách hàng tin tưởng vì ngân hàng có uy tín.

Ba, ngân hàng được tin tưởng không chỉ vì uy tín của mình mà còn vì khả năng thu gom tài sản của rất nhiều người vào tay mình pooling. Nhờ đó, họ có thể lấy cái nhàn rỗi của số đông để phục vụ cái cấp bách của một số nhỏ.

Cuối cùng, khi nắm trong tay mình các yêu cầu khác nhau của một số đông người có những đòi hỏi khác nhau, hệ thống tài chính có thể bù qua, sót lại, lấy cái này đập vào cái kia netting ; nhờ đó giảm được số lượng công việc phải làm so với khi phải làm riêng lẻ, và làm cho các yêu cầu đều được thỏa mãn. Có thể thấy cái lợi này khi ba bốn người nợ lẫn nhau mà cần nợ cho nhau bù trừ.

Công nghệ này sẽ được sử dụng trong thị trường chứng khoán. Nếu ngân hàng chưa thực hiện các công nghệ đó, thì - như đứa em sinh sau - thị trường chứng khoán cũng không làm được, vì không có kinh nghiệm và tập tục đi trước hướng dẫn.

Liên hệ thực tế Việt Nam

Từ năm 1990, chúng ta có hệ thống ngân hàng thương mại hoạt động theo các chức năng của ngân hàng truyền thống như đã nêu. Chúng ta cũng có công ty tài chính, nhiều công ty bảo hiểm và cả công ty bảo hiểm xã hội. Những nơi này có thể là những đại gia đầu tư nếu luật thành lập cho phép đầu tư vào công ty thay vì gửi tiền vào kho bạc.

Nhìn chung, các tác nghiệp ngân hàng ở chúng ta chưa phát triển lắm, việc thanh toán bằng séc là một thí dụ. Ngoài ra, hệ thống ngân hàng chưa thu hút được hết tiết kiệm của công chúng.

## **Bài VI: Chuẩn bị đi lên thị trường chứng khoán**

Vai trò của luật pháp

Chúng ta đã xem qua tính chất và hoạt động của ba vòng 1 công ty, 4 công chúng và 2 hệ thống tài chính, hay người trung gian. Thoạt đầu, hoạt động của các vòng này do các điều kiện về kinh tế và tâm lý thúc đẩy. Nhưng về sau để mở rộng và trở nên bền vững, chúng phải có luật pháp hỗ trợ. Ở đây, chúng ta sẽ nói rất ngắn về vai trò của luật pháp.

Luật pháp phải giữ cho hoạt động ở các vòng 1, 2 và 4 được bền vững và đáp ứng mong đợi của những người có liên quan. Chỉ như thế thì sau này TTCK mới hoạt động được vì nó cũng phải dựa trên nền tảng pháp lý của những cái có trước. TTCK phức tạp hơn thị trường tiền tệ vì chúng khoán tượng trưng cho lời hứa, giá trị của nó vô hình tùy người cầm tin vào nó nhiều hay ít. Nó không phải là tiền mặt hay hàng hóa mà là một tờ giấy của niềm tin được mua đi bán lại. Nếu ở thị trường tiền tệ, sự trao đổi giữa công chúng và các công ty phải là một quan hệ dựa trên luật về vay nợ và bảo đảm trả nợ ; hoặc việc phát hành cổ phần và những quyền lợi khi sở hữu cổ phần là do luật công ty quy định thì TTCK cũng đòi hỏi y như vậy, ngoài những luật của chính nó và cho nó.

Nói chung, TTCK và thị trường tiền tệ chỉ là trung gian. Muốn làm trung gian, chúng phải ổn định và phục vụ có hiệu quả. Để có được những tính chất này chúng phải nhờ đến chính quyền. Chẳng hạn, để cho nhà đầu tư đưa tiền cho ngân hàng rồi ngân hàng cho doanh nghiệp vay, thì vòng giao dịch này phải làm lợi cho cả ba người. Cái lợi đó chỉ có khi giá cả trao đổi có tính cạnh tranh, các giá sàn sàn với nhau, để mọi bên phải luôn luôn phấn đấu rồi cùng hưởng cái tốt nhất. Không ai có đặc quyền để có thể đưa một giá nào đó lên quá cao hay hạ quá thấp ; vì như thế là làm mất tính cạnh tranh của giá cả, đưa đến độc quyền ; mà độc quyền là cho một người nào đó có quyền được quyền lười biếng, khiến cho những người khác phải chầu chực họ và làm cho sự trao đổi bị tắc nghẽn. Ngoài ra, khi có nhiều người tham dự thì phí tổn giao dịch phải thấp, nếu không thì sẽ rất tốn kém cho mọi người. Muốn thế, các đơn vị nằm trong hệ thống tài chính phải được khuyến khích kết hợp hay hội nhập về công việc lại với nhau. Bằng luật pháp, thuế khóa, và sự cưỡng chế thi hành, chính quyền sẽ tạo nên những điều kiện để cho các yêu cầu kia được đáp ứng.

Nền tài chính dao động sẽ nguy hiểm cho xã hội. Để nó khó xảy ra chính phủ phải có luật lệ ngăn ngừa. Chẳng hạn để ngân hàng không mất khả năng thanh toán, luật không cho phép ngân hàng liêu lĩnh chấp nhận rủi ro không được cho một khách hàng vay quá 10% vốn tự có và quỹ dự trữ hay chính quyền lập ra quỹ bình ổn giá, một tổ chức bảo đảm tiền ký thác...

Cuối cùng, chính quyền cũng phải bảo vệ người tiêu thụ. Trong buôn bán, giá cả cao hay thấp tùy thuộc vào chuyện hai bên biết về nhau nhiều hay ít. Nếu chỉ một bên có thông tin thì bên kia sẽ bị ép, và có thể bị lừa.



Chính phủ phải, thí dụ, ra những quy định buộc bên có ưu thế trưng ra mọi thông tin. Đó là tại sao có thủ tục đăng ký và niêm yết chứng khoán trước khi chúng được phép bán.

### Sự chọn lựa của người đầu tư và doanh nghiệp

Công chúng vòng 4 và doanh nghiệp vòng 1, vì lợi ích của chính mình, phải trao đổi với nhau. Đầu tiên, việc trao đổi được thực hiện qua vòng 2 thị trường tiền tệ. Tuy vậy, đối với doanh nhân, thị trường này có những giới hạn. Bởi thế khi lợi tức chung của công chúng lên cao, có những tổ chức nằm trong vòng 2 tách ra thành vòng 3. Vòng 3 có khả năng nhận vốn tự nguyện từ vòng 4 rồi giao dài hạn cho vòng 1. Khi điều này xảy ra, thì vòng 4 và 1 trao đổi với nhau qua vòng 3 và tạo nên TTCK. Dù có như vậy thì vòng 2 vẫn còn quan trọng vì nó vẫn là chỗ sẽ nhận tiền ký thác của vòng 4, đem cho vòng 1 vay ngắn hạn ; và nó giúp cho việc thanh toán tiền bạc giữa ba vòng kia được nhanh chóng.

Chúng ta có thể hình dung những điều trên rõ hơn qua hình sau :

Để hình dung sự trao đổi của công chúng với các doanh nghiệp qua hai người trung gian là vòng 2 và 3 theo một cách khác, ta có thể lấy mặt tròn của một đồng hồ làm ví dụ. Số 12 trên mặt đồng hồ là công chúng. Số 6, là các doanh nghiệp. Số 3, là thị trường tiền tệ. Số 9, là TTCK. Thị trường tiền tệ xuất hiện khi số 12 trao đổi với số 6 qua số 3. TTCK có mặt khi số 12 trao đổi với số 6 qua số 9. Vốn cho đầu tư đi từ số 12 đến số 6 mà đi qua chiếc cầu có trọng tải 3 tấn thì sẽ không nhiều như khi chúng được chở qua bằng cầu 9 tấn. 3 với 9 khác nhau ở thời gian sử dụng vốn và số lượng vốn cung cấp. Trên bình diện vĩ mô, vốn đầu tư không nằm ở số 3 hay 9, hai nơi này chỉ là những chỗ có uy tín, nên được số 12 trao tiền để sinh lời lãi cho họ. Người thực sự làm ra lời lãi, cái máy tạo lợi tức, là công ty, là số 6, tức cái vòng 1. Vậy ta có hình vẽ sau :

Khi chưa có TTCK, một người đầu tư mua cổ phần ở một công ty quen biết và thành cổ đông thì họ là người đầu tư trực tiếp nhưng bằng cổ phần. Nếu không làm như thế, họ có thể bỏ tiền vào một ngân hàng để nơi này cho công ty vay ; họ thành chủ nợ của ngân hàng và là người đầu tư gián tiếp vào công ty. Khi đó TTCK, nếu mua chứng khoán, người đầu tư không hề quen biết công ty, tuy vậy họ cũng là người đầu tư trực tiếp nhưng bằng chứng khoán. Hai người đầu tư trực tiếp khác nhau ở chỗ là người đầu ngồi ở vòng 1, họ mong cổ tức trả ngày càng cao.

Người sau lại ở vòng 4, họ có thể vừa mong cổ tức trả ngày càng cao, qua đó giá của chứng khoán họ nắm trong tay cũng tăng ; như thế là có hai mối lợi. Ngoài ra, nếu sành sỏi trong việc mua bán, họ có thể làm giàu bằng cách mua đi bán lại chứng khoán, mà không mong được trả cổ tức cao.

Bảng so sánh dưới đây cho thấy các sự lợi hại đối với công ty là người vay tiền, với người mua chứng khoán tức là người đầu tư trực tiếp, và người đầu tư gián tiếp tức là người cho công ty vay tiền qua ngân hàng cả hai đều là chủ nợ của công ty khi ba người này trao đổi với nhau qua vòng 2 và vòng 3. Các sự lợi hại này là những thứ công ty phải xem xét khi muốn huy động vốn từ vòng nào.

## **Bài VII: Cốt tủy của thị trường chứng khoán**

### Cơ chế vận hành

Thị trường chứng khoán TTCK làm trung gian giữa công chúng vòng 4 với công ty vòng 1. Hai vòng này lúc lắc trái chiều nhau ; vì công chúng có ít tiền, muốn kiếm lãi cao, lại còn muốn rút vốn ra bất cứ lúc nào ; trong khi ấy công ty muốn vốn vào nhiều mà ở lại lâu. Ở bài đầu chúng ta đã nói đây là hai đòi hỏi cực đoan.

Vai trò của TTCK là hóa giải hai cái cực đoan ấy ; nghĩa là nó làm cho hai vòng kia vẫn gắn với nhau dù lúc lắc trái chiều nhau. Xin quý vị tưởng tượng ra một cái bạc đạn vòng bi. Nó có hai vòng lớn nhỏ phải không ? Nhưng các viên bi ở giữa được thay bằng một lớp keo dày, dẻo giống như kẹo cao su chewing gum đã nhai lâu. Lớp keo đó là TTCK.

Chúng ta sẽ nói về chất keo kia, tức TTCK vận hành thế nào, trong phần hai của loạt bài này. Tuy nhiên cần phải nhấn mạnh rằng, chất keo không thể làm hai vòng kia dính mãi nếu bản thân hai cái vòng không có một cái gì chung làm điểm nối kết. Điểm chung đó là tiền lời hay lãi mà người đầu tư đòi hỏi thì công ty phải đáp ứng cho được qua việc kinh doanh của mình. Tiền cũng giống như nước, nó chảy vào chỗ trống. Công ty phải là chỗ trống thì nước mới chảy vào. Đó là điều kiện tiên quyết cho sự tồn tại của một TTCK.

Về mặt vĩ mô, TTCK không có vốn để cung cấp cho công ty. Nó chỉ hỗ trợ công ty theo tinh thần ãnh hãỵ tự giúp trước, rồi trời sẽ giúp sau. Sau khi người đầu tiên là công ty bảo lãnh phát hành chứng khoán đã trả

hết tiền mua chứng khoán mà công ty bán ra thì TTCK làm xong việc giao vốn dài hạn cho công ty. Nó không làm gì khác cho công ty nữa. Công ty cũng không phải trả lãi, trả vốn cho TTCK, như phải làm với ngân hàng. Việc đăng ký và niêm yết chứng khoán công ty làm với cơ quan chính quyền quản lý sự giao dịch chứng khoán và với Sở Giao dịch chứng khoán là nơi quản lý cái chợ, chứ không phải với TTCK. Vì vậy, công ty phải tự làm ăn mà trả lời, trả lãi cho những người đã hay sẽ mua chứng khoán của họ. Trong số công việc của mình, TTCK phục vụ công ty khoảng 10%, còn phục vụ những người mua chứng khoán đến 90%. Việc phục vụ sau gồm hai công tác chính : 1 làm sao cho họ có thể kiếm lời từ việc mua bán chứng khoán trên thị trường ; và 2 cho họ rút tiền ra lúc nào cũng được. Cách duy nhất mà TTCK làm để thực hiện tốt hai công tác kia, là làm sao cho có thật nhiều người tham gia vào nó, càng đông càng tốt. Đông người mua ắt sẽ bán dễ, vậy là có sự mua bán để kiếm lời. Nhiều người mới sẵn sàng vào thì người cũ bán chứng khoán cho họ, như vậy là rút ra lúc nào cũng được. TTCK cũng không bảo đảm cho người đầu tư là cứ mua bán chứng khoán sẽ có lời, hay cho vay ở TTCK là có lãi cao. Những thứ này tùy thuộc vào các công ty đã bán chứng khoán và hoạt động của họ, và tùy cách người đầu tư đã đặt mua bán như thế nào.

Cách làm của TTCK là sử dụng một số công nghệ để : 1 giá mua bán sẽ là một giá công bằng fair, một bên không thể bắt chẹt bên kia vì nắm nhiều thông tin hơn ; 2 có sẵn thanh khoản, tức là lúc nào cũng có tiền mặt để thanh toán hay là người bán hay mua chứng khoán dù nhiều hay ít thì cũng không bị dìm giá hay tăng giá vì không có sẵn tiền mặt ; 3 chi phí cho việc mua bán thấp ; 4 việc thanh toán tiền nong giữa một số rất đông người diễn ra nhanh chóng và thuận tiện và 5 mọi giao dịch diễn ra trong sự thanh liêm và trong sáng. Bốn yếu tố đầu có tính thương mại hay vật chất, còn yếu tố cuối là tinh thần ; và tất cả đều nhằm phục vụ người đầu tư.

### Tư cách của người mua bán chứng khoán

Khi phát hành chứng khoán, công ty sẽ ấn định một giá bán ban đầu được ghi trên chứng khoán, gọi là mệnh giá. Mệnh giá sẽ lên hay xuống để thành giá thực tế lúc mua hay bán gọi là thực giá. Thực giá thay đổi tùy theo người muốn mua hay bán chứng khoán thấy công ty trả cổ tức hay tiền lãi ra sao năm trước trả bao nhiêu, năm nay có thể sẽ trả bao nhiêu và tùy vào sự đánh giá của họ về triển vọng kinh doanh của công ty sản phẩm sẽ bán chạy không. Hai yếu tố này tỷ lệ thuận với nhau nhưng lại

tạo ra hai loại người mua bán khác nhau. Người nào mua hay bán chứng khoán mà dựa trên triển vọng kinh doanh tương lai của công ty thì người đó mong kiếm lời từ chính việc mua bán ; và họ là người đầu cơ speculator hay người kinh doanh chứng khoán. Người đầu cơ ở TTCK khác hẳn người đầu cơ ở thị trường hàng hóa, họ cần thiết cho TTCK, chúng ta sẽ xem về họ ở bài 18. Còn người nào chỉ mua chứng khoán để mong hưởng cổ tức hay tiền lãi đều đặn, thì người đó là người đầu tư bảo thủ hay người nuôi chứng khoán.

Dù là người đầu cơ hay người bảo thủ thì cả hai đều là người đầu tư. Nếu người bảo thủ không bán chứng khoán đi thì họ ngồi ở vòng 1, còn người đầu cơ thì luôn luôn ở vòng 4. Vị trí của họ có thể thay đổi từ vòng nọ sang vòng kia, tùy theo cách họ ra lệnh cho công ty môi giới mua bán chứng khoán của một công ty như thế nào.

## **Bài VIII: Lai lịch của TTCK New York**

Thị trường chứng khoán TTCK là cách nói văn vẻ cho một cái chợ. Nó là gì ta đã biết. Trong phần hai này, chúng ta xem nó vận hành thế nào. Phần hai:

Khi nói đến TTCK New York, người ta thường hình dung trụ sở của New York Stock Exchange NYSE - Sở Giao dịch chứng khoán New York. Ở đó có ba khu mua bán chứng khoán, gọi là các sàn giao dịch mà cái sàn lớn nhất du khách thường được dẫn đến xem là một khu gần như vuông khoảng 40 m mỗi chiều và cao khoảng 25 m, trong đó có 14 quầy hình móng ngựa trading posts bán các loại chứng khoán khác nhau tùy theo công ty và loại hàng. NYSE là một trong những nơi mua bán chứng khoán nhiều nhất thế giới.

Năm 1900, khi trụ sở hiện thời được xây xong, thì ở vĩ ruồi nằm trên sáu cột trụ kiểu Côrin Corinthian mặt trước trụ sở phần tam giác giống đầu hồi căn nhà, người ta đắp một bức phù điêu trong đó có các mô hình tượng trưng cho nông nghiệp, hầm mỏ, khoa học, công nghiệp và phát minh là những nguồn gốc tạo nên sự giàu có của nước Mỹ. Điều đáng chú ý là tượng cao nhất đứng ở giữa bức phù điêu là tượng của một người đàn bà tượng trưng cho sự liêm chính, bên cạnh bà là hai người đàn ông nhỏ hơn, một người nhận và một người ghi sổ các sản phẩm được người khác đưa cho bà ta. Sự liêm chính là luật pháp chi phối các quy định của TTCK New York làm cho những điều tốt đẹp sẽ đến với thị trường này.

Đó là quan niệm của những người chủ xưởng bức phù điêu. TTCK và Sở Giao dịch New York có một lịch sử dài trải qua những thời kỳ chính như sau.

### Thuở ban đầu 1790-1792

Từ năm 1790, chính quyền Liên bang Mỹ đã phát hành trái phiếu chính phủ công trái - public stock lên đến 80 triệu USD để tài trợ cho các dự án của nhà nước. Công trái khi bán cho những người mua đầu tiên tạo nên thị trường sơ cấp primary market ; lúc những người này bán lại cho nhiều người khác thì sự mua bán ấy tạo nên thị trường thứ cấp secondary market. Cùng lúc với chính phủ bán công trái, các công ty bảo hiểm và ngân hàng cũng bán cổ phiếu. Việc buôn bán diễn ra ở nhiều nơi nhưng ở New York là nhộn nhịp nhất. Vì bên bán không ra mặt nên việc bán cho công chúng do các người môi giới broker thực hiện. Từ broker được dùng từ khoảng năm 1622, lúc đầu nó chỉ những người bán rượu nho lẻ, người phải phá break cái đai thùng gỗ để chiết rượu.

### Đi vào tổ chức 1792-1817

Khi công trái được mua bán trên đường phố thì có nhiều người, nhiều giới tham gia nhưng mỗi giới làm một cách khác nhau theo sáng kiến của họ nên rất lộn xộn. Vì thế, ngày 17-5-1792, 24 người môi giới mua bán nhiều nhất ở New York cùng nhau ký một hợp đồng cam kết ngăn chặn sự độc quyền mua bán công trái của những người bán đấu giá. Họ đồng ý không tranh nhau để đấu giá, lấy hoa hồng ít khi mua bán, và tôn trọng quyền lợi của nhau.

Sau khi người Anh thua trong cuộc chiến duy trì thuộc địa, New York trở thành trung tâm thương mại và cảng quốc tế. Nhiều ngân hàng và công ty bảo hiểm được lập ở đó nên TTCK ngày càng nhộn nhịp. Nhiều loại chứng khoán được hai, ba tổ chức khác nhau bán. Đến ngày 8-3-1817 các người môi giới họp nhau lại, định ra kỳ hạn gặp nhau và lập nên Sở Chứng khoán và Giao dịch New York New York Stock & Exchange Board - NYS&EB, đặt ở 40 phố Wall Street và hoạt động theo những tập tục như ở Paris, London và Amsterdam. NYS&EB là một hội tư nhân, cung cấp các phương tiện và đặt ra nội quy cho việc mua bán chứng khoán. Hội đề ra những quy định chi tiết về việc mua bán, mức hoa hồng và sự cam kết giao hàng. Hội cấm ký kết các hợp đồng ma để không làm thương tổn sự liên chính của mình và của thị trường. Muốn thành hội viên, ứng viên

phải được hội viên cũ giới thiệu và phải qua bỏ phiếu chấp nhận. Để giữ gìn uy tín, hoạt động của hội viên, từ lời nói đến trang phục đều được quy định chặt chẽ và có hình phạt.

### Phát triển hoạt động 1817-1884

Sau cuộc nội chiến, cuộc chiến tranh với Mexico, việc tìm thấy vàng ở California và phát minh ra điện tín trong những năm từ 1842-1853 ; hoạt động thương mại ở New York ngày càng phát triển. TTCK cũng mở rộng theo. NYS&EB chính thức hóa việc niêm yết listing chứng khoán như là một thủ tục để các công ty chứng tỏ cổ phiếu của họ có đủ điều kiện mua bán. Trước khi có những thủ tục này, những công ty nào có số chuyển nhượng chứng khoán để ở New York thì chứng khoán của họ có thể được hội viên của NYS&EB đặt mua hay bán tùy theo ý thích của những người này. Thư ký giữ sổ sẽ ghi việc chuyển nhượng của người cũ và viết cổ phiếu cho người mới. Năm 1853, NYS&EB buộc các công ty muốn cho cổ phiếu được niêm yết phải công bố số vốn, số cổ phiếu và ngân quỹ đã được xác nhận.

Nước Mỹ tiếp tục phát triển, đường xe lửa được nối từ đông sang tây, TTCK New York là nơi làm trung gian cung cấp tài chính cho những công trình ấy, và bản thân nó cũng mở rộng theo. Số hội viên từ 533 tăng lên 1.060 vào năm 1868. Ít lâu sau, NYS&EB nhập chung với một tổ chức khác chuyên bán công trái, nó đổi tên thành New York Stock Exchange NYSE, là cái tên tồn tại cho đến ngày nay. Việc điều hành NYSE do một Ủy ban phụ trách. Nhiều tập tục, tiếng lóng sử dụng giữa các hội viên ở sàn bán chứng khoán được lập và trở thành truyền thống. Thí dụ, đơn vị lẻ của một đô-la được chia làm tám khắc hay phân, thay vì 10 đơn vị, mỗi khắc là 0,125 thay vì 0,100 ; cách phân chia này là do tập tục trong việc chia cắt bạc mà ra. Trong tiếng Anh người ta viết là  $1/8$  ; thí dụ  $301/8$ , tức là 30,125 ở đây, để cho gọn, chúng ta dùng hai số lẻ cho nên số trên là 30,12. Hay từ "bull" để chỉ giá cả lên, từ "bear" chỉ giá cả xuống. Văn phòng của các người môi giới tuy mở rộng cho công chúng, nhưng họ chỉ nhận lệnh đặt mua bán chứng khoán của những ai quen thuộc, hay được giới thiệu cẩn thận ; và được biết chắc về tài khoản ở ngân hàng cùng tinh thần trách nhiệm đối với tiền bạc của những người này. Vào thời đó chính uy tín của người mua bán quyết định việc họ được tham gia TTCK hay không. Mãi sau này, sau khi dân chúng có trình độ học vấn cao, lợi tức nhiều và biết nhiều hơn về chứng khoán, việc mua bán chứng khoán mới trở nên rộng rãi.

## Phát triển luật lệ 1844-1934

NYSE càng có nhiều người tham dự hơn khi điện tín do Morse phát minh được đưa vào sàn giao dịch năm 1844, liên lạc liên lục địa được nối năm 1866, điện thoại được đặt năm 1878 và bảng báo giá cả chứng khoán stock ticker được phát minh vào năm 1867.

Dù vậy, cho đến năm 1890, hoạt động của thị trường vẫn chỉ do một nhóm nhỏ tài phiệt chi phối. Họ làm mưa làm gió trên thị trường. Luật công ty lúc đó chưa chặt chẽ lắm nên đã xảy ra những chuyện lừa đảo, như tài sản công ty chẳng có bao nhiêu mà bán cổ phiếu với giá cao. Vào năm 1867, có vài tay nổi tiếng như James Fisk Jr., Jay Gould đã làm việc này. Để ngăn chặn, NYSE buộc các chứng khoán đã được niêm yết phải được đăng ký ở một cơ quan như ngân hàng. Trách nhiệm của người đăng ký là bảo đảm chứng khoán đã chuyển nhượng được ghi vào sổ, và số chứng khoán giao cho người mua phải ngang với số bị hủy vì đã bán; và số chứng khoán lần đầu phải nằm trong phạm vi số vốn công ty được phép gọi authorized capital. Ngoài ra, đơn xin niêm yết cũng được một ban riêng kiểm tra chặt chẽ trước khi Ủy ban điều hành chấp nhận.

### Hoàn chỉnh từ 1934 trở đi

Với những quy định nội bộ như thế nhằm bảo đảm uy tín của mình, NYSE đã trải qua những giai đoạn thăng trầm của chủ nghĩa tư bản nói chung và của nước Mỹ nói riêng vào cuối thế kỷ 19 sang đầu thế kỷ 20, rồi thế chiến thứ nhất, cuộc khủng hoảng kinh tế từ năm 1929-1933 và thế chiến thứ hai. Từ từ, hoạt động của NYSE được chính quyền hỗ trợ và được củng cố. Hệ thống ngân hàng dự trữ liên bang được lập năm 1914, rồi Ủy ban Giao dịch chứng khoán ra đời năm 1934 phụ trách đăng ký chứng khoán. Đồng thời NYSE từ một "hội tư nhân mang trên mình quá nhiều lợi ích chung" trở thành một tổ chức hoạt động quy củ có chủ tịch hưởng lương, một hội đồng điều hành bao gồm nhiều đại diện những người môi giới, và một bộ phận nhân viên hành chính hưởng lương quản lý hoạt động của sàn giao dịch như thấy ngày nay.

Vậy, chúng ta phân biệt ở đây hai tổ chức nhưng có ba cấp bậc khác nhau. Một là Securities and Exchange Commission SEC, gọi là Ủy ban Giao dịch chứng khoán là một cơ quan chính phủ quản lý việc phát hành, mua bán chứng khoán. Thứ hai, New York Stock Exchange NYSE gọi là Sở Giao dịch chứng khoán, là một hội tư nhân mà vai trò của nó đã nêu ở

trên. Thứ ba, NYSE quản lý một sàn giao dịch trading floor, và đó chính là cái chợ. Dự thảo pháp lệnh về chứng khoán của ta cũng dự trù hai tổ chức : Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Sở Giao dịch chứng khoán.

## **Bài IX: Nguyên tắc tổ chức và điều hành thị trường chứng khoán**

Một cái chợ có tổ chức

Như đã đề cập trong các bài trước, thị trường là một "cái chợ". Ở mức phát triển thấp, chợ là một nơi tập trung hàng hóa các loại, và kẻ bán người mua gặp nhau. Ở mức phát triển cao hơn, như các siêu thị "mart", chợ không có người bán. Ở mức cao hơn nữa chợ là nơi diễn ra sự trao đổi. Ở đó người mua hay bán không xuất hiện mà giao dịch với nhau qua những người môi giới. Chợ bán chứng khoán thuộc loại này. Nơi đây, hàng là các chứng khoán được trao

đổi ; nhưng chúng thực sự lại chỉ là những con số đi kèm với tên công ty. Điều này giúp người mua kẻ bán, vào bất cứ lúc nào, cũng có thể thay đổi vị trí, khi mua chứng khoán, khi bán nó đi. Và người này là những nhà đầu tư hay công chúng như ta đã biết. Người đầu tư mua và bán hàng, nhưng hàng của họ là hàng mua lại. Người bán thực sự là các công ty cổ phần. Nhưng những công ty này chẳng còn dính dáng gì vào việc buôn bán. Chợ bán chứng khoán có rất đông người mua, kẻ bán, bởi thế, nó được tổ chức rất quy củ và được gọi là "một cái chợ có tổ chức cao" highly organized market.

Các loại chợ

Bình thường, ở chợ hàng hóa, ta có chợ đầu mối và chợ bán lẻ là những chợ phân loại theo số lượng hàng bán bán buôn, bán lẻ ; có chợ trong nhà lồng, chợ bên ngoài nhà lồng là những chợ phân chia theo phẩm chất hàng

bán ; rồi có chợ bán lương thực, chợ bán cây cảnh là những chợ phân theo mặt hàng. TTCK cũng có những loại chợ giống như thế chỉ khác là nó có tổ chức cao.

Chợ bán theo số lượng hàng bán

Chứng khoán thoạt đầu do công ty đưa ra ; khi đã đăng ký với Ủy ban giao dịch chứng khoán thì họ được phép bán. Công ty sẽ bán cho một nơi mua sỉ để cho tiện khi đưa bán cũng như lúc lấy tiền về. Công ty "mua sỉ" là



công ty bảo lãnh phát hành chứng khoán. Sự mua bán giữa hai nơi này tạo nên thị trường sơ cấp, giống như chợ đầu mối.

Khi công ty "mua sỉ" đem bán lẻ chứng khoán cho công chúng, thì hai người này tạo ra một thị trường thứ hai, gọi là thị trường thứ cấp, giống như chợ bán lẻ.

Hai thị trường này ăn thông với nhau mới tạo nên TTCK. Nếu chỉ có chợ sơ cấp không thôi, như ở ta hiện nay, thì chưa có TTCK.

### Chợ bán theo phẩm chất hàng hóa

Công ty bán chứng khoán có cái to, cái nhỏ ; cho nên chứng khoán của họ cũng được phân loại theo sức mạnh của công ty. Chứng khoán của các công ty lớn, hội đủ một số điều kiện nào đó, sẽ được bán ở một khu vực rộng rãi, phố xá đông người, gọi là các sàn giao dịch, như mô tả ở bài 8. Dự thảo Pháp lệnh chứng khoán của ta gọi là "thị trường giao dịch tập trung" ; cho ngắn gọn và tùy mạch văn, chúng ta sẽ dịch là chợ bán trên sàn hay sàn giao dịch. Các từ này đều chỉ chung một chỗ là "trading floor".

Chứng khoán của các công ty không hội đủ những điều kiện đòi hỏi kia sẽ được bán ở một nơi khác gọi là bán "qua các quầy" over-the-counter trading - OTC ; có thể tên chính thức của nó ở ta sẽ là "thị trường giao dịch không tập trung", ở đây chúng ta dịch là "chợ bán trên bàn" hay "bàn giao dịch" ta không gọi là quầy để không bị lẫn với quầy ở chợ trên sàn. Chợ trên bàn, không có người qua kẻ lại, mà chỉ là các văn phòng của các người môi giới đặt tại nhiều nơi trong nước. Họ cũng như khách hàng giao dịch với nhau qua điện thoại.

### Phân loại theo tính chất món hàng

Huy động vốn thì không chỉ công ty mới làm, mà cả chính quyền các cấp cũng làm nữa. So với công ty, khả năng trả nợ của chính quyền chắc chắn hơn, do đó các ràng buộc về trả nợ dành cho công ty không được áp dụng cho chính quyền. Vì thế, công trái của chính quyền được bán ở một chợ khác, thường là các ngân hàng thương mại. Sự việc này tạo ra một chợ riêng bán công trái do chính quyền phát hành.

Sự phân loại các chợ như ở trên cốt cho dễ hiểu. Trên thực tế, các loại chợ kia hoạt động đan xen với nhau tạo nên một TTCK. Vì cốt tủy của một cái chợ là sự trao đổi, nên ở đâu có trao đổi là có chợ mà không nhất

thiết phải có một địa điểm chung cho kẻ mua người bán ; bởi thế "cái bàn" cũng là một "cái chợ".

### Nguyên tắc hoạt động của chợ

Thị trường sơ cấp phải giải quyết tất cả các vấn đề của việc vay nợ và hùn vốn ; là những thứ luôn luôn có rủi ro. Muốn tránh rủi ro, người ta phải thu thập tin tức, ký hợp đồng với các con nợ, và kiểm soát sự thực hiện hợp đồng đó. Việc này sẽ do một công ty hay người bảo lãnh phát hành chứng khoán underwriter làm. Họ sẽ thảo luận với các công ty muốn bán chứng khoán về các điều kiện của hợp đồng. Khi hợp đồng được thực hiện thì các công ty được ủy nhiệm trustee kiểm soát việc con nợ thực hiện hợp đồng.

Chợ thứ cấp bán chứng khoán là nơi công ty bảo lãnh phát hành bán lại chứng khoán cho công chúng. Chợ này - như đã biết - do các người môi giới lập. Về những người này chúng ta sẽ đề cập ở bài XIII.

Chợ thứ cấp phải thực hiện ba chức năng. Một là, khai mở, hay xác định một giá công bằng fair cho việc mua hay bán chứng khoán. Hai là, giúp cho việc mua bán theo các giá kia được diễn ra nhanh chóng dễ dàng ; tức là tạo ra thanh khoản. Ba là, giúp cho việc giao dịch ít tổn kém.

### Xác định một giá công bằng

Chứng khoán tiêu biểu cho lời hứa của công ty phát hành là họ sẽ trả lại số tiền đã nhận cùng với lời lãi sau này. Giá trị của lời hứa đó tùy thuộc vào sự mong đợi của người đã bỏ tiền ra và vào sự đánh giá các rủi ro liên quan đến sự trả nợ. Hai cái này lại bị chi phối bởi các thông tin có sẵn ở những chỗ nhất định báo chí, cơ sở, nơi mua bán và bởi kết luận mà người bỏ tiền rút ra từ các thông tin ấy. Cùng một thông tin, nhưng những người khác nhau sẽ có những kết luận cho mình khác nhau.

Một giá cả công bằng cho chứng khoán là một phí tổn thấp nhất mà những người hiểu biết thông tin sẵn sàng trả khi mua bán chứng khoán. Một phí tổn thấp nhất cho người bán là số tiền cao nhất họ đòi được. Còn phí tổn thấp nhất cho người mua lại là số tiền nhỏ nhất mà họ sẽ phải trả.

Khai mở cái giá kia là một diễn trình làm giá hay tạo giá. Ở mỗi loại thị trường diễn trình đó khác nhau.

## Tạo ra hay có sẵn thanh khoản

Từ "thanh khoản" nghe khó hiểu. Ở đây, cho dễ nhớ, có thể nói một thị trường có khả năng tạo thanh khoản là nơi mà ở đó bất cứ ai cũng có thể mua bán nhanh chóng mà không bị thua thiệt. Thí dụ, khi bạn muốn bán chứng khoán của một công ty, ở một nơi nào, vào bất cứ lúc nào, theo cái giá công bằng, mà nơi đó có thể mua rồi trả tiền cho bạn ngay thì đó là một thị trường có thanh khoản cao. Nếu phải lâu bạn mới bán được hay phải "lót tay" mới bán được thì nơi đó không có thanh khoản hay thanh khoản thấp.

Để có thanh khoản, TTCK sẽ áp dụng công nghệ bù qua sót lại thanh toán bù trừ. Số tiền nhận từ người mua sẽ được lấy ra trả cho người bán. Nếu số người bán cao hơn số người mua khiến có sự mất thăng bằng về thanh khoản, thì TTCK cũng phải có khả năng giống như ngân hàng để bù đắp sự chênh lệch kia. Các công nghệ của ngân hàng, mà chúng ta đã biết qua bài V, cũng được dùng trong TTCK.

## Giảm chi phí giao dịch

Cốt lõi của TTCK là sự trao đổi. Muốn trao đổi phải có sự đồng ý về điều kiện mua bán. Về sự thực hiện cái đã đồng ý tức là sự thực hiện và rồi thanh toán. Khi làm hai việc sau thì cũng có tổn kém và rủi ro thí dụ, người bán nhận bán nhưng không giao hàng khiến người mua phải đi tìm hàng thay thế ; người mua không trả tiền làm người bán kẹt vốn.... Chi phí thực hiện phải thấp thì buôn bán mới dễ dàng ; nhờ đó TTCK mới thực hiện được các chức năng của nó. Muốn thế, thị trường phải có tổ chức nghĩa là có bốn đặc tính sau :

### Hạn chế gia nhập và có nội quy hoạt động

Người mua bán chứng khoán có thể lên đến hàng trăm hàng ngàn mỗi ngày. Một số đông như thế giao dịch với nhau thì phải biết nhau và phải tin rằng những người mà họ giao dịch là những người đáng tin cậy. Nếu không, thì ai cũng sẽ bị "sưu tra lý lịch" trước khi tham gia. Nếu việc đó xảy ra, ta sẽ thấy ngay là không có mua bán nữa.

Một cách để tránh tình trạng này là chọn lọc để giới hạn sự gia nhập. Trong TTCK, chỉ có những người được phép mới được vào chợ trên sàn. Đó là những người môi giới. Tất cả những người khác chỉ có thể mua bán với nhau qua những người này. Để trở thành người môi giới, đương sự

phải hội đủ một số điều kiện về vốn liếng, tiêu chuẩn kế toán chuyên môn và đạo đức. Và để cho chặt chẽ hơn, các hội viên phải đặt ra nội quy hành nghề ; để những ai vi phạm sẽ bị phạt tiền hay bị sa thải.

Nhờ những biện pháp trên, nên khi người đầu tư ra lệnh mua bán, họ mới dám tin tưởng người mình giao dịch và điều này làm cho chi phí giảm nhiều. Niềm tin làm giảm bớt giấy tờ và tổn kém.

### Tiêu chuẩn hóa

Việc giao dịch ở chợ phải được tiêu chuẩn hóa và đơn giản hóa. Thí dụ, các chứng khoán được xếp theo từng lổ 100 hay 1.000 cổ phần ; rồi có những thủ tục thống nhất về chuyển giao hàng và thanh toán tiền.

Sự tiêu chuẩn hóa làm cho việc mua bán được đơn giản. Người mua và bán chỉ cần đồng ý với nhau về giá hàng và số lượng ; tất cả các vấn đề khác của việc mua bán thì hai bên đã biết, không cần phải bàn bạc nữa. Tiêu chuẩn hóa còn làm giảm các trường hợp hai bên hiểu khác nhau về tính chất của sự giao dịch.

### Giải quyết tranh chấp

Dù đã tạo ra những tập tục trên thì tranh chấp cũng vẫn xảy ra. Giải quyết chuyện đó sẽ mất thời giờ và tiền bạc. Chợ có tổ chức sẽ giảm chi phí kia bằng cách đề ra một khuôn khổ cho việc giải quyết tranh chấp. Giải quyết riêng tư với nhau sẽ rẻ hơn nhiều so với việc đưa nhau ra tòa.

### Bảo đảm thi hành

Giao dịch cách nào thì cũng có những rắc rối không lường trước được ; đó là rủi ro, và chúng rất khác nhau. Mua bán thì bao giờ cũng có hai người, nếu chỉ đưa ra các biện pháp để bảo vệ một người thì việc mua bán trở nên tổn kém vì người kia cũng phải tìm cách chống đỡ. Để giảm bớt chi phí đó, thị trường có tổ chức sẽ bảo đảm rằng các sự giao dịch đã được đồng ý thì cũng sẽ được thực hiện. Làm được như thế thì khi hai bên mua bán đã đồng ý về một vụ việc rồi thì cả hai đều biết chắc việc ấy sẽ được thực hiện.

Đó là những nguyên tắc chung mà các thị trường có tổ chức áp dụng. Thực hiện chúng cách nào thì mỗi thị trường sẽ làm khác nhau.

## **Bài X: Luật pháp điều chỉnh thị trường chứng khoán**

### Quy định của luật pháp

Chứng khoán khác với phần lớn các hàng hóa khác mà công chúng mua bán. Tự thân nó, chứng khoán không có giá trị ; nó tiêu biểu cho một "quyền lợi nằm trong một cái khác". Giá trị của trái phiếu tùy thuộc vào điều kiện về tiền bạc của con nợ mà họ đã hứa khi đưa ra bán. Giá trị của cổ phiếu tùy thuộc vào khả năng sinh lời hay triển vọng của công ty đã phát hành nó ; giá thị trường của nó tùy thuộc vào việc có bao nhiêu người khác sẵn sàng trả tiền để mua nó dựa trên sự đánh giá các triển vọng ấy. Bản thân chứng khoán không có giá trị như tiền hay vàng bạc ; niềm tin - một thứ vô hình - người ta đặt vào đó làm nó có giá trị.

Để duy trì niềm tin kia, chứng khoán đòi hỏi phải có những luật lệ riêng để điều chỉnh hay chi phối việc mua bán chúng, và luật lệ này khác với các luật lệ về mua bán các hàng hóa thông thường. Hàng hóa, phần lớn, được làm ra, phân phối, sử dụng hay tiêu dùng. Luật lệ đặt cho chúng nhằm bảo vệ người tiêu dùng cuối cùng chống lại các món hàng nguy hiểm, quảng cáo sai lệch, giá cả có tính bóc lột... Luật lệ cho chứng khoán thì khác hẳn.

### Các vấn đề mà luật điều chỉnh

Thứ nhất, chứng khoán được in ra và có ký tên, nó được tạo ra, chúng không hề đi qua một quá trình sản xuất nào ; lại có thể được phát hành tràn lan, và hầu như không có giá cả, vì chẳng có gì bên trong. Nó chỉ tượng trưng cho một quyền lợi nằm trong một cái khác. Mỗi quan tâm lớn lao của luật lệ về chứng khoán là phải bảo đảm rằng khi chứng khoán được đem ra mời mọc công chúng mua, thì những người này có được một sự hiểu biết đúng về "cái gì khác" đó là gì, và quyền lợi mà nó đem lại qua tờ chứng khoán là bao nhiêu. Vì vậy có luật lệ về đăng ký phát hành với Ủy ban giao dịch chứng khoán và về niêm yết với sở giao dịch chứng khoán.

Thứ hai, người mua không thể đem chứng khoán ra đổi lấy củ kiệu, tôm khô về lai rai. Chúng là một loại vật có giá được trao đổi ở thị trường thứ cấp theo những giá đổi thay. Những vụ mua bán trong thị trường thứ cấp vượt xa về số lần và lượng so với khi đưa ra bán trên thị trường sơ cấp. Mỗi quan tâm thứ hai của luật lệ, do đó là, bảo đảm có một nguồn thông tin liên tục về công ty đã phát hành chứng khoán, bằng cách buộc công ty

phải báo cáo bổ túc, cứ ba tháng một lần thông báo cho những người nắm chứng khoán của công ty, mỗi khi những người này được yêu cầu đến bầu bán, hay phải quyết định về số chứng khoán nắm trong tay như khi công ty định phát hành thêm, tách đôi cổ phần stock split...

Thứ ba, vì việc mua bán chứng khoán rất nhạy cảm với các tập tục, cách thức làm ăn có tính lờ mờ, khuynh đảo, nên các luật lệ về chứng khoán đều có các điều khoản trừng phạt sự gian dối, lừa đảo của nơi phát hành. Những điều khoản này được giải thích rất rộng để không chỉ ngăn cản các hành vi lừa đảo mà còn cả những hành vi tạo ra bất công. Thí dụ, người mua bán chứng khoán mà có nắm tin nội bộ insider trading bị phạt vì do ưu thế về thông tin kia họ sẽ mua bán lời lãi nhiều hơn so với người đầu tư bình thường ; hay là một người cố vấn về đầu tư mà mua chứng khoán trước khi cho ý kiến về nó, rồi đem bán đi sau khi giá của nó tăng do tác động của lời khuyên hay ý kiến của mình scalping thì cũng bị phạt ; hoặc là người môi giới khi được khách hàng tin tưởng giao phó việc mua bán chứng khoán mà mua đi bán lại chứng khoán nhiều lần cốt ăn hoa hồng không lưu tâm đến khả năng tài chính và mục đích đầu tư của khách hàng churning thì cũng bị phạt.

Thứ tư, vì có cả một bộ máy lớn để mua và bán chứng khoán cho các người đầu tư do những người môi giới thực hiện, luật lệ chứng khoán phải quy định hoạt động của những người sau để bảo đảm họ sẽ không lợi dụng lợi thế về kinh nghiệm và về cơ hội mua bán hơn hẳn của họ mà ăn thông với nhau qua mặt hay ăn chặn của công chúng vốn không chuyên nghiệp. Có thể kể vài việc như luật buộc môi giới ở chợ bán trên bàn phải có tối thiểu 5.000 USD vốn ròng net capital, tức là vốn đã trừ nợ dù không mua bán chứng khoán nào và phải có 25.000 USD khi giao dịch ; hoặc luật bảo vệ người đầu tư bằng cách lập một công ty bảo hiểm rồi buộc các công ty môi giới phải đóng tiền vào đó hàng năm.

Cuối cùng, luật lệ chứng khoán đưa ra các loại hình phạt mà chính quyền có thể áp dụng cho những ai vi phạm các điều bị cấm, kể cả việc dành cho những ai bị thiệt hại vì những vi phạm kia được đền tiền. Hơn nữa, tòa án còn giải thích để tạo nên các trách nhiệm bồi thường tiền bạc trong những trường hợp mà luật không nêu ra rõ ràng.

## **Bài XI: Hàng bán ở chợ - các loại chứng khoán**

Chứng khoán bán trên chợ sơ cấp hay thứ cấp là cổ phiếu hay trái phiếu các loại mà công ty huy động vốn phát hành sau khi đăng ký với Ủy ban giao dịch chứng khoán. Điều này chúng ta đã biết. Ở đây chúng ta sẽ đi chi tiết hơn về các loại chứng khoán bán trên các chợ mà trước kia chưa được đề cập.

### Cổ phiếu thông thường

Cổ phiếu này cho cổ đông ba quyền quản trị, chia lời, lấy vốn về khi giải thể. Tuy nhiên, tùy theo từng công ty, việc quản trị được thể hiện qua quyền bỏ phiếu hay quyết định có thể khác nhau; thí dụ cổ phần hạng A cho quyền quyết định nhiều vấn đề của công ty hơn là hạng B.

Nhìn từ vị trí của người mua chứng khoán, cổ phiếu thông thường được xếp loại tùy theo tình trạng lớn mạnh của công ty hay sự phản ứng của các sản phẩm của công ty đối với các chu kỳ kinh tế.

Trên cơ sở đó có sự phân loại chứng khoán của các công ty đã lớn mạnh rõ ràng established growth stock; loại còn đang nổi lên emerging growth stock; loại có giá dưới 5 USD một tờ penny stock; và loại chỉ bán cho những người thật giàu, và người này cam kết bằng văn bản là sẽ không bán lại cho ai letter stock.

Chứng khoán phân loại dựa trên sự phản ứng trước chu kỳ kinh tế được chia ra : loại mà công việc kinh doanh không bị ảnh hưởng mạnh dù tình hình kinh tế có thể nào đi nữa defensive stock như chứng khoán của các công ty dược phẩm, điện nước ; loại bị tùy thuộc vào chu kỳ kinh tế chung cyclical stock, như của các công ty xây dựng, hay sản xuất hàng lâu hao mòn. Loại sau sẽ trả cổ tức cao khi nền kinh tế lên, và ngược lại. Vì vậy giá của nó cũng thay đổi tương ứng. Còn một loại nữa là khi nền kinh tế càng xuống thì giá nó càng cao counter cyclical stock như xăng dầu.

Cổ phiếu được phân loại như trên giúp cho nhà đầu tư chọn lựa khi muốn bán, một sự phân loại theo lợi ích của họ.

### Cổ phiếu đặc ưu

Cổ phiếu này có nhiều loại nhưng những loại chính là :

- Loại cho cổ đông được hưởng cổ tức bảo đảm ; nghĩa là nếu năm ngoài không được chia cổ tức thì năm nay sẽ được lấy cả cổ tức của năm ngoài

lãi của năm nay và được lấy trước các cổ đông thường cumulative preferred có thể dịch là cổ phiếu tích lũy. Trong trường hợp này, cổ đông thường còn lại được bao nhiêu tiền thì chia bấy nhiêu. Vì thế cổ phiếu được gọi là đặc ưu hay ưu tiên.

- Loại cho phép điều chỉnh cổ tức, cổ tức nhận được mỗi kỳ thay đổi theo sự thay đổi của một lãi suất nào đó dùng làm tiêu chuẩn adjustable rate preferred gọi là cổ phiếu đặc ưu có lãi điều chỉnh.

- Loại cho điều chỉnh cổ tức theo lãi suất ngắn hạn lĩnh 49 ngày một lần money market preferred, gọi là cổ phiếu đặc ưu tiền tệ.

Loại cho điều chỉnh cổ tức theo lãi suất do công ty phát hành ấn định lấy mỗi 49 ngày auction rate preferred.

- Loại cho chuyển đổi thành cổ phiếu thông thường theo một tỷ lệ nào đó convertible preferred, cổ phiếu đặc ưu khả hoán.

Nhìn chung, càng ngày cổ phiếu đặc ưu càng được dành cho những tính chất gần giống như trái phiếu. Và ở trong mỗi tính chất, nó là một sự phối hợp nhiều tính chất khác nhau cho phù hợp với sự mong muốn của nhà đầu tư.

Ngoài cổ phiếu ra, hàng bán trên thị trường chứng khoán còn có rights, warrants và options mà đã được đề cập trong bài IV.

### Các loại trái phiếu

Như đã biết, trái phiếu là một tờ giấy nợ. Người cầm nó được hưởng đều một số tiền lãi và sau một thời gian nào đó được lấy tiền gốc về. Tiền gốc được trả lại là mệnh giá của trái phiếu. Thường thường trái phiếu hay có một phần gọi là "coupon" tem phiếu giống như một phiếu gắn vào nó. Mỗi lần lấy lãi, người chủ nợ sẽ cắt một miếng. Loại trái phiếu có tem như thế được gọi là trái phiếu có ghi tên chủ nợ bearer bonds, và ngày nay, loại này rất phổ biến.

Trái phiếu ở Mỹ có thể do công ty đưa ra qua các công ty bảo lãnh phát hành, rồi được bán ở chợ trên bàn hay, nếu công ty có đủ điều kiện, ở chợ trên sàn. Cách công ty phát hành trái phiếu chúng ta đã biết qua bài IV. Trái phiếu cũng có thể do chính phủ liên bang hay các tiểu bang phát hành, gọi là công trái. Các nơi này phát hành qua các ngân hàng thương mại. Tin tức



về mua bán trái phiếu ít được đưa lên báo vì nó không bị ảnh hưởng bởi triển vọng và hoạt động kinh doanh của công ty, chủ nhân lấy lãi đều đều, nhưng số lượng trái phiếu tính theo trị giá tiền bạc, chúng cao gấp bao nhiêu lần so với cổ phiếu. Giống như cổ phiếu đặc ưu, trái phiếu ít thay đổi về giá cả, nên nó được xếp vào loại chứng khoán đầu tư investment type securities.

Trái phiếu có những tên khác nhau tùy theo thời hạn trả nợ. Trái phiếu có kỳ hạn một năm gọi là "bills", từ 1-10 năm gọi là "notes", từ 10 năm trở lên gọi là "bonds".

Theo quyền lợi chủ nợ được hưởng, trái phiếu được chia ra nhiều loại. Trái phiếu không có tài sản bảo đảm gọi là "debenture", người chủ nợ tin vào uy tín của con nợ; nếu có tài sản bảo đảm thì gọi là "mortgage-backed bonds". Cùng là trái phiếu cả, nhưng có loại cho chủ nợ này lấy nợ về trước chủ nợ khác; cái nào chỉ cho lấy sau có tên là "subordinated bond" trái phiếu lấy sau. Về hưởng lãi, trái phiếu cho hưởng lãi suất điều chỉnh gọi là "floating-rate bonds" trái phiếu lãi suất thả nổi. Có cái cho chuyển đổi thành cổ phiếu gọi là "convertible bonds" trái phiếu khả hoán. Loại chỉ trả lãi khi món nợ đáo hạn gọi là "zero-coupon-bond" trái phiếu không tem phiếu; khi mua loại này người mua trả tiền thấp hơn nhiều so với giá ghi trên phiếu, đến khi đáo hạn lại được nhận đủ số như ghi trên phiếu, cộng thêm tiền lãi đã tích góp đến khi ấy. Loại trái phiếu này mới ra đời gần đây. Chủ nợ lẫn con nợ đều thích. Chủ nợ có thể mua được nhiều với số tiền hiện có; con nợ không phải lo trả lãi hàng tháng cho đến khi đáo hạn. Ngoài ra còn có loại trái phiếu mà con nợ có quyền trả nợ để lấy về gọi là "callable bonds" trái phiếu chuộc lại được. Với loại này, sau khi bán vài năm công ty vay nợ có thể lấy lại bằng cách trả tiền gốc cho chủ nợ. Công ty sẽ làm như thế khi lãi suất xuống để lấy cái cũ về rồi phát hành cái mới có lãi suất thấp hơn.

## **Bài XII: Đưa hàng lên chợ: đăng ký phát hành chứng khoán**

Thủ tục giấy tờ

Như chúng ta đã biết, muốn bán chứng khoán cho công chúng, công ty phải được phép của Ủy ban Giao dịch chứng khoán UBGDCK. Đại để về mặt giấy tờ công ty phải làm ba loại chính. Thứ nhất, soạn thảo và đồng ý về các văn kiện cơ bản giữa công ty phát hành chứng khoán CTPH với công ty hay người bảo lãnh phát hành chứng khoán CTBL với sự giúp đỡ

của các nhà tư vấn của họ. Các văn kiện này gồm bản thông cáo phát hành prospectus, đơn xin đăng ký, hợp đồng bảo lãnh phát hành underwriting agreement và các văn kiện phụ thêm khác. Hợp đồng bảo lãnh là sự đồng ý cơ bản về việc bán và mua chứng khoán vào một ngày nào đó, sau khi hội đủ một số điều kiện, với một giá nhất định. Nếu có nhiều người cùng bảo lãnh phát hành, họ phải đồng ý với nhau về phần mình phụ trách và số tiền được chia.

Thứ hai, xác minh những gì đã được viết. Việc này bao gồm nói chuyện với các thành viên trong ban giám đốc CTPH, đọc các biên bản họp hành, hợp đồng, giấy phép và các văn kiện khác có liên quan. Phụ trách việc này là luật sư, nhưng họ thường giới hạn trách nhiệm của họ vào việc chỉ ra những sai sót. Trong lúc đó, các kế toán và kiểm toán viên kiểm tra các bản thảo về báo cáo tài chính theo các thể thức và tiêu chuẩn nghề nghiệp.

Cuối cùng, các văn kiện trên phải được nộp để UBGDCK xem xét. CTPH phải trả lời các thắc mắc của Ủy ban và tu chỉnh các văn kiện như được yêu cầu. Thời gian để làm những việc trên phải ba tháng trở lên và phí tổn cũng cao.

Người hay công ty bảo lãnh phát hành

CTPH đi tìm một ngân hàng đầu tư để nơi này làm CTBL, và thảo luận với họ về các điều khoản. Đối với các công ty nhỏ, CTBL sẽ thảo luận; nhưng với các công ty lớn thì các ngân hàng đầu tư tranh nhau bảo lãnh phát hành.

Với các công ty nhỏ, CTBL sẽ bán chứng khoán trên căn bản "cố gắng tối đa" best efforts. Trách nhiệm của CTBL chỉ là cố gắng bán số chứng khoán; rủi ro không bán được vẫn nằm với CTPH, và CTBL hưởng tiền hoa hồng cho những gì bán được. Nếu số người mua chứng khoán không đông, CTPH có quyền rút lại toàn bộ số chứng khoán, nếu họ đã có ra điều kiện "bán cho hết, không thì thôi" all or none. Trong trường hợp này, khi thấy ít người mua, CTBL sẽ thu chứng khoán về, ai đã mua cũng có quyền hoàn lại và đòi CTBL trả tiền.

Ngược lại, với cách bảo lãnh trên là bảo lãnh chắc chắn firm commitment chỉ dành cho các công ty lớn và có uy tín. Khi này, CTBL mua hết số chứng khoán được phát hành sau đó bán đi với giá cao hơn một chút, lấy lời từ chênh lệch giá cả.

## Ý nghĩa của sự đăng ký với UBND

Văn kiện nộp cho UBND buộc phải "nói hết mọi thứ" tell it all về CTPH. Đã muốn bán chứng khoán cho công chúng thì phải nói hết về mình, kể cả những điều như :

- Bán cái gì, số lượng bao nhiêu ?
- Định dùng số tiền thu được để làm gì ?
- Tình trạng hay nghĩa vụ nộp thuế của công ty ra sao ?
- Kế hoạch dự phòng trong trường hợp không đạt được kế hoạch dự trù khi đã huy động được vốn ?
- Công ty hiện có đang bị kiện tụng gì không ?
- Doanh thu và chi phí - lời lỗ.

Theo luật, những gì còn giấu giếm trong những lời công bố trên sẽ bị phạt theo luật hình, tiền phạt về mặt dân sự sẽ còn nặng hơn. Bản công bố phải đợi cho đến khi được UBND chấp nhận mới được phổ biến cho công chúng để họ đặt mua. Trước khi đó, bản ấy phải có ghi bằng chữ đỏ là chưa được UBND chấp nhận.

UBND có thể không "chấp thuận" các điều công bố. Họ có thể hỏi đi hỏi lại hay yêu cầu công ty phát hành làm sáng tỏ. Sau khi tất cả các thông tin phải công bố theo luật định đã được nói hết thì bản công bố mới được Ủy ban chấp nhận. Thời gian xem xét là 20 ngày ; nhưng cứ mỗi lần bị hỏi thêm thì thời gian kia lại được tính lại từ đầu. Khi chấp nhận, Ủy ban chỉ xác định rằng các điều công bố phù hợp với các đòi hỏi của luật pháp. Ủy ban không xác nhận là CTPH được quản lý tốt, triển vọng thành công cao, hay chứng khoán sẽ lên giá. Các điều này để dành cho người mua chứng khoán quyết định. Nếu Ủy ban từ chối thì có nghĩa là thông tin công bố chưa phù hợp với yêu cầu của luật pháp.

Các dàn xếp trong khi chờ đợi quyết định của UBND

Trong thời gian đang xem xét, CTBL sẽ làm một số việc :

- Thứ nhất, thăm dò trong số khách hàng quen thuộc của mình và nói về chứng khoán sắp được bán ; nhưng không được chào bán hay đặt mua. Thông tin thu thập trong dịp này sẽ cho biết triển vọng bán được chứng khoán ra sao.

- Thứ hai, CTBL rủ những đồng nghiệp khác cùng tham gia, gọi là thành lập tập đoàn syndicate để bảo lãnh việc phát hành. CTBL đứng ra dàn xếp bàn bạc và thỏa thuận việc bán, chia lời với nhau ra sao. Ngoài ra, nếu chứng khoán được dự định bán ở các địa phương khác thì phải làm thủ tục đăng ký với các chính quyền địa phương liên hệ.

- Thứ ba, định ngày để cả tập đoàn họp giải quyết cho xong các vấn đề còn vướng mắc quanh việc bán bao nhiêu và hưởng thế nào.

- Thứ tư, định giá thị trường cho chứng khoán sẽ phát hành. Khi làm, các CTBL hỏi 1 CTPH có làm ăn lời lãi không 2 số cầu đối với chứng khoán sẽ ra sao và 3 tình hình chung mua chứng khoán ở thị trường hiện thời mạnh hay yếu. Việc định giá rất gay go, vì CTPH muốn giá cao, trong khi CTBL phải tính một giá nào để có thể bán được mà còn có lời cho mình.

- Cuối cùng, các CTBL ký với nhau hợp đồng bảo lãnh và hợp đồng mua bán với CTPH rồi nộp chúng cho UBNDCK như hồ sơ bổ túc.

## **Bài XVI: Ra lệnh mua bán chứng khoán**

Các lệnh mua hay bán

Phối hợp năm yếu tố là cách trả tiền, cách mua bán, có chứng khoán trong tay hay không, sự lên xuống của giá cả theo thời gian, và thời gian hiệu lực của lệnh mua bán; bạn có thể chọn các lệnh mua bán khác nhau khi thấy giá sẽ lên xuống như thế nào đó. Vậy là bạn có thể chọn cách mua bán dễ hay khó.

Thí dụ, là dân mới tham gia TTCK chưa có kinh nghiệm, bạn sẽ nghe lời khuyên của Công ty môi giới CTMG để bán hay mua, cách này là dễ nhất, bạn sẽ mua hay bán theo cách "mua bán theo thời giá" market order, nghĩa là giá ở thị trường có sao thì mua hay bán như vậy. Lệnh bạn ra cho CTMG sẽ là : "Bán hay mua cho tôi 100 cổ phần của công ty ABC, với giá hời nhất mà ông có thể mặc cả".

VỀ sau, có kinh nghiệm hơn, đoán được giá lên hay xuống, bắt đầu muốn kiếm lời khi mua bán, bạn sẽ chọn một trong những cách mua bán khó hơn nằm trong bốn loại "lệnh có định giá" limit order là :

1. Mua có ra giá buy limit order
2. Bán có ra giá sell limit order
3. Bán khi giá tụt xuống đến mức ấn định sell stop order
4. Mua khi giá lên đến mức ấn định buy stop order

Mục đích của bốn lệnh này là giúp bạn kiếm lời và giảm lỗ khi mua bán. Lệnh 1 và 4 dành cho người chưa có chứng khoán trong tay. Hai lệnh kia dành cho người có chứng khoán.

#### Mua có ra giá

Bạn dùng lệnh này khi không có chứng khoán trong tay mà nghĩ là giá sẽ xuống rồi lên. Thí dụ, chứng khoán của công ty ABC hiện đang là 35 USD một cổ phần. Bạn chưa có cái nào, nhưng đoán là giá sẽ xuống 32 USD trong vòng một, hai tuần nữa, rồi sau đó lên lại. Muốn thủ lợi, bạn bèn điện thoại cho CTMG rằng : "Mua cho tôi 1.000 cổ phần của ABC khi nào nó ở giá 32 USD ; cứ chờ cho đến giá đó, bao giờ tôi bảo ngưng thì thôi". Phần sau của câu nói là hiệu lực thời gian của lệnh bạn ra. Vậy, khi giá cổ phần của ABC xuống 32 USD thì người môi giới sẽ mua cho bạn. Cái rủi của lệnh này là nếu giá không xuống đến mức đó thì bạn sẽ không mua được. Không ai ra lệnh "mua có ra giá" mà lại cho giá cao hơn thời giá, vì chứng khoán sẽ được mua ngay.

#### Bán có ra giá

Trái với trường hợp trên, bạn có chứng khoán trong tay và muốn bán nó đi khi nghĩ nó sẽ lên giá. Thí dụ, đang có 100 cổ phần của công ty XYZ, giá hiện nay của nó là 37 USD mỗi cổ phần ; đoán là trong vài ngày nữa nó có thể lên đến 40 USD ; muốn có cơ hội kiếm lời, bạn gọi CTMG và bảo : "Bán cho tôi 100 cổ phần của XYZ khi giá lên 39 USD ; cứ chờ bán cho đến khi tôi bảo thôi". Khi giá lên đến 39 USD người môi giới sẽ bán. Nếu không tới giá đó thì bạn sẽ không bán được. Cái khó của việc mua bán có ra giá là định được cái giá nào mà không cách xa giá thị trường quá.

## Bán khi giá tụt xuống đến mức ấn định

Bạn đang cầm chứng khoán của công ty ABC, nó đang lên giá vùn vụt. Tuần trước, lúc mua 200 cổ phần, mỗi cái giá có 35 USD. Tuần này nó lên 50 USD. Tự nhiên bạn lời 15 USD x 200 = 3.000 USD. Hết sẩy ! Ôm món tiền to kiểu đó, bạn sẽ lo giá nó xuống. Vậy bạn sẽ đề phòng bằng cách gọi cho CTMG : "Lúc nào giá của ABC xuống 49 USD thì bán đi cho tôi". Nếu giá xuống 49 USD thì chứng khoán của bạn sẽ được bán. Bạn giới hạn sự mất mát của mình trong 200 USD, mỗi cổ phần mất một đồng.

## Mua khi giá lên đến mức ấn định

Lệnh này chỉ được dùng khi bạn đã mượn hàng để giao sell short. Như đã biết, khi đã mượn hàng để bán thì bạn cầu cho giá cứ xuống mãi. Chẳng hạn, khi giá cổ phần của XYZ là 50 USD, bạn đã mượn 100 cái để bán. Bây giờ giá kia đã tụt còn 34 USD. Vậy bạn đang có lời 1.600 USD. Lời to nên bạn sợ lỗ nếu giá sẽ lên lại. Bạn sẽ che chắn cho mình bằng cách gọi CTMG : "Lúc nào giá nó lên lại là 35 USD thì mua cho tôi 100 phần". Khi giá lên đến mức đó người môi giới sẽ mua. Lúc ấy so với mức lời hiện nay, bạn chỉ lỗ 100 USD ; tức là còn lời 1.500 USD. Tất nhiên nếu giá không lên lại 35 USD thì lệnh sẽ không được thực hiện. Nếu thế lại càng hay, vì các lệnh có định giá nhằm bảo đảm số lời bạn đang có khi giá cả lên xuống trái ngược với sự mong đợi của bạn.

Mua theo cách này cũng có cái nguy là khi mà có nhiều người cùng ấn định cái giá bạn định, thì vào lúc có giá đó, nhiều người cùng mua khiến giá vọt lên ; lệnh vẫn được thực hiện nhưng không chắc là bạn mua được với cái giá kia mà phải cao hơn.

## Ưu tiên thi hành lệnh

Lệnh có cái đến trước cái đến sau, lúc đó không có vấn đề ; nhưng nếu chúng đến cùng một lúc thì người môi giới phải có cách giải quyết. Cách đó là :

- Khi hai lệnh có giá trị mua hay bán bằng nhau, thì cái nào đến trước sẽ được thi hành trước.

- Khi hai cái đến cùng một lúc mà ngang giá nhau, thì cái nào có số lượng mua bán lớn hơn sẽ được làm.

- Nếu cả hai giống nhau về mọi mặt, lúc đó người môi giới sẽ chọn bằng cách tung đồng xu sắp ngửa.

Thường thường số lượng đặt mua phải theo từng lố 100 cổ phần một lần, gọi là mua bán theo lố chẵn round numbers. Nếu mua ít hơn, từ 1-99 là mua theo lố lẻ odd lot. Khi mua bán theo lố lẻ, bạn phải trả thêm phí sai biệt ngoài tiền hoa hồng cho người môi giới phụ trách mua bán lẻ.

Hiệu lực thời gian của lệnh

Khi nhận lệnh, người môi giới sẽ ngưng thi hành theo hạn kỳ sau :

- Có hiệu lực cho đến cuối tuần good through the week
- Có hiệu lực cho đến cuối tháng good through the month
- Có hiệu lực cho đến khi báo thôi good 'til canceled

Nếu bạn không định một trong các thời gian trên, lệnh sẽ hết hiệu lực vào cuối phiên mua bán mỗi ngày.

Khi mua bán xong, người đầu tư sẽ thanh toán giao hàng và thu tiền nếu bán, trả tiền nếu mua với các CTMG. Thời gian thanh toán là năm ngày sau khi giao dịch. Các CTMG có bảy ngày để thanh toán với nhau.

### **Mua bán nội gián và "Bức tường Trung Hoa"**

Trong thị trường chứng khoán TTCK sự công khai thông tin về tình hình "sức khỏe" của doanh nghiệp phát hành và các giao dịch mua bán chứng khoán đã trở thành một tập quán bắt buộc. Điều này chỉ có ý nghĩa và giá trị khi nào nó được thực hiện kèm theo một lẽ công bình.

Sự công bình và trung thực thể hiện ở khả năng các mua bán diễn ra trong bối cảnh sao cho công chúng tham gia đều có cơ hội như nhau về thông tin. Những thông tin cần công khai phải được phổ biến đầy đủ và trung thực, theo cách để mọi người đầu tư sẽ có cùng một điều kiện tiếp cận. Trong khi đó, sự rò rỉ các thông tin chưa công bố hoặc bị giới hạn sẽ tạo các bất công đáng ngại nhất trong TTCK : đó là hoạt động mua bán nội gián insider trading.

Mua bán nội gián

Những thông tin “phe ta” phục vụ cho mua bán nội gián được gọi bằng nhiều cách khác nhau như: thông tin bên trong inside information, thông tin hạn chế non-public hoặc thông tin kín confidential. Dù ở bất cứ dạng nào, những thông tin như thế được khoanh lại trong một phạm vi hẹp và gồm các tin tức không được, chưa được hoặc chưa sẵn sàng để công bố đồng loạt ra công chúng. Những người làm việc trong đó phải quán triệt và tuân thủ những nguyên tắc luật lệ nghiêm minh.

Người ta có thể đo được các tin tức ẩn lậu được dùng trong một giao dịch nội gián bằng cách xem xét phương pháp được dùng để công bố thông tin, xác định thời điểm mua bán được thực hiện... rồi so sánh với thời điểm mà mọi người cũng cùng có thông tin đó. Về nguyên tắc, bất cứ ai có trong tay hoặc biết một thông tin chưa được phép công khai mà vẫn quan hệ giao dịch đều bị xem là vi phạm pháp luật về sự làm ăn ngay thẳng.

Hoạt động mua bán dựa vào các thông tin bên trong thường đi kèm các giao dịch không bình thường hoặc có quy mô lớn nhằm để thu lợi bất chính hoặc để tránh một sự thua lỗ nặng.

Năm 1986, TTCK Mỹ đã đưa ra ánh sáng một vụ mua bán nội gián lớn. Dennis Levine, một chuyên viên phụ trách về sáp-nhập-và-sở-hữu merger-and-acquisitions thuộc Công ty Drexel Burnham Lambert, đã sử dụng thông tin nội bộ để thực hiện các giao dịch thu gần 13 triệu USD lợi nhuận, liên tục trong vòng sáu năm. Ủy ban Chứng khoán Mỹ có đầy đủ chứng cứ về các vụ mua bán mà Levine thực hiện từ năm 1980. Hoạt động này thông qua các tài khoản bí mật của một chi nhánh ngân hàng Thụy Sĩ đặt tại quần đảo Bahamas một thuộc địa tự trị của Anh, gần bang Florida, Mỹ. Một nhân viên của chi nhánh được xác định là đã đảm nhận thực hiện các giao dịch cho Levine bằng các tài khoản mua bán chứng khoán của ngân hàng này đặt tại Mỹ. Levine dính líu vào các mua bán tiêu cực như vậy với cả thấy 54 công ty, gồm cả cổ phiếu lẫn các hợp đồng về quyền chọn options. Tuy nhiên, đối tượng vi phạm không chỉ là người bên trong mà có khi là người bên ngoài tiết lộ một thông tin họ nghe được rất tình cờ.

### Bức tường Trung Hoa

Mua bán nội gián là một hoạt động phi pháp, sự lũng đoạn, thao túng, móc ngoặc, bất công... làm ô nhiễm thị trường. Nguyên nhân chính vẫn là các nhân sự bên trong, mà Điều 70, Chương 8 của Nghị định 48 về chứng



khoán và TTCK của Việt Nam gọi chung đó là những “người có liên quan”. Trong TTCK, việc ngăn chặn rò rỉ thông tin không đơn giản dừng lại ở các điều cấm mà còn thể hiện bởi hàng loạt các biện pháp triển khai khác, như công bố các thủ tục giám sát nội bộ một cách cụ thể và bắt buộc, thẩm quyền thanh tra và điều tra của Ủy ban Chứng khoán quốc gia... Đặc biệt, công tác tổ chức các kỹ thuật quản lý, xử lý thông tin nội bộ được giới chức trách của TTCK và các công ty chứng khoán chú trọng hàng đầu. Khái niệm về “Bức tường Trung Hoa” được phổ biến rộng rãi và áp dụng tích cực trong TTCK là vậy.

Ý tưởng “Bức tường Trung Hoa” được phát triển từ bức rèm ngăn tạm của người Trung Hoa. Ngày nay, có tài liệu còn gọi đó là học thuyết về Bức tường Trung Hoa Chinese Wall Doctrine. Hãy khảo sát bức rèm tre có thể ngay của người Việt Nam sử dụng. Bức rèm này được treo ở nơi trang trọng và để phân biệt một không gian cần bảo vệ, phân lập những ranh giới có tính chức năng. Nó tôn một không gian lên thành khu vực “dành riêng”, đồng thời lại có tác dụng giới hạn các mảng “đậm lợt” khác nhau, ẩn hiện ý nghĩa tôn ti, nề nếp. Tuy nhiên, sự bài trí như vậy lại không chia cắt quá đáng phạm vi một không gian, để làm ngột ngạt, mà nó vẫn tạo được cảm giác đó là một thực thể thống nhất và gắn bó.

Trong TTCK, khái niệm Bức tường Trung Hoa nói lên các biện pháp có tính công cụ nhằm ngăn chặn sự lan truyền thông tin kín giữa các bộ phận trong cùng một công ty. Những bộ phận hoặc chi nhánh của một công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán có điều kiện giao tiếp với các thông tin nội bộ quan trọng - như bộ phận pháp lý, phân bộ trung gian huy động vốn đầu tư và các nhà phân tích chứng khoán khác nhau - không được phổ biến thông tin mà mình có thuộc loại này cho bất cứ ai có thể lấy đó suy diễn để khai thác mua bán kiếm lời hoặc né lỗ. Bức tường tưởng tượng này được thiết lập bắt buộc giữa bộ phận phụ trách trung gian huy động vốn đầu tư - investment banking - và các bộ phận kinh doanh và bán lẻ chứng khoán.

Bức tường Trung Hoa do vậy là một bức tường ước lệ, được dựng lên bằng các biện pháp quản lý, các quy chế, thủ tục có hiệu lực đủ mạnh như một công cụ nhằm cách ly hướng thông tin theo ý đồ và bảo vệ nguồn thông tin cần giữ kín. Nó luôn được “tuần tra để duy tu” theo một chế độ “chăm sóc đặc biệt”.

Trong những TTCK phát triển, các luật lệ chế định và các phân tích về hành vi mua bán nội gián được đưa ra một cách chi tiết đến độ các hành vi mách nước hoặc các mối quan hệ, liên hệ công việc,... cũng được mô tả rõ ràng. Tuy nhiên, để phơi sáng đều khắp các “vùng mờ” là công việc hết sức khó khăn và cao cả của sự nghiệp xây dựng một TTCK lành mạnh.

## Nhà đầu tư, anh là ai...?

Cần dẫn đo một chút trước khi là cổ đông

Có lẽ cần phải nói thật sớm rằng khi mua cổ phần công ty hoặc tại thị trường chứng khoán TTCK là ta đã bỏ vốn ra làm ăn chứ không phải bỏ ống hay gửi tiết kiệm. Chuyện tưởng đơn giản như thế mà hiện nay - và biết đâu sẽ còn lâu nữa - nhiều công ty đã cổ phần hóa đang phải nhức đầu... Bối cảnh có thể là những người lao động, tay làm hàm nhai, ki cốp những đồng bạc dành dụm khó khăn đi mua cổ phần công ty. Cũng có thể đó là những người khá hơn, chỉ vì suy nghĩ quá đơn giản nên đã định ninh rằng sở hữu công ty rồi là bảnh lắm, cứ “tới kỳ là có bánh mì”... Nhưng có trường hợp đã tới mấy kỳ mà chẳng thấy “bánh mì” ! Công ty vừa cổ phần hóa xong thì khủng hoảng khu vực ập đến. Kết quả cân đối âm, đành phải cắn vào đuôi mà tồn tại, lấy lời đâu để mà chia ? Bức bách quá quý vị ấy bán cổ phần đi. Lại gặp ê chề, chấp nhận bán lỗ cũng không phải dễ tìm được người mua. Thế là tàn một giấc mơ?... Chưa chắc. Hãy đợi đấy...

Tự biết mình

Nếu ta tạm quên TTCK - hoặc giả sử cơ chế thị trường này còn lâu mới thành hiện thực - thì hành động mua cổ phần chẳng khác nào một quyết định hùn hạp kinh doanh. Do đó phải tính tới yếu tố lời ăn lỗ chịu. Liệu cơm gạo mắm hoặc lượng sức mình là điều cần thiết. Mua cổ phần là tham gia vào loại hình hoạt động kinh tế thứ ba của thị trường - loại thứ nhất là tư doanh sole proprietorship; loại thứ hai là hợp danh partnership và loại thứ ba là công ty hợp vốn corporation. Đó là một loại hình làm ăn dài hơi và đầy biến động, có khi bất trắc không chừng. Quyền định đoạt của người tham gia sau khi bỏ đồng vốn vào đó có khi chỉ còn một phần triệu hay nhỏ hơn. Điều này gắn đồng nghĩa với khả năng bị lệ thuộc hay mất quyền tự chủ - cho đến khi nào chưa có một TTCK hữu hiệu.

Sẽ chẳng quá đáng nếu nói mua cổ phần công ty là để mong khấm khá hơn chứ không phải để kiếm sống. Vậy thì phải biết mình là ai ? Làm buổi sáng đong gạo buổi chiều, nuôi con nhỏ mẹ già, chuẩn bị cho một chương trình đại học, sắp lập gia đình, xây nhà, về hưu... nay mai sẽ cần một khoản tiền nhất định, thì hãy cân nhắc trước khi mua cổ phần. Ngoại trừ trường hợp ưu đãi cấp không, việc giảm giá vài chục phần trăm cũng đừng nên vội, đừng vội... Đôi khi hỏng chuyện ngay ở chỗ tiếc của rẻ này. Việc mua hàng giảm giá đó có thể chẳng có ý nghĩa gì nếu chỉ vì do ta bị cuốn vào chứ không phải do một quá trình tính toán và quyết định.

Nhu cầu nào mua loại đó

Tiền đầu tư vào cổ phần phải là tiền dư của để. Đó là món tiền cần thiết phải được quản lý một cách hiệu quả để kiếm cửa sinh lời. Lượng tiền này không dùng cho các nhu cầu sinh sống cơ bản và cũng không nằm trong kế hoạch sử dụng ngắn hạn. Thế trạng tâm lý vững vàng và một khả năng nhận thức tối thiểu về kinh tế là những yêu cầu cần thiết. Bởi vì không thể có chuyện “bắt đền” khi có một sự trì trệ hoặc thậm chí mất trắng xảy ra. Nếu ta không được như vậy thì tốt nhất nên chọn một cách đầu tư khác dựa vào thế thủ - từ vừa vừa cho tới gần như chắc cú - đó là mua cổ phần ưu đãi, mua trái phiếu nhà nước, trái phiếu đô thị, trái phiếu công ty hoặc gửi tiết kiệm. Cách đầu tư sau an toàn hơn, bảo đảm tới kỳ là có lãi để chi dùng và định được thời gian lấy vốn ra. Ngoại trừ cổ phần ưu đãi thì không được vì đây là dạng đã dẫn thân vào sân chơi nhưng còn “thủ cẳng” không chịu thắng thua mà chỉ muốn “lấy râu”. Ở đây quy luật thị trường thể hiện rất rõ, rủi ro ít nhận được lợi ít và ngược lại. Rủi ro trong đầu tư không nên được hiểu theo nghĩa “liều” thông thường, mà phải được quan niệm là sự suy tính xa hoặc, dễ hiểu hơn, đó chính là sự mạo hiểm.

Riêng trong TTCK, một nguyên tắc hành xử bắt buộc, mà các thành viên chuyên nghiệp phải tuân thủ, đó là phải điều tra thật kỹ lưỡng tình trạng nhân thân, tình hình tài chính, nhu cầu của người đầu tư trước khi mở tài khoản cho họ mua chứng khoán. Nhà môi giới và kinh doanh chứng khoán nào không trưng ra được bằng chứng là mình đã thực hành tận tụy thủ tục này sẽ bị truy cứu trách nhiệm trước pháp luật.

Thuộc bài rủi ro

Gọi là đầu tư nghĩa là đã chơi trò chơi trí tuệ. Nhưng thói thường, khi say sưa nghĩ đến chiến thắng người ta dễ rơi vào trạng thái mất cảnh giác. Họ quên rằng tài thao lược của họ, hoặc ngay cả của các chuyên gia cố vấn cho họ, có thể bị “vô hiệu” bất cứ lúc nào tại hàng chục cửa ải, và nếu rủi ro xuất hiện thì chí nguy. Tốt hơn người đầu tư cần nằm lòng càng nhiều rủi ro sau đây càng tốt.

Những rủi ro đã được “điểm mặt” gồm: rủi ro lạm phát làm giảm giá một chứng khoán. Rủi ro bị cạn vốn do tai họa ập đến cho doanh nghiệp phát hành. Rủi ro vì chọn sai do hời hợt chủ quan hoặc thông tin sai lệch. Rủi ro sai thời điểm bán hoặc mua bất lợi ở các ngưỡng biến động. Rủi ro về lãi suất xảy ra khi lãi suất thị trường tăng làm giá trái phiếu giảm. Rủi ro thị trường biến động có thể xảy đến với người đầu tư ngắn hạn. Rủi ro về tài chính do bản thân doanh nghiệp phát hành làm ăn thất bại. Rủi ro về khả năng thanh khoản do không bán được chứng khoán tại thời điểm theo ý mình. Rủi ro pháp chế là sự bất lợi tác động lên giá chứng khoán khi có sự thay đổi về luật lệ. Nếu có dịp chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ hơn. Ngoài ra còn có loại rủi ro do ảnh hưởng dây chuyền và lây lan như khủng hoảng, sự kém hiệu quả cố hữu của thị trường... cũng cần biết đến.

Một thực tế có tính đúc kết là mua cổ phiếu của công ty vào thời điểm TTCK chuẩn bị ra đời - ví dụ thời điểm hiện nay tại Việt Nam - thường rất dễ thắng. Bởi vì trong giai đoạn này chứng khoán ít, trong khi lượng cầu chứng khoán sẽ gia tăng liên tục trong một thời gian nhất định. Tuy nhiên người mua phải đủ sức cầm cự trong một thời gian có thể dài. Những biến động bất lợi đoản kỳ chưa phải là chiều hướng xác quyết của một loại cổ phiếu nào đó. Như đã phân tích loại rủi ro do chọn sai thời điểm - ví dụ cần tiền bán quá sớm - có thể gây thiệt hại đáng kể. Vậy ta tạm mượn “niệm khúc” của dân “xòe” để ví von minh họa : “cờ bạc ăn về sáng” là vậy.

Mua cổ phần là một hoạt động đầu tư trực tiếp. Đó là kết quả của một chuỗi tìm hiểu, cân nhắc và suy tính, gồm cả động tác sờ lại túi mình. Không nên quyết định như đi mua trứng cút. Ai muốn “cho khỏe” thì đi gửi tiết kiệm. Hoặc có máu đầu tư mà ghét suy nghĩ “rắc rối quá” thì nên nhờ đến các nhà phân tích và cố vấn đầu tư. Và hãy thử, ngay trong đợt cổ phần hóa này, quý vị tham khảo xem sẽ quyết định thế nào để có dịp sử dụng những đồng tiền còn ướt mồ hôi của mình một cách hiệu quả nhất.

## Thế nào là người "đầu cơ" chứng khoán?

“Speculator” ở TTCK không mua gom chứng khoán, tạo khan hiếm giả tạo, để làm cho nó lên giá như ở thị trường hàng hóa. Giá chứng khoán lên hay xuống là do có ít hay nhiều người mua.

Khác biệt về ý niệm

Nhiều sách vở và bài báo ở ta đã cảnh báo về người đầu cơ speculator trong thị trường chứng khoán TTCK. Gần đây, có ý kiến đề nghị rằng trong các cuộc hội thảo có tính cách quốc tế cần thuyết phục các nước sửa luật chứng khoán theo hướng cấm bán khống và hạn chế mạnh mẽ đầu cơ. Chúng ta trân trọng những ý kiến này về sự quan tâm đối với nền kinh tế, tuy nhiên về mặt khoa học, cần tìm xem quan niệm về người đầu cơ ở TTCK của các nước phát triển là thế nào để hiểu cho đúng về họ khi ta lập TTCK.

Thường chúng ta nghĩ về người đầu cơ như là một người tạo ra sự khan hiếm giả tạo mua vét hàng hóa nhằm bán lại, thu lợi bất chính. Ta cũng thường giải thích sự tăng giá hàng là do đầu cơ. Đó là quan niệm về người đầu cơ ở thị trường hàng hóa mà nơi đó có những khi cung không đủ cầu. Trái lại, ở các nước phát triển, hàng hóa không hề khan hiếm, cung vượt xa cầu, nên nếu hiểu “speculator” của họ như trong bối cảnh kinh tế của ta thì rõ ràng là sai. Hơn nữa, nếu lấy điển hình George Soros trong thị trường ngoại tệ để hô hào chống “speculator” trong TTCK là nguy hiểm cho tiền đồ của TTCK. Tại sao vậy ?

Gốc gác của người “đầu cơ”

Người “đầu cơ” ở các nước phát triển xuất hiện đầu tiên tại thị trường hàng hóa lúa, bắp, cà-phê nơi có sử dụng hợp đồng “forward contract” bán bây giờ - sau này giao ; hợp đồng cho hàng sẽ đến. Bán như thế không phải là bán non, vì bán non bắt nguồn từ việc nhà sản xuất thiếu vốn. Ở “forward contract”, để cầm tin, người ta chỉ trả cho nhau từ 5-10% trị giá món hàng. Cách mua bán này chỉ xuất hiện khi sản xuất phát triển, nông sản và nguyên liệu thừa mứa ; nhà sản xuất phải tìm cách đem bán sang những khu vực xa xôi khác. Khi ấy rủi ro kinh doanh thu không đủ chi sẽ xảy ra ; vì không kiểm soát được giá cả do thời gian bán dài, cung cầu có thể thay đổi; và nơi giao hàng rất xa mà giá cả ở đó có khi khác. Khi bên

bán bị rủi ro thì bên mua cũng bị lây ; người này sợ phải trả giá nguyên liệu cao trong khi giá bán sản phẩm phải thấp. Do mối lo chung này, cả hai cùng tìm cách khắc phục và họ nghĩ ra “hợp đồng hàng sẽ đến”. Loại hợp đồng này thịnh hành ở Mỹ từ những năm 1830 trở đi. Hai bên cam kết sẽ giao và nhận một mặt hàng nào đó vào hai, ba tháng nữa, với một giá có xê xích với thời giá. Tuy nhiên, vào lúc giao hàng, do thời gian ký đã lâu, chưa chắc món hàng có chất lượng như đã thỏa thuận, hoặc người mua có thể không còn đồng ý với cái giá trước do mức cung hiện có. Vẫn có rủi ro dù đã có hợp đồng ! Cả hai cần phải “hắt rủi ro” đi hedge. Họ sợ rủi ro, nên được gọi là “hedger” người hắt rủi ro. Nhưng ai sẽ nhận rủi ro cho họ đây?

May mắn thay ! Khi số lượng “forward contract” gia tăng sẽ có nhiều thời gian giao hàng khác nhau. Hơn nữa vì việc chuyên chở và tồn trữ hàng hóa tự nhiên sẽ được tập trung về một nơi trung chuyển ở Mỹ là Chicago và nơi đó trở thành chợ. Ở đó có nhiều người muốn “hắt rủi ro”, nên do bá nhân bá tánh, có người lại thích chơi với rủi ro để kiếm tiền. Loại người “thích may rủi” này xuất hiện và được gọi là “speculator”. Vì chỉ phải trả một phần nhỏ của giá mua, nên những người “speculator” mua bán với nhau các “forward contract” để kiếm lời trước khi hợp đồng kia đến hạn giao hàng. Ai mà nắm hợp đồng đến hạn thì sẽ lời hay lỗ khi giá nguyên thủy giữa người sản xuất và tiêu thụ thực sự cao hơn hay thấp hơn giá họ đã mua từ đồng nghiệp. Số lượng hợp đồng ấy lớn, vì - theo tính toán - chỉ có 5% của số “forward contract” là có giao hàng thật sự, số còn lại được thanh lý, bù trừ giữa các “speculator” trên thị trường nên rủi ro của người sản xuất và tiêu thụ thực không còn nữa. Do đó, phải có người “thích may rủi” thì người “muốn hắt rủi ro” mới hắt đi được. Cho mục đích này, dần dần các nhà buôn họp nhau lại, chấn chỉnh “forward contract”, tiêu chuẩn hóa hàng hóa, và biến nó thành hợp đồng giao hàng trong tương lai future contract.

Nhờ có “future contract”, người “hedger” đã chuyển rủi ro kinh doanh sang người “speculator”. Rủi ro đã có người gánh, chi phí kinh doanh của “hedger” nhờ đó tính toán được ; giá hàng trở nên rẻ hơn so với khi chưa tính toán được thí dụ trước kia phải để số phần trăm cho việc gì đó cao ; vậy là người tiêu dùng được hưởng lợi. Đó là cách mà nền kinh tế thị trường bình ổn giá cả cho người tiêu thụ ; giống như trong thời bao cấp ta có Ủy ban vật giá thực hiện cùng mục đích. Tuy nhiên, cách làm có khác ; họ sử dụng các “người thích may rủi” cho tranh nhau ôm cái họ thích. Trong ngữ nghĩa của nó “speculate” là tính toán, quyết định và chịu rủi ro.

Người nông dân quyết định năm nay trồng lúa Nàng Hương mà chưa biết sẽ lời lỗ thế nào thì cũng là “speculate”. Người “speculator” khác người đánh bạc ; vì sau khi con xúc xắc đã được xóc rồi, người đánh bạc có quyền chọn bỏ tiền hay không, vào quả bầu hay con cọp ; và họ có thể tránh cái thua nếu muốn. Trái lại, “speculator” không tránh được, phải nhận cái gì họ đã quyết.

Các “hedger” về sau này là các công ty và các ngân hàng, họ cũng đều muốn tránh rủi ro ; và họ không phải chính phủ lập ra những thị trường “future” khác từ những năm sau 1970. Thị trường cho ngoại tệ sẽ giao foreign currencies futures dành cho những ai sẽ phải trả tiền bằng ngoại tệ trong vài tháng nữa mà sợ đồng tiền lên hay xuống ; thị trường lãi suất sẽ trả interest rates futures cho những ai đang vay nợ mà sợ lãi suất thay đổi ; thậm chí thị trường “stock index futures” dành cho ai quản lý quỹ đầu tư mà sợ chứng khoán xuống giá theo cả khối. “Hedger” cần “speculator”. Nhờ có “speculator” mà công ty các loại mới tính được chuyện điều phối rủi ro risk management qua các thị trường “future” hoạt động 24/24 giờ mỗi ngày trên thế giới.

“Người đầu cơ” trong TTCK

Trong TTCK giá mua bán được định bằng cách đấu giá ở sàn giao dịch và bằng cách mặc cả ở bàn giao dịch. Ở nơi sau, người làm giá là người môi giới loại “market maker” tạo mua bán hay tạo thị trường. “Speculator” ở TTCK không mua gom chứng khoán, tạo khan hiếm giá tạo, để làm cho nó lên giá như ở thị trường hàng hóa. Giá chứng khoán lên hay xuống là do có ít hay nhiều người mua. Tại sao họ mua lại là một yếu tố tâm lý. Thường khi thấy giá xuống người ta mua vào, khi giá lên thì bán ra. Đó là cách ăn lời thường tình của những người đầu tư bình thường. Từ người đầu tư bình thường trở thành “speculator” rất dễ. Nó tùy vào cách ra lệnh mua bán, và vào việc trả tiền được công ty hay người môi giới đồng ý. Sự khác biệt chính giữa hai loại người này là tâm lý dám chơi với may rủi nằm trong giá cả của chứng khoán hay không. Bởi vậy, trong diễn tiến bình thường đã nêu, người “speculator” làm ngược lại. Họ có hàng trong tay đã mua trước kia với giá thấp nay bán ra khi thấy giá lên để kiếm lời; như thế là làm cho số cung chứng khoán tăng khiến giá tụt xuống. Khi nghĩ giá sẽ còn xuống, đang 5 USD chẳng hạn, họ sẽ vay hàng của công ty môi giới để bán. Lúc giá xuống đến 3 USD, họ mua vào để trả nợ. Vậy là khi giá xuống họ mua vào, làm cho mức cầu tăng, giúp giá lên lại. Trong cả hai trường hợp họ góp phần bình thường hóa giá cả. Rủi ro của họ là

khi mua vào để trả nợ mà giá lên là lỗ. Cho nên, cơ chế của TTCK đã công nhận họ là người làm giảm biến động giá cả của chứng khoán ; đỡ cái rủi ro cho người đầu tư nhỏ khi vì sợ mà bán đi thì có người mua ; và do tính thích may rủi nên họ mua chứng khoán của các công ty nhỏ mới ra, hay mới phục hồi giúp các công ty này có vốn khi khởi đầu.

Người “thích may rủi” theo dõi diễn tiến của giá cả để hành động chứ không tạo ra giá cả. Họ không làm giá. Giả sử họ mua vét chứng khoán, tạo khan hiếm giả tạo, đẩy cho giá lên và bán đi thu lợi bất chính, nhưng nếu không bán được thì sao ? Chứng khoán có hàng ngàn loại, nó đâu có hiếm, lại không phải là thóc gạo mà bảo rằng lên đến giá nào người ta cũng phải mua. Vì thế, luật pháp các nước phát triển cấm làm giá manipulate chứ không cấm “speculate”

Đến đây ta thấy, dịch “speculator” là “người đầu cơ” gây hiểu lầm một cách tai hại.

Có thể do hiểu “người đầu cơ” theo Luật Hình sự của ta, nên Luật Chứng khoán cấm bán khống ; và được nhận xét như là “may mắn đi sau và nhận ra cái ảo của đầu cơ”. Chúng ta chờ luật sẽ định nghĩa chi tiết hơn về việc bán khống. Nhưng nếu hiểu bán khống là không sở hữu chứng khoán vào lúc giao dịch mà bán như quy định hiện nay thì việc ấy không bao giờ có trên thực tế. Bởi lẽ một người mua chứng khoán đã trả tiền đủ thì bao giờ họ cũng đòi hàng ngay. Nếu không, ngày hôm sau chứng khoán đó lên giá mà họ không có hàng trong tay để bán thì mất dịp kiếm lời ư ? Thành ra tùy cách giao dịch với công ty hay người môi giới chứ không phải với người mua bán chứng khoán là đối tác của mình ; người đầu tư sẽ nhận được tiền đủ từ người môi giới khi bán, nếu khi mua họ trả đủ tiền. Đây là luật của thị trường. Người môi giới phải luôn luôn trả đủ cho người môi giới bên kia. Nếu người đầu tư không trả đủ hàng hay tiền, tức là được cho trả tiền theo định mức margin account thì họ nợ người môi giới của họ, và người sau này phải ứng tiền hay hàng để trả đủ cho bên kia. Như vậy là không có chuyện nhà đầu tư bán khống mà chỉ có việc họ mượn hàng để bán. Từ khi mượn hàng đến khi trả hàng cho người môi giới là một khoảng cách, và nó tạo ra một thời gian “sẽ giao” hay “sẽ đến” giống như ở trong hợp đồng “forward” hay hợp đồng “future” trong chợ hàng hóa. Nếu ở hai hợp đồng kia người bán chỉ trả cho người mua 5-10% giá bán, thì “speculator” phải trả lãi cho người môi giới trong thời gian vay ; khi đến hạn phải mua hàng trả nợ. Khi vay chứng khoán 5 USD, thời gian vay là ba tuần, trong những ngày đó “speculator” hy vọng giá



xuống còn 3 USD để mua vào trả nợ ; nhưng nếu hàng lên 6 USD thì cũng phải mua để trả. Rủi hay may của họ nằm ở chỗ chứng khoán xuống 3 USD hay lên 6 USD. Như thế thì có phải là bán khống không, luật của ta chưa quy định nếu giải thích chặt chẽ. TTCK của người ta chấp nhận cách này là để lúc nào chợ cũng có nhiều vụ mua bán, nhờ đó khả năng thanh toán tiền bạc cao tính thanh khoản cao, và thu hút được nhiều người, đông người thì chi phí giảm thời gian, tiền bạc, sự mong đợi và lại có thêm người nữa. Hơn nữa quy định về mua chịu hàng của môi giới để bán cũng có giới hạn, tiền nằm trong tài khoản sụt quá 25% trị giá tổng số chứng khoán sở hữu thì người vay phải châm thêm tiền vào. Ngoài ra, để được mượn hàng như thế thì, theo nguyên tắc chọn mặt gửi vàng, chỉ những người có uy tín đã được thử thách mới được công ty môi giới cho vay.

Tóm lại, nếu quả thực luật của ta sẽ coi “vay mượn chứng khoán để bán” là bán khống thì chúng ta xóa bỏ “người thích rủi may”. Không có họ thì không ai - nhất là các nhà đầu tư nhỏ - sẽ hắt rủi ro đi được. Nào sẽ có ai mua ? TTCK của ta khi ấy có nguy cơ chỉ có toàn người bán.

### **Xem "kinh thánh" của giới kinh doanh**

Từ lâu, tờ Financial Times viết tắt là FT - Thời báo Tài chính ở London được gọi là “kinh thánh của giới kinh doanh” Âu Mỹ và nhiều nước khác. Bạn đọc của FT coi đây là món ăn hàng ngày không thể thiếu vì nó có nhiều tin bài sốt dẻo, nhận định sắc sảo nhất về các công ty tham gia ba thị trường tài chính hàng đầu là London, New York và Tokyo. Hơn nữa, FT còn có nhiều thông tin về thời sự thế giới và các lĩnh vực kinh doanh mà đối với thị trường chứng khoán đó là “nguyên liệu” để làm ăn. Báo xuất bản hàng triệu bản in cùng lúc ở nhiều nước với một kiểu dáng chung và một loại giấy thống nhất - màu gạch non độc đáo.

Ở Việt Nam, Xunhasaba có nhập FT, bán lẻ 4 USD/tờ. Tuy nhiên, báo chờ từ Hồng Kông về đến TPHCM trễ vài giờ là ít. Muốn đọc nhanh và rẻ, giờ bạn có thể dùng đến Internet. Hiện FT đã mở tới hai tờ báo điện tử, trong đó tờ báo mẹ có địa chỉ [www.ft.com](http://www.ft.com). Đây là website đăng tải toàn bộ thông tin xuất hiện trên tờ FT hàng ngày. Để truy cập thông tin, bạn phải đăng ký sử dụng và nhận mật mã riêng, do vậy mỗi lần muốn vào đọc

ft.com phải chịu khó gõ phím đăng ký tên, chờ đợi đôi chút. Có lẽ vì thế, FT cho ra tờ báo con, truy cập không cần đăng ký, thông tin tập trung vào nhu cầu của nhà kinh doanh trái phiếu, cổ phiếu chứng khoán và ngoại tệ, cũng như những người có đồng vốn muốn đầu tư. Website nhanh hơn này có tên là [www.ftquicken.co.uk](http://www.ftquicken.co.uk).

Trên FT nhanh hơn, có năm khu vực truy cập, thể hiện rõ tính tiện nghi cho doanh nhân. Khu vực đầu tiên bao gồm thông tin mới về các lĩnh vực : Investments các dự án đầu tư mới, tin các công ty, Mortgages, giá thế chấp, cầm cố, Tax Centre làm sao tính toán mức chịu thuế có lợi nhất cho kinh doanh, Savings & Loans ở đâu lãi suất tiết kiệm và cho vay có ăn nhất, Pensions các quỹ hưu bổng, Currency Markets tỷ giá hối đoái. Riêng về ngoại tệ, còn có cột giúp tính toán đổi từ đồng bạc này sang đồng bạc khác 17 loại, chưa có đồng Việt Nam ! như là một “máy tính bỏ túi”.

Phần truy cập quan trọng kể đến là Top Stories chuyện hàng đầu bao gồm, các bài báo thông tin mới nhất về các vấn đề, các chiều hướng biến đổi trên các thị trường chứng khoán, chính sách tài chính của nhà nước, chính sách các ngân hàng, ... kể cả những phân tích mang tính đúc kết kinh nghiệm, cảnh báo cho người kinh doanh tài chính. Bên cạnh phần này là phần chuyên về chỉ số các chứng khoán chủ yếu của 9 thị trường ở Âu Mỹ. Các chỉ số này đưa lên mạng chậm 20 phút so với diễn biến thị trường nên chỉ có tính cách tham khảo. Còn muốn có chỉ số cùng lúc, dĩ nhiên bạn phải đặt mua trực tiếp, khá nhiều tiền của FT và các hãng thông tấn như Dow Jones, Reuters.... Trên FT nhanh hơn, có phần liên kết với các website tin tức kinh doanh khác là ITN, Business Day Interactive, CNBC Europe và FT.com. Ngoài ra, còn có phần đặt mua sách tài chính kinh doanh từ Amazon.com.

Thử vào một số website chuyên về chứng khoán và thị trường tài chính:

- [www.stockmaster.com](http://www.stockmaster.com)
- [pawws.secapl.com](http://pawws.secapl.com)
- [www.quote.com](http://www.quote.com)
- [www.techstocks.com](http://www.techstocks.com)

## **Đòn bẫy cho công tác cổ phần hóa**

Sau nhiều chờ đợi, cuối cùng thì văn pháp lý mới chi phối các hoạt động cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước DNNN cũng được ban hành vào cuối tháng 6 vừa qua. Với sự ra đời của Nghị định 64/2002/NĐ-CP về chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần thay thế Nghị định 44/1998/NĐ-CP, nhiều người đặt niềm tin cổ phần hóa DNNN sẽ có sức bật trong thời gian tới.

Theo đánh giá của giới chuyên môn, kết quả cổ phần hóa DNNN 6 tháng đầu năm 2002 là quá kém. Số liệu thống kê cho thấy, đến hết tháng 6 năm 2002, mới có 90 DNNN thực hiện chuyển đổi, trong đó có 79 doanh nghiệp cổ phần hóa. Sự chậm trễ của cổ phần hóa trong 6 tháng đầu năm nay một phần được giải thích bởi những e ngại qua bài học nhãn tiền của một số doanh nghiệp đã cổ phần hóa trước. Chẳng hạn, khâu xác định giá trị doanh nghiệp luôn là trọng tâm gây trắc trở khi tiến hành chuyển đổi. Trước đây, giá trị doanh nghiệp được xác định qua Hội đồng Định giá doanh nghiệp do cơ quan tài chính thành lập đã thể hiện nhiều nhược điểm. Thực tế đã xảy ra nhiều trường hợp giá trị doanh nghiệp được xác định quá chênh lệch với giá trị thật dẫn đến hai thái cực. Thái cực thứ nhất là giá trị doanh nghiệp bị đánh giá quá cao khiến cho việc bán cổ phần rất khó khăn, lay lắt, kéo dài tới hàng năm trời cũng không bán hết được. Thái cực thứ hai là giá trị doanh nghiệp bị định giá quá thấp làm cho nhiều nhà "tư bản" ở bên ngoài tìm cách tuồn tiền vào mua cổ phiếu, dẫn đến tranh chấp, kiện tụng kéo dài, nội bộ làm cho doanh nghiệp bê bối, mất đoàn kết...

Nghị định 64 vừa ban hành đã đưa ra nhiều phương thức mới sát thực và hiệu quả hơn. Ông Phạm Đình Soạn, Cục trưởng Cục Tài chính Doanh nghiệp, Bộ Tài chính cho biết, việc xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp mới sẽ được tính trên nguyên tắc khả năng sinh lời của doanh nghiệp và người bán, người mua đều chấp nhận được. Đối với giá trị quyền sử dụng đất, trước mắt vẫn áp dụng chính sách thuê đất và giao đất. Theo đó, Ủy ban nhân dân các tỉnh, thành phố sẽ tính giá thuê đất cho doanh nghiệp trên cơ sở giá thuê đất phải hợp lý với giá đất trên cùng địa bàn. Ngoài ra, giá trị thương hiệu, giá trị khả năng sinh lời của tài sản cũng là những yếu tố sẽ được đưa vào giá trị doanh nghiệp khi cổ phần hóa khi Nghị định 64 có hiệu lực.

Thực tế, những quy định mới trong Nghị định 64 đã thể hiện nhiều ưu việt hơn so với Nghị định 44 trước đây. Tuy nhiên, khi được đề nghị bình luận về tác động thúc đẩy cổ phần hóa DNNN của Nghị định mới, nhiều chuyên gia vẫn cho rằng, điều này là chưa rõ ràng. Trao đổi với báo Đầu tư Chứng khoán, một chuyên gia của Ban chỉ Đạo đổi mới và Phát triển doanh nghiệp Trung ương cho rằng, điểm mấu chốt vẫn là tư tưởng trong các bộ, ngành. Theo ông, cho dù chính sách mới có những thay đổi thông thoáng đến bao nhiêu, nhưng nếu cơ quan chủ quản vẫn còn cố tình níu kéo để giữ lại doanh nghiệp thành viên thì khó mà nói đến chuyện hiệu quả được.

### **Cổ phiếu ngân quỹ ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư như thế nào?**

*Theo quy định của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước UBCKNN, cổ phiếu ngân quỹ là số cổ phiếu đã phát hành và được mua lại trên thị trường bởi chính tổ chức phát hành. Do vậy, thì số cổ phiếu còn lại không bán được sau một đợt phát hành không được coi là cổ phiếu quỹ. Như chúng ta đã biết, vào đầu năm 2002, Công ty Hapaco đã thành công khi bán được toàn bộ 1 triệu cổ phiếu dự định phát hành thêm. Tuy nhiên, nếu giả sử, số lượng cổ phiếu HAP được đăng ký mua chỉ là 900.000 cổ phiếu, thì 100.000 cổ phiếu còn lại Công ty không phát hành được sẽ không được tính làm cổ phiếu ngân quỹ.*

Một số điểm đáng lưu ý về cổ phiếu ngân quỹ và giao dịch cổ phiếu ngân quỹ

+ Cổ phiếu ngân quỹ không được tính là cổ phiếu đang lưu hành của công ty phát hành và sẽ được tái lưu hành khi công ty bán ra

Tổng số cổ phiếu lưu hành bằng số cổ phiếu đã phát hành - số cổ phiếu ngân quỹ sẽ giảm đi khi công ty mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu ngân quỹ và sẽ tăng lên khi công ty bán ra tái phát hành cổ phiếu ngân quỹ do số cổ phiếu ngân quỹ giảm.

Số lượng cổ phiếu lưu hành thay đổi, sẽ có ảnh hưởng tới tổng lượng cung trên thị trường và do đó, sẽ ảnh hưởng tới giá cổ phiếu.

+ Cổ phiếu ngân quỹ không được chia cổ tức và người nắm giữ cổ phiếu này không có những quyền như khi nắm giữ các cổ phiếu khác

Lượng tiền công ty dùng để chi trả cổ tức chỉ được chia cho số cổ phiếu lưu hành chứ không chia cho số cổ phiếu ngân quỹ. Ngoài ra, công ty không được hưởng một số quyền khác khi nắm giữ cổ phiếu ngân quỹ như quyền biểu quyết hay đặc biệt là quyền được chia thêm cổ phiếu

mới phát hành.

Mới đây, UBCKNN đã chính thức chấp thuận về nguyên tắc cho phép REE phát hành thêm 7,5 triệu cổ phiếu cho các cổ đông hiện tại. Có thể nói rằng, chính sách này sẽ không được áp dụng với số cổ phiếu ngân quỹ. Tuy nhiên, một vấn đề đặt ra là với tỉ lệ chia thêm 2:1 và tổng số cổ phiếu lưu hành nhỏ hơn 15 triệu cổ phiếu do REE có cổ phiếu ngân quỹ thì số cổ phiếu phát hành thêm, về nguyên tắc, phải ít hơn số 7,5 triệu cổ phiếu như đã được chấp thuận. Đây là một trường hợp đặc biệt, nên việc xử lý những cổ phiếu còn thừa này sau khi chia thêm vẫn là một vấn đề bỏ ngỏ.

+ Giao dịch cổ phiếu ngân quỹ làm thay đổi giá trị sổ sách của công ty: Khi công ty mua lại cổ phiếu đang lưu hành, nguồn vốn chủ sở hữu sẽ giảm một lượng bằng giá trị cổ phiếu tính theo giá mua vào. Nói cách khác, tổng giá trị sổ sách của công ty sẽ giảm đi. Ngược lại, khi tái phát hành cổ phiếu ngân quỹ, giá trị sổ sách của công ty sẽ tăng lên.

Mặt khác, khi công ty bán ra tái phát hành cổ phiếu ngân quỹ, chênh lệch giữa giá tái phát hành và giá mua lại được ghi vào khoản mục thặng dư vốn cổ phần, là một phần của vốn chủ sở hữu, do đó ảnh hưởng tới giá trị sổ sách của công ty, nhưng không được hạch toán vào kết quả kinh doanh lỗ, lãi của công ty. Trước đây, khi chưa có hướng dẫn của Bộ Tài chính, nhiều công ty đã coi giao dịch này là một hoạt động tài chính.

+ Chỉ số giá của thị trường thay đổi khi có giao dịch của tổ chức phát hành Lượng cổ phiếu lưu hành của công ty thay đổi khi có giao dịch cổ phiếu ngân quỹ, dẫn tới thị giá của công ty và do đó tổng giá trị của toàn thị trường cũng thay đổi. Về lý thuyết, cần phải tính lại chỉ số giá của toàn thị trường. Tuy nhiên, hiện nay ở Việt Nam việc tính lại chỉ số giá VN-Index khi có giao dịch cổ phiếu ngân quỹ chưa được thực hiện.

### **Vì sao công ty mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu ngân quỹ?**

Trường hợp 1: Công ty có một lượng tiền nhàn rỗi mà chưa có kế hoạch đầu tư hiệu quả

Thay vì trả cổ tức cho các cổ đông, công ty mua lại cổ phiếu đã phát hành làm số lượng cổ phiếu đang lưu hành giảm, dẫn đến tỉ lệ sinh lời trên mỗi cổ phiếu  $EPS = \text{lợi nhuận ròng} / \text{số cổ phiếu đang lưu hành}$  sẽ tăng lên nếu công ty vẫn duy trì tốt hoạt động kinh doanh và do đó, sẽ có lợi cho các cổ đông hiện hữu.

Ngoài ra, về phía các nhà quản lý công ty, họ cũng kỳ vọng vào việc giá cổ phiếu sẽ tăng lên trong tương lai khi mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu ngân quỹ.

Tuy nhiên, cũng cần phải lưu ý rằng, việc mua lại cổ phiếu đã phát hành

làm giảm lượng tiền và do đó làm giảm cơ hội đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh của công ty. Điều này có thể sẽ ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của công ty trong thời gian tới.

Trường hợp 2: Theo các nhà quản lý công ty, cổ phiếu của công ty đang bị đánh giá thấp

Việc công ty mua lại cổ phiếu sẽ làm giảm lượng cung, do đó thường có ảnh hưởng tốt tới biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Đây là cách can thiệp của một số công ty khi giá cổ phiếu đang giảm.

Trường hợp này đã từng diễn ra ở Việt Nam trong thời kỳ giá các cổ phiếu có chiều hướng đi xuống, chất lượng mua sụt giảm. Những lệnh đặt mua cổ phiếu của chính tổ chức phát hành đã làm cho giao dịch trên thị trường sôi động hơn, đồng thời giúp giá cổ phiếu không xuống dốc nhanh.

### **Vì sao công ty phát hành bán ra cổ phiếu ngân quỹ?**

Công ty cần thêm vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh. Do đó, việc tái giá phát hành có cao hơn giá mua lại hay không, về nguyên tắc không ảnh hưởng tới quyết định bán ra của công ty. Đây cũng là giải pháp khá phổ biến giúp các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam có thêm vốn đầu tư vào các dự án kinh doanh mới REE với dự án E-Town, Bibica với việc xây dựng thêm Nhà máy Sản xuất bánh kẹo tại Hà Nội....

Giao dịch cổ phiếu ngân quỹ thường có ảnh hưởng đáng kể tới giá cổ phiếu trên thị trường. Nếu để các công ty niêm yết tự do can thiệp vào giá cổ phiếu thông qua việc mua bán cổ phiếu ngân quỹ sẽ làm giảm khả năng tự điều tiết của thị trường.

### **ADB đề xuất lộ trình phát triển TTCK Việt Nam**

Các chuyên gia của Ngân hàng phát triển châu Á ADB vừa có một bản nghiên cứu đề xuất lộ trình phát triển thị trường chứng khoán TTCK Việt Nam. Theo lộ trình này, các chuyên gia ADB cho rằng, sau năm 2010, TTCK Việt Nam có thể trở thành trung tâm tài chính Tiểu vùng Mê Kông. Đề án này đã được ông Gyutaeg Oh, Trưởng đoàn tư vấn ADB, trình bày tại cuộc hội thảo vừa qua tại Hà Nội. Một số chuyên gia của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước UBCKNN cũng đưa ra ý kiến xung quanh việc phát triển thị trường tới đây.

Phương hướng nghiên cứu đề án này của ADB được tổng hợp từ thực tiễn TTCK Việt Nam, kết hợp với các nước có điều kiện tương đồng như Trung Quốc, Hàn Quốc... để tìm ra phương thức ưu việt nhất cho lộ trình phát triển TTCK Việt Nam.

Theo ông Gyutaeg Oh, quy mô TTCK của Việt Nam còn quá nhỏ bé, nhưng vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển. Hiện nay, TTCK của Việt Nam mới thu hút được 0,1 tỷ USD vốn đầu tư, trong khi một số nước khác như Iran cũng thu hút được tới 5,9 tỷ USD vào TTCK hoặc New Zealand là 18,2 tỷ USD. Ở thị trường Việt Nam, trái phiếu giao dịch quá thấp, trái phiếu công ty cũng còn rất thô sơ và không có thị trường cho các sản phẩm phái sinh.

Trong đề án về lộ trình phát triển TTCK Việt Nam, ông Oh đã đưa ra 3 giai đoạn phát triển, 12 mục tiêu và 120 kiến nghị cụ thể. Đoàn tư vấn ADB cho rằng, đến năm 2010, khi GDP của Việt Nam đạt được khoảng 65 tỷ USD thì quy mô vốn trong TTCK phải đạt 19,5 tỷ USD, chiếm khoảng 30% GDP. Đến giai đoạn sau năm 2010, TTCK Việt Nam phải trở thành trung tâm tài chính của Tiểu vùng Mê Kông.

Vai trò của Chính phủ đối với TTCK được nhóm nghiên cứu đánh giá cao với 3 vai trò chủ yếu là người bảo vệ, người tạo điều kiện và người hỗ trợ cho thị trường. Đặc biệt, đối với thị trường đang phát triển thì vai trò người bảo vệ cần phải được đề cao, bởi lúc này thị trường vẫn còn nhỏ hẹp nên chưa thể thực hiện tốt các chức năng. "Chính phủ phải thực hiện vai trò tích cực và công bằng, nếu Chính phủ không đưa ra được các chính sách hiệu quả, thì họ khó có thể quản lý tốt được thị trường", ông Oh nói. Theo nhóm nghiên cứu, cần thiết lập Ban Phát triển thị trường vốn với vị Chủ tịch là một phó thủ tướng và thành viên là đại diện các bộ ngành liên quan như UBCKNN, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Kế hoạch và Đầu tư... Ngoài ra, tiến tới, Việt Nam cần có công ty định mức tín nhiệm, giúp UBCKNN và các đối tượng tham gia có thể đánh giá thị trường một cách toàn diện hơn.

Về mô hình tổ chức của TTCK Việt Nam, do quy mô thị trường của Việt Nam không lớn, nên chỉ thiết lập một Sở giao dịch chứng khoán với 4 bộ phận là Trung tâm Giao dịch Hà Nội, Trung tâm Giao dịch TP. Hồ Chí Minh, thị trường trái phiếu và thị trường các sản phẩm phái sinh. Ngoài Sở giao dịch cần có 2 chi nhánh là Trung tâm Thanh toán bù trừ và Trung tâm Công nghệ thông tin.

Theo các chuyên gia ADB, Việt Nam cũng cần phải thành lập Hiệp hội ngành chứng khoán với các thành viên thuộc tất cả các lĩnh vực hoạt động trong ngành chứng khoán. Hiệp hội này sẽ hoạt động như một cơ quan quản lý tất cả các thành viên. Ngoài ra, trong nội dung đề án phát triển thị trường thì Việt Nam vẫn nên tách biệt rõ hoạt động của ngân hàng thương mại với hoạt động của các công ty chứng khoán.

## **120 kiến nghị phát triển TTCK Việt Nam**

**ADB đã đề xuất 120 kiến nghị cụ thể phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.**

### **Các biện pháp tăng cung chứng khoán niêm yết**

- 1 Áp dụng các biện pháp khuyến khích các công ty mới niêm yết trên thị trường.
- 2 Thắt chặt mối quan hệ giữa cổ phần hóa và niêm yết
- 3 Áp dụng các biện pháp đối xử ưu đãi trong vay vốn ngân hàng đối với công ty niêm yết.
- 4 Khai trương Trung tâm Giao dịch Hà Nội làm thị trường cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
- 5 Cho phép các công ty liên doanh trở thành công ty cổ phần.
- 6 Xem xét chấp nhận việc niêm yết bắt buộc.
- 7 Khuyến khích các công ty niêm yết tiến hành chào bán quyền mua cổ phiếu dài hạn.
- 8 Xây dựng cơ chế đăng ký trước.
- 9 Đa dạng hóa chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán.
- 10 Thực hiện phân phối cổ phiếu của các doanh nghiệp cổ phần hóa thông qua sử dụng các phương tiện của Trung tâm giao dịch Chứng khoán.

### **Các biện pháp khai thác cầu chứng khoán**

- 11 Thành lập các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán.
- 12 Thành lập một công ty tài chính chứng khoán.
- 13 Phát triển các kế hoạch bán cổ phiếu cho doanh nghiệp.
- 14 Xây dựng chương trình tiết kiệm chứng khoán.
- 15 Khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia tích cực hơn vào thị trường chứng khoán.
- 16 Cấp phép cho các công ty tư vấn đầu tư.
- 17 Thành lập quỹ bình ổn thị trường cổ phiếu.
- 18 Xây dựng các kế hoạch cổ phiếu nhân dân.



### **Các biện pháp tăng cường khuôn khổ pháp lý**

- 19 Thông qua Luật Chứng khoán.
- 20 Mở rộng phạm vi chứng khoán.
- 21 Tách biệt hoạt động chào bán ra công chúng với hoạt động niêm yết.
- 22 Xác định cơ chế báo cáo công ty.
- 23 Cho phép giao dịch trên thị trường OTC đối với các chứng khoán phát hành qua chào bán.
- 24 Nói lỏng các yêu cầu đối với các thành viên thị trường là các công ty chứng khoán.
- 25 Nói lỏng các quy định trong ngành chứng khoán.
- 26 Khuyến khích sự tham gia của bên nước ngoài đầu tư vào các công ty chứng khoán.
- 27 Thắt chặt các quy định về giao dịch không công bằng.
- 28 Xác định rõ hơn các quy định về quản lý và tư vấn đầu tư.
- 29 Tăng cường công tác quản trị công ty.

### **Biện pháp tăng cường kết cấu thị trường**

- 30 Tăng thời gian giao dịch.
- 31 Khai trương sàn giao dịch mới.
- 32 Khuyến khích phổ biến thông tin thị trường.
- 33 Chấp thuận giao dịch qua Internet.
- 34 Xây dựng cơ chế giao dịch khối lượng lớn có hiệu quả hơn.
- 35 Chấp nhận lệnh thị trường.
- 36 Mở rộng biên độ giá.
- 37 Cho phép giao dịch đối với tài khoản mua bảo chứng.
- 38 Cho phép hoạt động bán khống và vay chứng khoán.

### **Biện pháp xây dựng hệ thống thanh toán bù trừ**

- 39 Xây dựng một cơ quan độc lập cho hoạt động thanh toán bù trừ.
- 40 Tiến hành các biện pháp chống rủi ro thanh toán.
- 41 củng cố hệ thống lưu ký tập trung.
- 42 Nâng cao vai trò của Trung tâm đăng ký chứng khoán.
- 43 Khuyến khích chứng khoán phi vật chất.
- 44 Bảo vệ quyền biểu quyết của người hưởng lợi.
- 45 Thiết lập hệ thống mã ISIN.
- 46 Nói lỏng hạn chế đầu tư với nhà đầu tư nước ngoài.
- 47 Chấp nhận hình thức chứng chỉ chứng khoán thống nhất.
- 48 Cho phép niêm yết danh nghĩa trên cơ sở hạn chế nhất định.

### **Các biện pháp phát triển thị trường trái phiếu**

- 49 Thành lập cơ quan đánh giá mức tín nhiệm.
- 50 Áp dụng tiêu chuẩn bắt buộc về mức tín nhiệm.
- 51 Xây dựng một cơ chế đăng ký đối với các đợt phát hành trái phiếu công ty.
- 52 Thực hiện chế độ công bố thông tin đầy đủ đối với các đợt phát hành trái phiếu công ty.
- 53 Thông qua một văn bản pháp luật về chứng khoán hóa nhằm xây dựng được một khuôn khổ cho các chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản.
- 54 Áp dụng cơ chế xác định theo giá thị trường với tất cả các tổ chức tài chính.
- 55 Thực hiện một chương trình tăng cường phát hành trái phiếu chính phủ.
- 56 Áp dụng hệ thống nhà giao dịch chính.
- 57 Thiết lập hệ thống thị trường Repo-thỏa thuận mua lại.
- 58 Cho phép vay và cho vay trái phiếu.
- 59 Thành lập thị trường tương lai và quyền chọn đối với trái phiếu chính phủ.
- 60 Cho phép bán khống trái phiếu.
- 61 Thiết lập hệ thống giao dịch giữa các nhà môi giới.
- 62 Tiến hành một chương trình tăng cường số lượng các thành viên thị trường trái phiếu.
- 63 Đưa trái phiếu công ty vào giao dịch trên thị trường OTC.
64. Áp dụng hệ thống thanh toán khi giao hàng.
65. Cho phép thành lập các quỹ chứng khoán.

### **Các biện pháp củng cố ngành chứng khoán**

- 66 Khuyến khích các công ty chứng khoán tiến hành cải tổ.
- 67 Mở rộng phạm vi kinh doanh của các công ty chứng khoán.
- 68 Tăng cường năng lực tài chính của các công ty chứng khoán.
- 69 Củng cố nguyên tắc bảo mật của các công ty chứng khoán.
- 70 Nới lỏng các quy định về hạn chế mở chi nhánh của các công ty chứng khoán.
- 71 Tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động giao dịch qua mạng.
- 72 Phát triển hệ thống kết nối tập trung cho các công ty chứng khoán.
- 73 Tăng cường hơn nữa việc áp dụng các biện pháp ưu đãi thuế cho các công ty chứng khoán.
- 74 Thông qua luật điều chỉnh các công ty tài chính cổ phần.
- 75 Tự do hoá ngành chứng khoán đối với nhà đầu tư nước ngoài.

### **Các biện pháp đảm bảo các nguyên tắc quản lý cơ bản**

76 Tách trung tâm giao dịch chứng khoán ra khỏi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

77 Xây dựng các hiệp hội ngành dưới hình thức các tổ chức tự quản.

78 Thực hiện các nỗ lực nhằm tạo lập một cơ chế cấp phép đơn giản và hệ thống quy định pháp luật điều chỉnh lĩnh vực chứng khoán và giao dịch tương lai.

79 Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đưa ra một chương trình tổng hợp thực thi một hệ thống quy định dựa trên diễn biến thị trường.

80 Áp dụng các biện pháp nhằm tăng cường tính minh bạch, độ tin cậy và tính độc lập trong hoạt động quản lý.

81 Áp dụng các biện pháp tăng cường hiệu quả của hoạt động cưỡng chế thực thi.

82 Xây dựng một cơ chế thích hợp cho quản lý rủi ro hệ thống.

83 Thực hiện quản lý bình đẳng đối với mọi thành viên của thị trường vốn thông qua các quy định về chức năng.

### **Các biện pháp tăng cường năng lực**

84 Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phát triển Trung tâm đào tạo và nghiên cứu nghiệp vụ chứng khoán thành một trung tâm đào tạo nghiên cứu chủ yếu của thị trường vốn.

85. Tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kiểm tra cấp phép, đào tạo và giáo dục.

86. Tăng cường kiểm tra cấp phép đối với các chuyên gia tác nghiệp trên thị trường.

87 Củng cố kỹ năng của các cơ quan quản lý bao gồm các cơ quan quản lý chủ chốt và các tổ chức tự quản.

88 Tăng cường hoạt động giáo dục và bảo vệ người đầu tư thông qua các chương trình tuyên truyền phổ biến kiến thức.

89 Thành lập hiệp hội các công ty niêm yết Việt Nam.

90 Khuyến khích văn hóa không ngừng củng cố kỹ năng và nghiên cứu thông qua các chương trình đào tạo chuyên môn liên tục.

91 Tăng cường đào tạo kỹ năng cho thị trường vốn thông qua việc phối hợp với các trường đại học trong việc xây dựng các chương trình giảng dạy.

### **Các biện pháp phát triển tổ chức thị trường**

92 Khai trương Trung tâm giao dịch Hà Nội cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

- 93 Tách hai trung tâm giao dịch ra hoạt động độc lập.
- 94 Phát triển hai trung tâm giao dịch thành sở giao dịch chứng khoán.
- 95 Xây dựng một sàn giao dịch thông thường kết nối giữa hai trung tâm giao dịch.
- 96 Thiết lập một sở giao dịch chứng khoán Việt Nam duy nhất trên cơ sở củng cố các trung tâm giao dịch.
- 97 Đa dạng hóa cơ cấu sở hữu sở giao dịch chứng khoán Việt Nam thành một tổ chức lợi nhuận được niêm yết trên thị trường chứng khoán.
- 98 Cần có một hệ thống sở giao dịch duy nhất điều chỉnh các thị trường công cụ tài chính và công cụ phái sinh.
- 99 Thiết lập một tổ chức thanh toán bù trừ duy nhất.
- 100 Thiết lập một tổ chức lưu ký chứng khoán tập trung.
- 101 Thành lập Trung tâm công nghệ thông tin chứng khoán Việt Nam.
- 102 Phí dịch vụ được đánh thuế ở một mức độ thích hợp.
- 103 Tạo lập khả năng độc lập về tài chính của Ủy ban Chứng khoán.
- 104 Thành lập Ban Phát triển thị trường vốn nhằm tăng cường phối hợp về chính sách giữa các bộ, ngành.

### **Các biện pháp tăng cường hoạt động quản lý đầu tư**

- 105 Cấp phép cho các công ty quản lý quỹ đầu tư và cho phép thành lập quỹ đầu tư chứng khoán.
- 106 Cho phép các quỹ đầu tư tư nhân đầu tư đến 100% tài sản của quỹ vào các công ty không niêm yết.
- 107 Cho phép thành lập các quỹ thị trường tiền tệ dưới hình thức quỹ đầu tư chứng khoán được quản lý bởi các công ty quản lý quỹ.
- 108 Cho phép thành lập các chương trình đầu tư tập thể dưới hình thức công ty.
- 109 Công nhận vai trò của các đại lý phân phối.
- 110 Xây dựng một khuôn khổ pháp lý cho việc cấp phép và quản lý các hình thức quỹ đầu tư tập thể dưới dạng một văn bản hay nghị định.
- 112 Ủy ban Chứng khoán Nhà nước công nhận tính tự quản trong hoạt động đầu tư nhằm bổ sung vào khuôn khổ quản lý của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.
- 113 Rà soát các biện pháp ưu đãi, bao gồm ưu đãi thuế nhằm khuyến khích đầu tư vào các quỹ đầu tư tập thể.
- 114 Tăng cường củng cố cơ sở hạ tầng bao gồm tổ chức định giá quỹ, tổ chức định giá trái phiếu độc lập, cơ quan đánh giá mức độ tín nhiệm.
- 115 Nỗ lực củng cố nhận thức của người đầu tư về hoạt động đầu tư vào quỹ.

116 Cho phép thành lập các quỹ tín thác vốn đầu tư mạo hiểm có thể đầu tư đến 100% tài sản vào các công ty không niêm yết, đồng thời cấp phép cho các công ty quản lý quỹ tín thác vốn rủi ro.

117 Cho phép sự tham gia tích cực hơn của bên nước ngoài vào lĩnh vực quản lý rủi ro.

118 Đẩy mạnh đầu tư lẫn nhau giữa các doanh nghiệp thuộc khu vực nhà nước và khu vực tư nhân, nhằm tăng cường sự tham gia của khu vực tư nhân trong việc sử dụng các quỹ của nhà nước dành cho vốn ban đầu.

119 Tăng cường sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức trong nước vào các quỹ đầu tư mạo hiểm.

120 Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phối hợp với các cơ quan quản lý thuế, các thành viên tham gia vào lĩnh vực này và cơ quan điều phối Trung ương ngành chứng khoán tiến hành ra soát khuôn khổ quy định về thuế đối với lĩnh vực quỹ đầu tư mạo hiểm.

### **Quy tắc thị trường chứng khoán của Schabacker**

- Đừng quá cả tin
- Đừng xoay sở quá nhiều chuyển đổi
- Đừng dồn toàn bộ số trứng của mình trong một rổ
- Đừng chấp nhận khuyết dự một cách mù quáng
- Đừng bị trôi buộc một cách máy móc
- Hãy kế hoạch trước - hành động sau
- Hãy xác định tư tưởng có thể đầu tư sai
- Hãy giới hạn thiệt hại và sống hạnh phúc, dẫu mình đang trong môi trường chứng khoán.

### **Đôi điều về cổ phiếu**

Thị giá cổ phiếu sẽ tăng trong giai đoạn thịnh vượng của chu kỳ tăng trầm kinh tế. Cụ thể khi đó:

- Các yếu tố sản xuất được tận dụng triệt để
- Đầu tư tư nhân gia tăng
- Giá tăng thu nhập của toàn nền kinh tế
- Thu nhập quốc dân tăng và
- Mức tăng tiêu dùng bị khống chế, mức tích lũy vốn được khuyến khích.

Thị giá cổ phiếu sẽ giảm trong giai đoạn suy thoái của chu kỳ thăng trầm kinh tế. Khi đó:

- Đầu tư tư nhân chững lại và giảm mạnh
- Doanh lợi của doanh nghiệp bị suy giảm kéo theo
- Số lượng doanh nghiệp phá sản ngày càng tăng
- Lợi nhuận nghiệp cao, tiền tích lũy giảm mạnh
- Đòi hỏi các Ngân hàng phải tăng cường cấp vốn, do đó
- Mức lãi suất tiền gửi tăng gây luồng vốn chảy từ thị trường vốn sang thị trường tiền tệ
- Chất lượng cổ phiếu được xác định trên cơ sở chỉ số đánh giá khả năng tài chính - tức chỉ số Cash-flow trên một cổ phiếu.

Tương quan thị giá và chỉ số Cash-flow càng nhỏ bao nhiêu thì cổ phiếu đó càng có triển vọng bấy nhiêu.

- Cổ tức là động cơ khuyến khích đầu cơ, là giá vị của bất súp; nếu trả ít thì nhạt mà trả nhiều thì chát.

- Khi định hướng đầu cơ cổ phiếu không nên dựa vào cổ tức được phân bổ, vì đó chỉ là "tuyết rơi chiều qua". Nên coi trọng dự đoán doanh lợi trong tương lai vì kinh doanh chứng khoán không phải là hoạt động cho thì hiện tại.

## **Nên hay không nên? Khi nào phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế**

"Nên hay không nên phát hành trái phiếu chính phủ TPCP ra thị trường vốn quốc tế" là câu hỏi đang được dư luận xã hội quan tâm.

Một trong những lý do mà nhiều chuyên gia cho là không nên phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế là, hiện nay, nguồn vốn của tổ chức, cá nhân trong nước còn khá nhiều, thay vì huy động vốn ở nước ngoài cần tận dụng ngay nguồn vốn trong nước. Bởi nếu lãi suất thị trường có xuống, thì việc trả lãi cao hơn cho tổ chức, cá nhân trong nước cũng là "lọt sàng xuống nia".

Tuy nhiên, theo quan điểm của Bộ Tài chính, để bảo đảm mức tăng trưởng GDP 7,0 - 7,5% trong giai đoạn 2001 - 2005 thì nhu cầu đầu tư vốn tối thiểu của toàn xã hội phải là 60 tỷ USD. Trong khoản tiền khổng lồ này, nếu huy động tối đa thì nguồn vốn trong nước, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, vốn hỗ trợ phát triển chính thức ODA, vốn đầu tư gián tiếp của tổ chức, cá nhân nước ngoài và người Việt Nam ở nước ngoài cũng chỉ đạt được 30 - 40 tỷ USD. Như vậy, số tiền còn lại 20 - 30 tỷ USD sẽ phải trông cậy vào nguồn vốn vay tín dụng thương mại hoặc vay dưới dạng được Chính phủ bảo lãnh.

Song trên thực tế, việc vay tín dụng thương mại nhiều năm qua đã cho thấy, khi tiếp cận với nguồn vốn này, người đi vay bị ràng buộc vào nhiều điều kiện mà không phải lúc nào Chính phủ cũng có thể đáp ứng được. Bên cạnh đó, đối với việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng thương mại, người đi vay hoàn toàn thụ động và không phải lúc nào cũng vay được.

Vì vậy, Bộ Tài chính cho rằng, nếu huy động vốn quốc tế thông qua phát hành TPCP thì không những tiếp cận được với nguồn vốn mới, mà còn khắc phục được những hạn chế trên. Hơn nữa, việc phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế đã được Chính phủ quy định khá cụ thể tại Nghị định 23/1995/NĐ-CP về việc phát hành trái phiếu quốc tế. Và, gần đây tại một số Nghị quyết của Quốc hội cũng như Chính phủ đã bàn về việc đa dạng hóa các nguồn vốn huy động trong và ngoài nước, trong đó có việc phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế.

Mới đây, bà Lê Thị Băng Tâm, Thứ trưởng Bộ Tài chính đã thông báo rằng, chủ trương thực hiện Nghị định 23/1995/NĐ-CP đã được Chính phủ giao cho Bộ Tài chính và các bộ có liên quan nghiên cứu để tiến hành thí điểm phát hành TPCP ngay từ đầu năm 2002. Nhưng do đây là hình thức huy động vốn rất phức tạp, nên hơn 8 tháng qua, Bộ Tài chính tiến hành tiếp cận các nhà đầu tư, mời các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm để đánh giá hiệu quả nền kinh tế, tìm hiểu các nhà tư vấn bảo lãnh, tư vấn luật, đại lý phát hành... và quan trọng hơn, theo bà Tâm là "phải nghiên cứu xem việc đưa TPCP ra thị trường quốc tế vào thời điểm nào có lợi nhất". Sự thận trọng trên là hoàn toàn hợp lý, song liệu thị trường vốn quốc tế có chấp nhận trái phiếu của Chính phủ Việt Nam phát hành? Bà Tâm cho rằng, với điều kiện hiện nay, thị trường vốn quốc tế hoàn toàn có thể chấp nhận trái phiếu của Chính phủ Việt Nam phát hành. Lý do mà bà Tâm đưa ra chứng minh là, ngày 12 tháng 6 năm 2002, Công ty đánh giá Hệ số tín nhiệm quốc tế Fitch Anh đã xếp hệ số tín nhiệm của kinh tế Việt Nam là BB- và BB Hệ số tín nhiệm tích cực. Trước đó ngày 28 tháng 5 năm 2002, Công ty đánh giá hệ số tín nhiệm quốc tế khác là Standard & Poor's Mỹ cũng đã xếp hệ số tín nhiệm các khoản vay dài hạn bằng ngoại tệ của Việt Nam ở mức BB- và BB Hệ số triển vọng và ổn định. Mặc dù không công bố chính thức thời điểm phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế, nhưng bà Tâm cho biết, mọi khâu cho việc phát hành đã chuẩn bị xong.

## **Thị trường tài chính và sự phân loại**

### **1.1. Khái niệm Thị trường tài chính**

Thị trường tài chính là thị trường trong đó nguồn tài chính được chuyển từ người có vốn dư thừa sang người thiếu vốn. Thị trường tài chính là tổng hoà các mối quan hệ cung cầu về vốn.

Chức năng cơ bản nhất của thị trường tài chính là dẫn vốn từ người dư thừa vốn tới người cần vốn, ngoài ra nó còn thể hiện chức năng giám sát thông qua sự vận động của các nguồn tài chính.

### **1.2. Phân loại thị trường tài chính**



Dựa vào các tiêu thức khác nhau ta có thể phân loại thị trường tài chính như sau:

1.2.1. Dựa vào cách thức huy động vốn trên thị trường tài chính trên cơ sở sử dụng các công cụ tài chính ta có thị trường nợ và thị trường cổ phần.

a Thị trường nợ

- Công cụ nợ ngắn hạn: là công cụ nợ có thời gian đáo hạn từ 1 năm trở xuống

- Công cụ nợ trung hạn: là công cụ nợ có thời gian đáo hạn từ 1 năm tới 10 năm

- Công cụ nợ dài hạn: là công cụ nợ có thời gian đáo hạn trên 10 năm.

b Thị trường cổ phần

Là thị trường trong đó người cần vốn huy động vốn bằng cách phát hành các cổ phiếu. Các cổ phiếu này là quyền được chia phần trên lãi ròng và tài sản của các công ty phát hành cổ phiếu.

1.2.2. Dựa vào việc mua bán chứng khoán lần đầu chứng khoán mới và mua bán chứng khoán sau khi phát hành lần đầu người ta chia làm thị trường cấp 1 và thị trường cấp 2.

a Thị trường cấp 1 thị trường sơ cấp: là thị trường tài chính trong đó những phát hành mới của chứng khoán được tổ chức phát hành bán cho người mua đầu tiên.

b Thị trường cấp 2 thị trường thứ cấp: là thị trường tài chính nơi diễn ra các hoạt động mua bán lại các chứng khoán được phát hành trên thị trường cấp 1.

Dựa vào phương thức giao dịch trên thị trường tài chính, thị trường cấp 2 được chia làm 2 loại: Sở giao dịch và thị trường phi tập trung.

1.2.3. Căn cứ vào bản chất, chức năng và phương thức hoạt động của các chủ thể tài chính và các công cụ tài chính giao dịch trên đó, hệ thống tài chính được phân làm 3 thị trường cơ bản: Thị trường tiền tệ, thị trường hối đoái và thị trường vốn.

a Thị trường tiền tệ:

Thị trường tiền tệ là thị trường phát hành và mua bán lại các công cụ tài chính ngắn hạn, thông thường dưới 1 năm như tín phiếu kho bạc, khoản vay ngắn hạn giữa các ngân hàng, thoả thuận mua lại, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, ...

b Thị trường hối đoái:

Tương tự như thị trường tiền tệ, thị trường hối đoái là nơi giao dịch các công cụ tài chính tương đối ngắn hạn, nhưng chúng được định giá bằng các loại đồng tiền khác nhau, và ở thị trường hối đoái cũng chỉ có các giao dịch giữa các đồng tiền khác nhau mới được thực hiện.

c Thị trường vốn Thị trường chứng khoán:

Thị trường vốn là thị trường phát hành và mua bán lại các công cụ tài chính có kỳ hạn trên 1 năm hay chính là nơi giải quyết quan hệ cung-cầu về vốn dài hạn.

Ba loại thị trường trên hình thành hệ thống thị trường tài chính. Hoạt động của mỗi thị trường có ảnh hưởng, tác động tới các thị trường kia. Thị trường tiền tệ và Thị trường vốn muốn hoạt động có hiệu quả và phát triển thì phải có Thị trường hối đoái, ngược lại hai thị trường kia phát triển và mở rộng sẽ thúc đẩy thị trường hối đoái hoạt động sôi động

hơn. Ngoài ra, sự phát triển của Thị trường tiền tệ là cơ sở cho sự phát triển của thị trường chứng khoán, cũng như một Thị trường chứng khoán phát triển tạo điều kiện cho Thị trường tiền tệ phát triển lên theo.

### 1.3. Vai trò của nhà nước trên các thị trường tài chính

Nhà nước có chức năng quản lý và điều tiết mọi mặt hoạt động của nền kinh tế trong đó thị trường tài chính là một bộ phận rất quan trọng. Đồng thời, trong quá trình vận động, bản thân thị trường tài chính cũng đặt ra yêu cầu được sự quản lý và giám sát của nhà nước.

Trong mỗi loại thị trường tài chính khác nhau, nhà nước thể hiện vai trò của mình bằng các biện pháp và công cụ khác nhau. Nói chung, sự tác động của nhà nước vào thị trường tài chính thể hiện trên 3 mặt cơ bản sau:

1 Nhà nước tạo môi trường pháp lý cho sự hình thành và hoạt động của thị trường tài chính

2 Nhà nước tạo ra môi trường kinh tế cho sự hình thành và phát triển của thị trường tài chính

3 Nhà nước giám sát các hoạt động của thị trường tài chính.

## **Thị trường chứng khoán: Sơ lược lịch sử ra đời và phát triển**

1.1. Khái niệm: Thị trường chứng khoán là một bộ phận của thị trường tài chính mà tại đó diễn ra việc mua bán các công cụ tài chính dài hạn.

### 1.2. Sơ lược lịch sử ra đời và phát triển

Thị trường chứng khoán ban đầu phát triển một cách tự phát và rất sơ khai, xuất phát từ một sự cần thiết đơn lẻ của buổi ban đầu. Vào giữa thế kỷ 15 ở tại những thành phố trung tâm buôn bán ở phương Tây, các

thương gia thường tụ tập tại các quán cà phê để trao đổi việc mua bán trao đổi các vật phẩm hàng hoá. Lúc đầu chỉ một nhóm nhỏ, dần dần sau đó tăng dần và hình thành một khu chợ riêng. Cuối thế kỷ 15, để thuận tiện hơn cho việc làm ăn, khu chợ trở thành "thị trường" với việc họ thống nhất các quy ước và dần dần các quy ước được sửa đổi hoàn chỉnh thành những quy tắc có giá trị bắt buộc chung cho mọi thành viên tham gia " thị trường".

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

Vào năm 1547, thành phố ở Bruges Bỉ mất đi sự phồn thịnh do eo biển Even bị cát lấp nên mậu dịch thị trường ở đây bị sụp đổ và được chuyển qua thị trấn Auvers Bỉ, ở đây thị trường phát triển rất nhanh và giữa thế kỷ 16 một quan chức đại thần của Anh quốc đã đến quan sát và về thiết lập một mậu dịch thị trường tại London Anh, nơi mà sau này được gọi là Sở giao dịch chứng khoán London. Các mậu dịch thị trường khác cũng lần lượt được thành lập tại Pháp, Đức và Bắc Âu.

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

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

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

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

Lịch sử phát triển các thị trường chứng khoán Thế giới trải qua một sự phát triển thăng trầm lúc lên, lúc xuống, vào những năm 1875-1913, thị trường chứng khoán Thế giới phát triển huy hoàng cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế Thế giới lúc đó, nhưng rồi đến "ngày thứ năm đen tối" tức ngày 29/10/1929 đã làm cho thị trường chứng khoán Tây, Bắc Âu và Nhật bản khủng hoảng mất lòng tin. Cho mãi tới chiến tranh thế giới thứ 2 kết thúc, các thị trường chứng khoán cũng hồi phục dần và phát triển mạnh và rồi cho đến năm 1987 một lần nữa đã làm cho các thị trường chứng khoán.

Thế giới điên đảo với "ngày thứ hai đen tối" do hệ thống thanh toán kém cỏi không đảm đương được yêu cầu của giao dịch, sụt giá chứng khoán

ghê gớm, mất lòng tin và phản ứng dây chuyền mà hậu quả của nó còn nặng hơn cuộc khủng hoảng năm 1929. Theo quy luật tự nhiên, sau gần hai năm mất lòng tin, thị trường chứng khoán Thế giới lại đi vào giai đoạn ổn định và phát triển đến ngày nay. Cứ mỗi lần khủng hoảng như vậy, giá chứng khoán của tất cả các thị trường chứng khoán trên Thế giới sụt kinh khủng tuy ở mỗi khu vực và mỗi nước ở những mức độ khác nhau gây ra sự ngừng trệ cho thị trường chứng khoán toàn cầu và cũng ảnh hưởng trực tiếp tới nền kinh tế mỗi nước.

Cho đến nay, phần lớn các nước trên Thế giới đã có khoảng trên 160 Sở giao dịch chứng khoán phân tán khắp các châu lục bao gồm cả các nước trong khu vực Đông nam Á phát triển vào những năm 1960 -1970 vào ở các nước ở Đông Âu như Balan, Hunggari, Séc, Nga, và Châu Á như Trung quốc vào những năm 1980 - đầu năm 1990.

Lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán trên Thế giới cho thấy thời gian đầu, thị trường hình thành một cách tự phát, đối tượng tham gia chủ yếu là các nhà đầu cơ, dần dần về sau mới có sự tham gia ngày càng đông đảo của công chúng. Khi thị trường bắt đầu xuất hiện sự trực trặc và bất ổn, chính phủ buộc phải can thiệp bằng cách thành lập các cơ quan quản lý nhằm bảo vệ quyền lợi của công chúng đầu tư và sau đó dần dần hệ thống pháp lý cũng bắt đầu được ban hành. Kinh nghiệm đối với những thị trường mới hình thành về sau này cho thấy thị trường sau khi thiết lập chỉ có thể hoạt động có hiệu quả, ổn định và nhanh chóng nếu có sự chuẩn bị chu đáo về mọi mặt về hàng hoá, luật pháp, con người, bộ máy quản lý và đặc biệt sự giám sát và quản lý nghiêm ngặt của Nhà nước.

Song cũng có một số thị trường chứng khoán có sự trực trặc ngay từ ban đầu như thị trường chứng khoán Thái Lan, Indônêsi, hoạt động trì trệ

một thời gian dài do thiếu hàng hoá và do không được quan tâm đúng mức, thị trường chứng khoán Philippine kém hiệu quả do thiếu sự chỉ đạo và quản lý thống nhất hoạt động của 2 Sở giao dịch chứng khoán Makita và Manila, thị trường chứng khoán Balan, Hungari gặp trục trặc do việc chỉ đạo giá cả quá cao hoặc quá thấp, ...

Có thể nói, Thị trường chứng khoán là một định chế tài chính không thể thiếu được trong đời sống kinh tế của những nước theo cơ chế thị trường và nhất là những nước đang phát triển đang cần thu hút luồng vốn lớn dài hạn cho nền kinh tế quốc dân.

## **Thị trường Chứng khoán - Tổng quan**

### 1. Chứng khoán – Hàng hoá của thị trường

Chứng khoán là bằng chứng dưới hình thức giấy tờ hay ghi trên hệ thống điện tử xác nhận quyền sở hữu hay quyền chủ nợ hợp pháp có thể chuyển nhượng của người sở hữu chứng khoán đối với vốn tài sản và các lợi ích khác của người phát hành.

#### 1.1. Hai loại chứng khoán chủ yếu

Chứng khoán được chia làm hai loại chính: cổ phiếu và trái phiếu. Với sự phát triển ngày càng cao của công nghệ chứng khoán và hình thức phát hành, ngày nay khái niệm về chứng khoán đã có sự thay đổi, nó không chỉ là một chứng từ hiện vật dưới hình thức giấy tờ mà còn có thể được thể hiện trên hệ thống điện tử.

#### Cổ phiếu:

Là một loại chứng từ dưới hình thức giấy tờ hay ghi trên hệ thống điện tử do các công ty cổ phân phát hành xác nhận quyền sở hữu hợp pháp của người có cổ phiếu đối với tài sản của người phát hành.

## Trái phiếu:

Trái phiếu là một loại chứng từ chứng nhận quyền đòi nợ gốc và lãi của trái chủ đối với người phát hành, nó có thể dưới hình thức giấy tờ hay được ghi trên hệ thống điện tử do các công ty, tổ chức hay Chính phủ trung ương, địa phương phát hành.

## So sánh cổ phiếu và trái phiếu

Một công ty có nhiều cách để huy động vốn, có thể vay vốn ngân hàng hoặc phát hành cổ phiếu hay trái phiếu. Cổ phiếu hay trái phiếu có thể bao gồm nhiều loại khác nhau, tuy nhiên những điểm khác nhau cơ bản giữa cổ phiếu và trái phiếu được phân biệt như sau:

### a Xét về phía các nhà đầu tư:

	Cổ phiếu	Trái phiếu
Vốn gốc giá trị ban đầu	Không được đảm bảo Giá cả biến động	Nói chung được đảm bảo
Thứ tự hoàn trả tiền khi Cty bị phá sản	Được hoàn trả sau cùng trong số tài sản còn lại	Được ưu tiên trong các hình thức vay nợ thông thường
Thời điểm hoàn trả vốn gốc	Chỉ khi Cty bị giải thể hoặc phá sản.	Thời điểm hoàn trả được xác định vào lúc phát hành
Quyền tham gia vào quản lý Công ty	Với mỗi cổ phần là một phiếu bầu, cổ đông có thể tham gia vào các quyết định của Cty tại đại hội cổ đông	Trừ khi Cty bị phá sản, không được tham gia vào quản lý Cty

### b Xét về phía các nhà kinh doanh:

	Cổ phiếu	Trái phiếu
--	----------	------------



Vốn gốc	Sau khi phát hành không bị yêu cầu mua lại do đó là khoảng tiền vốn an toàn	Phải chuẩn bị tiền hoàn trả khi trái phiếu đáo hạn
Hoạt động kinh doanh của Công ty	Tiền cổ tức do đại hội cổ đông quyết định. Do vậy, trường hợp hoạt động kinh doanh của Cty không ổn định, không nhất thiết công ty phải chia tiền cổ tức.	Dù việc kinh doanh của Cty như thế nào thì vẫn phải trả lãi và vốn gốc theo các điều kiện được quy định khi phát hành.
Tham gia vào quản lý kinh doanh	Cơ quan ra quyết định cao nhất Cty là đại hội cổ đông. Thông thường có quá nửa số phiếu đồng ý thì quyết định được thông qua.	Trái chủ không được tham gia vào quản lý Cty Trừ trường hợp Cty phá sản, tuy nhiên trên thực tế không thể bỏ qua ý kiến của người giữ trái phiếu.

Theo mức độ giảm dần của khả năng thanh toán và mức độ tăng dần của rủi ro, trật tự các loại chứng khoán được xếp loại như sau:

- Các chứng khoán nợ ngắn hạn tín phiếu kho bạc.
- Trái phiếu chính phủ
- Trái phiếu công ty
- Cổ phiếu ưu đãi
- Cổ phiếu thường.

Xuất phát từ trật tự thanh toán khi doanh nghiệp bị phá sản thì trái phiếu sẽ được xử lý trước. Khi công ty trong quá trình thanh lý thì trật tự thanh toán được xếp như sau:

- Phí giải quyết phá sản, lương công nhân viên.

- Trả thuế
- Thanh toán nợ, trong đó:
  - Nợ ngắn hạn
  - Nợ dài hạn
- Cổ đông:

Cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu thường

## 1.2. Phân loại cổ phiếu và trái phiếu

### 1.2.1. Cổ phiếu

Khi một công ty đăng ký phát hành, nó sẽ được trao thẩm quyền phát hành một số cổ phần nhất định. Hầu hết các công ty phát hành có phần ít hơn so với con số đã được giao thẩm quyền nhằm duy trì một lượng chứng khoán nhất định sử dụng trong tương lai.

Các cổ phiếu được phát hành: Là số lượng các chứng khoán thực sự đã được bán ra. Cổ phần chưa được bán ra hoặc chưa được lưu hành gọi là các chứng khoán chưa được phát hành.

Cổ tức là một phần lợi nhuận của công ty chia cho cổ đông tỷ lệ với số cổ phiếu của họ. Cổ tức thường được công bố hàng năm và trả theo quý. Một công ty có thể công bố trả cổ tức bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu hay bằng tài sản.

Để phù hợp với tâm lý của người đầu tư, người ta chia cổ phiếu ra một số loại như sau:

#### a Cổ phiếu thường

Cổ phiếu thường thể hiện quyền sở hữu được bỏ phiếu của một công ty cổ phần. Mỗi cổ phiếu thường thể hiện quyền lợi sở hữu của cổ đông

trong công ty. Số lượng cổ phiếu mà cổ đông nắm càng nhiều, quyền lợi sở hữu của anh ta trong công ty càng lớn.

Đôi khi, một công ty cổ phần có thể phát hành phiếu loại cổ phiếu thường khác nhau như loại A và B. Hai loại này có một số điểm khác nhau. Một loại cổ phiếu có thể có quyền bỏ phiếu bầu Hội đồng quản trị còn loại kia thì không. Hoặc khi công ty trả cổ tức cho cổ đông, một loại có thể nhận được cổ tức lớn hơn loại kia. Ngoài ra, nếu công ty bị thanh lý thì một loại có thể nhận được phần tài sản nhiều hơn loại kia.

Các quyền của cổ đông có cổ phiếu thường:

Người sở hữu cổ phiếu thường thông thường được hưởng một số quyền lợi nhất định như sau:

- Quyền bỏ phiếu bầu HĐQT.
- Quyền nhận cổ tức theo công bố của HĐQT.
- Quyền chuyển nhượng sở hữu cổ phiếu.
- Quyền bỏ phiếu cho các vấn đề có ảnh hưởng đến toàn bộ công ty
- Quyền kiểm tra sổ sách của công ty
- Quyền được chia tài sản khi công ty thanh lý hay giải thể

Mệnh giá của cổ phiếu thường:

Hầu hết các công ty cổ phần ấn định mệnh giá cho mỗi cổ phiếu thường và mệnh giá thường được in trên tờ cổ phiếu. Mệnh giá cổ phiếu không liên quan đến giá thị trường của cổ phiếu đó. Mệnh giá thể hiện tầm quan trọng duy nhất của nó vào thời điểm cổ phần lần đầu tiên được phát hành.

Giá thị trường của cổ phiếu thường

Khi cổ phiếu bán ra công chúng, giá của nó được xác định bởi giá mà các nhà đầu tư mua nó; giá này được coi là giá thị trường hay giá trị thị trường; nó phụ thuộc vào sự tin tưởng của người đầu tư với công ty phát hành.

Trên thực tế, giá thị trường của cổ phiếu không phải do công ty ấn định và cũng không phải do một người nào khác quyết định. Giá thị trường của cổ phiếu được xác định bởi giá thấp nhất mà người bán sẵn sàng bán nó và giá cao nhất mà người mua sẵn sàng mua nó.

### b Cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi cũng thể hiện quyền lợi sở hữu trong một công ty. Nó được gọi là cổ phiếu ưu đãi vì những cổ đông nắm loại cổ phiếu này được hưởng một số ưu đãi hơn so với những cổ đông thường. Những cổ đông ưu đãi có thể có quyền nhận cổ tức trước cổ đông thường hay có quyền ưu tiên được nhận tài sản trong trường hợp công ty bị giải thể.

Tuy nhiên, không giống với các cổ đông thường, các cổ đông ưu đãi thường không được bỏ phiếu bầu ra HĐQT và quyền hưởng lợi tức cổ phần bị giới hạn theo một số lượng nhất định.

### Mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi

Giống như cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi có thể có mệnh giá hoặc không có mệnh giá, ở đây mệnh giá cũng có mối liên quan đến giá thị trường. Nếu một cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá thì cổ tức sẽ được tính dựa vào mệnh giá đó. Nếu cổ phiếu ưu đãi không có mệnh giá thì cổ tức sẽ được công bố bằng một số đô la nào đó trên mỗi cổ phiếu mà công ty phát hành ấn định.

Các loại cổ phiếu ưu đãi:

Nếu một công ty cổ phần phát hành nhiều sêri cổ phiếu ưu đãi, họ có thể chỉ định một loại là ưu đãi thứ nhất, loại kia là ưu đãi thứ hai. Hoặc họ cũng có thể phân biệt các cổ phiếu ưu đãi thông qua sự ưu tiên của nó đối với việc hưởng lợi tức cổ phần.

**Cổ phiếu ưu đãi tham dự và không tham dự chia phần**

Cổ phiếu ưu đãi không tham dự chia phần là loại chỉ được hưởng lãi cổ phần ưu đãi ngoài ra không được hưởng thêm bất cứ phần lợi nhuận nào. Ngược lại, cổ phiếu ưu đãi tham dự chia phần thì cổ đông được hưởng một phần lợi tức phụ trội theo quy định khi công ty làm ăn có lãi cao.

**Cổ phiếu ưu đãi tích lũy và không tích lũy**

Cổ tức trên cổ phiếu ưu đãi cũng có thể được tích lũy hoặc không tích lũy. Một cổ phiếu ưu đãi được tích lũy có nghĩa là nếu cổ tức không được công bố trả trong một năm nào đó thì cổ tức này sẽ được tích lũy hay cộng dồn. Cổ tức gộp này phải được trả trước khi công bố trả cổ tức cho các cổ phiếu thường. Mặt khác, nếu cổ tức không được tích lũy và công ty đã bỏ qua cổ tức của một năm nào đó thì cổ tức đó không phải cộng thêm trước khi cổ tức thanh toán cho những cổ phiếu thường.

**Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi**

Là loại cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển sang một loại chứng khoán khác của chính công ty đó. Công thức để thực hiện việc chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi sang cổ phiếu thường do công ty quy định tại thời điểm cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi được phát hành.

**Chứng khoán ngân quỹ:**

Vì nhiều lý do, công ty mua về những cổ phần mà họ đã phát hành. Các cổ phần đã được phát hành mà hiện tại do công ty đó sở hữu được gọi là các

chứng khoán ngân quỹ, nó không có quyền bỏ phiếu và không được nhận cổ tức.

Chứng khoán trôi nổi:

Là tổng số các chứng khoán đã được phát hành trừ đi số chứng khoán đã được công ty mua lại chứng khoán ngân quỹ. Các chứng khoán trôi nổi có quyền nhận cổ tức và có quyền bỏ phiếu.

### 1.2.2. Trái phiếu

Đặc điểm của trái phiếu:

**Mệnh giá:** Trên bề mặt của trái phiếu, thường công bố số tiền mà người phát hành cam kết trả cho người có trái phiếu. Số tiền này gọi là mệnh giá của trái phiếu.

**Ngày đáo hạn:** Ngày đáo hạn cũng được ghi trên bề mặt trái phiếu. Đây là ngày người phát hành sẽ thanh toán mệnh giá cho người có trái phiếu. Kỳ hạn của trái phiếu rất đa dạng, có thể lên tới 30 năm hay hơn nữa.

**Lãi suất:** Lãi suất được công bố theo tỷ lệ phần trăm với mệnh giá trái phiếu. Mặc dù lãi suất được tính theo hàng năm nhưng nó được thanh toán nửa năm một lần.

*Phân biệt theo tiêu thức người phát hành, có hai loại trái phiếu là trái phiếu công ty và trái phiếu Chính phủ*

Trái phiếu công ty

Trái phiếu vô danh

Tên trái chủ của trái phiếu vô danh không được đăng ký tại công ty phát hành. Trái phiếu này được thanh toán cho những ai mang nó, tức là người chủ sở hữu trái phiếu đó. Trái phiếu vô danh có gắn các cuống phiếu trả

lãi, trái chủ xé một cuống phiếu vào ngày trả lãi và gửi cho đại lý của công ty để thanh toán.

### Trái phiếu ghi tên

Tên của trái chủ được đăng ký tại công ty phát hành. Người có trái phiếu này không phải gửi các cuống phiếu cho đại lý thanh toán để nhận phần lãi của mình. Mà thay vào đó, vào ngày đến hạn, người đại lý sẽ tự động gửi cho anh ta một tờ séc trả cho khoản lãi đó.

### Trái phiếu có thể thu hồi

Một số công ty có quy định trong trái phiếu một điều khoản cho phép họ mua lại trái phiếu trước khi đến hạn. Thông thường, công ty chấp nhận trả cho người có trái phiếu theo giá gia tăng tức là, lớn hơn mệnh giá của trái phiếu khi công ty muốn mua lại trái phiếu đó.

### Trái phiếu có thể chuyển đổi

Trái phiếu chuyển đổi cho người sở hữu quyền đổi trái phiếu của anh ta sang một loại chứng khoán nào đó. Chứng khoán này có thể là cổ phiếu ưu đãi hay cổ phiếu thường của công ty phát hành.

### Trái phiếu bảo đảm

Cũng như những người đi vay khác, công ty thường đưa ra một thứ có giá trị làm vật bảo đảm cho các khoản vay. Khi công ty thực hiện điều này, ta nói rằng nó đã phát hành một trái phiếu có bảo đảm. Có một số loại trái phiếu bảo đảm chủ yếu là:

Trái phiếu có tài sản cầm cố: một trái phiếu có tài sản cầm cố là việc công ty phát hành thế chấp bất động sản để đảm bảo khả năng thanh toán nợ.

Trái phiếu có tài sản thế chấp: công ty phát hành đưa ra các chứng khoán để chuyển nhượng mà công ty sở hữu của người khác để bảo đảm cho việc phát hành trái phiếu.

Trái phiếu không bảo đảm

Một công ty có khả năng tín dụng cao có thể phát hành trái phiếu chỉ trên uy tín của mình. Những trái phiếu này được gọi là giấy nhận nợ và công ty không phải thế chấp tài sản làm đảm bảo cho nó.

Các chứng khoán nhận nợ do ngân hàng phát hành

Các ngân hàng có thể tham gia thị trường với các công cụ ngắn hạn như:

Chứng chỉ tiền gửi: cung cấp cho ngân hàng các nguồn vốn để thực hiện cho vay ngắn hạn.

Phiếu chấp nhận thanh toán của ngân hàng: được phát hành để tài trợ cho buôn bán quốc tế.

Trái phiếu Chính phủ

Để tài trợ cho chi tiêu ngân sách, các chính phủ có thể phát hành trái phiếu thông qua kho bạc nhà nước. Trái phiếu chính phủ có thể là ngắn hạn, trung và dài hạn.

Kỳ phiếu kho bạc ngắn hạn

Phổ biến nhất là các loại 3 tháng và 6 tháng, các kỳ phiếu ngắn hạn là những công cụ chiết khấu, thường không có mức lãi suất cố định. Các kỳ phiếu ngắn hạn thường được mua bằng một số tiền và người mua sẽ nhận được một số tiền lớn hơn bằng mệnh giá khi đến hạn. Khoản chênh lệch giữa hai số tiền trên gọi là khoản chiết khấu, lãi suất thu được chính là lãi suất chiết khấu



## Trái phiếu kho bạc trung và dài hạn

Các trái phiếu kho bạc trung và dài hạn là các công cụ có kỳ hạn dài hơn kỳ phiếu kho bạc. Trái phiếu trung hạn được phát hành với thời gian đáo hạn từ 1 đến 10 năm. Trái phiếu dài hạn được phát hành từ 10 đến 30 năm. Các trái phiếu trung và dài hạn có mức lãi suất cố định và được trả lãi trên cơ sở nửa năm. Những công cụ này được tính toán trên cơ sở 1 năm 365 ngày mà không phải 360 ngày như đối với các kỳ phiếu ngắn hạn và các công cụ khác

## Trái phiếu địa phương

### Kỳ phiếu địa phương ngắn hạn

Các chính quyền địa phương phát hành những công cụ ngắn hạn để ứng trước nhu cầu về vốn. Những công cụ này được gọi là kỳ phiếu, thường có kỳ hạn 6 tháng hoặc ít hơn. Các kỳ phiếu được phát hành trên cơ sở dự tính trước các khoản thuế gọi là kỳ phiếu ứng trước thuế. Các loại phát hành dựa trên dự tính thu nhập tương lai gọi là kỳ phiếu ứng trước thu nhập. Các kỳ phiếu ứng trước đợi phát hành trái phiếu mới gọi là kỳ phiếu ứng trước cho phát hành trái phiếu.

### Trái phiếu địa phương trung và dài hạn

Thường có một số loại sau:

Trái phiếu trách nhiệm chung: được bảo đảm bằng những lực thu thuế của chính quyền địa phương.

Trái phiếu bảo đảm bằng thuế cụ thể: được bảo đảm bằng một loại thuế nhất định của địa phương.

Trái phiếu thu nhập: được bảo đảm bằng thu nhập từ dự án xây dựng bằng tiền bán trái phiếu.

### 1.3 - Chứng quyền và trái quyền:

- Chứng quyền: Chứng quyền là một quyền mua hay đặt mua cổ phiếu mới được phát hành tại một giá xác định thường thấp hơn giá thị trường hiện hành theo tỷ lệ thuận với số cổ phiếu mà họ đang sở hữu. Chứng quyền thường có thời hạn ngắn từ 2 tuần đến 30 ngày. Trong thời gian đó người có chứng quyền có thể sử dụng để mua cổ phiếu mới hoặc bán nó trên thị trường

Thí dụ: Một công ty có 100.000 cổ phần nay muốn phát hành thêm 10.000 cổ phiếu mới. Khi đó tỷ lệ chuyển đổi là 1/10- tức là cứ có 10 cổ phiếu cũ thì được mua 1 cổ phiếu mới.

- Chứng khế: hay trái quyền

Một chứng khế gắn với 1 chứng khoán cho phép người giữ nó được quyền mua cổ phiếu thường theo một giá nhất định. Giá xác định trên chứng khế cao hơn giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường.

Ví dụ: Một công ty A có cổ phiếu thường đang lưu hành với giá 40\$/1 cổ phiếu, chứng khế phát hành cho phép người giữ nó mua cổ phiếu của công ty A với giá là 60\$/1 cổ phiếu vào bất kỳ thời điểm nào cho đến ngày 31/12/2000. Nếu công ty A đang rất có triển vọng và người ta dự đoán đến năm 2000, giá cổ phiếu của công ty có thể vượt mức 60\$ thì chứng khế sẽ rất hấp dẫn. Bởi vậy, người ta thường sử dụng chứng khế đi kèm với trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi để làm cho việc chào bán lần đầu hấp dẫn hơn.

#### 2.1.4. Các công cụ khác của thị trường chứng khoán Derivatives

- Hợp đồng kỳ hạn: là một hợp đồng tài chính, trong đó hai bên cam kết chắc chắn mua hoặc bán một công cụ tài chính vào một thời điểm trong tương lai với giá được xác định vào thời điểm ký hợp đồng. Người mua

hoặc người bán phải gánh chịu rủi ro hoặc mọi khoản lãi tùy thuộc khả năng phân tích đánh giá thị trường

- Hợp đồng lựa chọn: theo hợp đồng lựa chọn, người mua quyền lựa chọn có quyền được thực hiện đó bằng cách trả cho người bán một khoản tiền đặt cược. Đổi lại, người bán phải gánh chịu mọi rủi ro do biến động giá của thị trường gây ra. Còn người mua chỉ chịu rủi ro trong giới hạn đặt cược.

Có hai loại quyền lựa chọn là:

Quyền lựa chọn mua

Quyền lựa chọn bán

### **Những điều cấm kỵ trong thị trường chứng khoán**

- Các thủ thuật gian lận và giả tạo
- Tư vấn cho khách hàng không phù hợp, thiếu cơ sở.
- Mua bán quá mức cần thiết.
- Bán cổ tức.
- Bán chứng khoán tại điểm phân biệt giá.
- Vay mượn tiền.
- Ngụy tạo bản chất.
- Sử dụng kết luận nghiên cứu của người khác.
- Xung đột quyền lợi.
- Đảm bảo lời lỗ hoặc chia chác với khách hàng.
- Lạm dụng thông tin nội bộ.
- Tiết lộ thông tin khách hàng.
- Lợi dụng chức năng để thu vốn cho mình.
- Giao dịch giả tạo.
- Gài thế.
- Mua bán đột biến.
- Dùng các phương tiện truyền thông để gây ảnh hưởng thị trường.
- Phao tin thất thiệt hoặc gây lạc hướng.
- Chạy trước.
- Ép giá, trợ giá, chốt giá.

Mỗi giao dịch trong thị trường chứng khoán TTCK là một cuộc làm ăn, nhiều khi đó là một cuộc làm ăn lớn. Các giao dịch thường diễn ra và kết thúc cực kỳ nhanh, có thể chỉ tốn vài giây để gút một hợp đồng bạc tỷ. Ở các thị trường lớn, hàng triệu giao dịch phát sinh mỗi ngày, trị giá hàng tỷ đô la... Sự sôi động của loại thị trường này vừa thách thức vừa đặt tiền đề cho các nhà quản lý về khả năng duy trì một nề nếp trật tự và đạo đức kinh doanh.

Để đảm bảo một thị trường lành mạnh, TTCK được xây dựng trên nền tảng thi hành trung thực và công bình. Người đầu tư được bảo vệ tối đa. Sự an toàn chính là nhân tố thuyết phục cho thị trường tồn tại và được duy trì bởi: một hành lang pháp luật, một hệ thống quy chuẩn và nghiệp vụ được chuẩn hoá chi li và những điều cấm kỵ có tính nguyên tắc.

Về pháp luật và nghiệp vụ đầu tư, người đầu tư có thể dễ dàng nếu không muốn nói là luôn luôn cần đến các cố vấn và các công ty chứng khoán lo liệu cho mình. Riêng những điều cấm kỵ thì chẳng những giới chuyên nghiệp phải thuộc lòng mà người đầu tư cũng cần biết để tránh, để cảnh giác, tự bảo vệ mình và còn có ý nghĩa làm tai mắt giúp thị trường hoàn thiện.

Trình bày dưới đây chủ yếu cung cấp hiểu biết về các cấm kỵ và hạn chế đối với các thành viên trong TTCK cũng như bất cứ ai tham gia vào thị trường này.

### CÁC THỦ THUẬT GIAN LẬN VÀ GIẢ TẠO

Người tham gia, nhất là nhân sự trực tiếp làm việc trong TTCK tuyệt đối không được dùng các mưu kế hay phương pháp vận hành giả tạo nhằm đánh lừa hoặc gian lận để tác động theo ý mình khi giao dịch hoặc nhằm để chiêu dụ việc mua hay bán một chứng khoán nào đó. Ví dụ đưa ra các nhận định có dụng ý và sai sự thật hoặc thực hiện các động tác giả. Điều này giúp cho cơ chế mua bán trong TTCK tuân thủ các động cơ tự nhiên theo nhiệt độ của thị trường và chống lừa đảo. Theo luật giao dịch chứng khoán của Mỹ thì giới hạn truy cứu là 3 năm và hiệu lực phát hiện trong vòng một năm, với sự đền bù thiệt hại không hạn chế và tùy theo mức độ.

### TƯ VẤN CHO KHÁCH HÀNG KHÔNG PHÙ HỢP, THIẾU CƠ SỞ

Khi khách hàng tìm đến nhà tư vấn hoặc quan hệ với công ty chứng khoán, họ mặc nhiên phó thác niềm tin vào những nơi này. Mỗi khách hàng có những nhu cầu đầu tư riêng. Các điều kiện tài chính, nhân thân, thể trạng tâm lý, mức chịu đựng rủi ro... của họ khác nhau. Họ cần được điều tra đầy đủ, được giải thích cặn kẽ, gồm cả các phân tích rủi ro đúng mực và báo họ biết trước. Bất cứ sự thiếu tận tụy, qua loa lấy lệ nào gây hậu quả xấu cho khách hàng đều được xem là vi phạm nguyên tắc hành xử trong TTCK.

Sự hành xử trung thực fair dealing này có thể đo lường được dễ dàng bằng một số tình huống được liệt kê. Ví dụ không thể có chuyện khách hàng của một công ty môi giới bị mắc quai vào một quyết định đầu tư mà có thể đặt họ vào rủi ro vượt quá khả năng tài chính của họ. Hoặc một phụ nữ đang mang thai, một người bệnh tim, lại được hướng dẫn đầu tư vào các chứng khoán hay chiến lược có độ rủi ro cao, dù có thể sẽ mang lại lợi nhuận nhiều, ..

### MUA BÁN QUÁ MỨC CẦN THIẾT

Trong cơ chế TTCK các nhà đầu tư do không có thời giờ hoặc không tinh thông bằng các nhà môi giới,... họ có thể mở một trương mục uỷ thác discretionary account giao trọn quyền mua bán lại cho nhà môi giới. Hoạt động mua bán quá mức xảy ra khi người môi giới làm như thế để gia tăng tiền huê hồng của mình chứ không phải vì mục đích kiếm lời cho khách hàng đầu tư. Hành động "tạo sóng" để thủ lợi - "hay đành sửa vớt bờ" – này thuật ngữ gọi chung là "churning". Churning vừa có thể là mua bán quá nhịp độ bình thường hoặc quá quy mô để rồi lại phải thanh lý phát sinh nghiệp vụ! mới kết thúc giao dịch đó được.

### BÁN CỔ TỨC

Việc mua chứng khoán ngay trước đợt phân phối cổ tức mới nghe tưởng ngon ăn như "mua gà cho trứng". Thật ra người đầu tư bị đặt trước hai bất lợi: thứ nhất chứng khoán sẽ bị rớt giá ít ra là bằng với khoản cổ tức được phân phối - sự rớt giá vì bất cứ lý do nào luôn kèm theo một động thái tâm lý bất ổn - và thứ hai, người đầu tư sẽ phải gánh chịu trách nhiệm về khai thuế theo đợt phân phối cổ tức đó. Các công ty chứng khoán bị cấm khuyến khích người đầu tư mua các cổ phần vào thời điểm tế nhị này nhằm để tránh một sự chạy trách nhiệm đối với nghĩa vụ thuế.

## BÁN CHỨNG KHOÁN TẠI ĐIỂM PHÂN BIỆT GIÁ

Sẽ có các loại chứng khoán, cổ phần các đợt phát hành mới, hoặc cổ phần của các quỹ đầu tư, được bán bởi một khung giảm giá theo đó giá được giảm thấp hơn sau mỗi nấc thang số lượng cao hơn. Khách hàng có thể không nắm được các thông tin này, do đó vô tình có thể mua một lượng ngay sát dưới giá được giảm. Như vậy họ mặc nhiên chịu thiệt hại ngay khi mua. Các nhà môi giới và tư vấn thu xếp cho khách hàng đầu tư mua ở mức như thế hoặc lơ đi trước một yêu cầu giao dịch vô ý của khách hàng với lượng mua ngay dưới điểm phân biệt breakpoint của một thang giá là không chân chính và vi phạm nguyên tắc tri hành trung thực trong TTCK.

## VAY MƯỢN TIỀN

Các đại diện của công ty chứng khoán và các nhà tư vấn đầu tư bị cấm vay tiền hoặc chứng khoán của một khách hàng, ngoại trừ khách hàng đó đồng thời là một ngân hàng hoặc một đơn vị có chức năng kinh doanh tài chính. Đồng thời họ cũng bị cấm không được cho khách hàng vay tiền hoặc chứng khoán nếu họ không được phép hoạt động như vậy.

## NGUY TẠO BẢN CHẤT

Những người hành nghề trong TTCK không được trình bày sai lệch ra công chúng về thực chất và các dịch vụ của họ để loè khách hàng cũ hoặc câu khách hàng mới,... các cấm kỵ kiểu này bao gồm:

- Phẩm chất nghề nghiệp, kinh nghiệm, trình độ.
- Bản chất các dịch vụ được cung ứng.
- Phí dịch vụ.

Bất cứ một sự phô trương nào vượt quá thực chất cũng mắc tội nguy tạo, vì sẽ làm sai lệch quyết định chọn mặt gửi vàng của người đầu tư.

## SỬ DỤNG KẾT LUẬN NGHIÊN CỨU CỦA NGƯỜI KHÁC

Các nhà tư vấn đầu tư và kinh doanh môi giới bị cấm không được cung cấp cho khách hàng các báo cáo nghiên cứu, phân tích hay khuyến nghị do người khác thực hiện mà không nói thẳng ra đó không phải là lập luận của mình. Nhưng họ có thể dựa vào các thông tin, khuyến nghị hoặc phân

tích của người khác để đưa ra các kết quả tư vấn cho khách hàng của mình, miễn là họ phải tiết lộ là họ đã dùng các nguồn đó.

### XUNG ĐỘT QUYỀN LỢI

Các nhà tư vấn đầu tư phải công khai bằng văn bản các thực trạng tế nhị để gây ra hoặc tiềm ẩn khả năng xung đột quyền lợi với khách hàng như:

- Mọi quan hệ trực tiếp giữa nhà tư vấn với bất cứ nhà cung ứng sản phẩm chứng khoán nào.
- Các khoản tiền trả phí thu xếp mà khách hàng phải chịu thêm vào phí tư vấn cho cùng dịch vụ.
- Nhận phí tư vấn của khách hàng trong khi tiền huê hồng thực hiện nghiệp vụ chứng khoán, dựa trên kết quả tư vấn đó, cũng có thể về tay nhà tư vấn hay công ty của họ.

### ĐẢM BẢO LỜI LỖ HOẶC CHIA CHẮC VỚI KHÁCH HÀNG

Những người kinh doanh và tư vấn không được cam kết bất cứ một khoản chạy lỗ hoặc kiếm lời nào sẽ được thực hiện cho tài khoản của khách hàng, ngoại trừ trong vài trường hợp hạn chế. Những người hoạt động trong kỹ nghệ chứng khoán cũng không được chia lãi, chia lỗ với khách hàng. Các ngoại lệ nếu có - ví dụ: đối với một tài khoản liên kết joint account - thì phải được công ty quản lý trực tiếp chấp thuận trước bằng văn bản, và họ chỉ được chia phần tương đương với vốn góp. Các quan hệ gia đình trực tiếp sẽ được áp dụng linh động hơn.

### LẠM DỤNG THÔNG TIN NỘI BỘ

Đây là cấm kỵ cực kỳ nghiêm khắc. Các thông tin không được công bố ra công chúng được quan tâm đặc biệt vì đây chính là một nguyên nhân quan trọng bậc nhất tạo ra sự bất công, tiêu cực, mờ ám,... làm vẩn đục thị trường. Các công ty và nhà tư vấn chứng khoán bị bắt buộc phải lập các "bức tường cách ly" Chinese wall trong nội bộ, soạn quy chế để duy trì và ràng buộc các chế độ về quản lý thông tin, thiết lập thủ tục và hạn chế nhằm tích cực ngăn ngừa các vi phạm luật lệ về quản lý thông tin nội bộ. Luật lệ về TTCK dành nhiều điều khoản chế định hành vi phi đạo đức này.

## TIẾT LỘ THÔNG TIN KHÁCH HÀNG

Thông tin có liên quan đến khách hàng có quan hệ với công ty chứng khoán phải được giữ kín. Các nhân viên của công ty chứng khoán không được tiết lộ bất cứ chi tiết nào của khách hàng cho người khác không có thẩm quyền nếu không có sự đồng ý của khách hàng đó. Các thông tin này có thể là các vị thế mua bán, tình trạng nhân thân, tình hình tài chính, các ý đồ chiến lược,...

Một nguyên tắc quan trọng có tính sống còn của TTCK là niềm tin của khách hàng. Chính những nhân viên làm việc trong công nghệ chứng khoán phải có nghĩa vụ giữ lại niềm tin đó. Trong trường hợp được yêu cầu, được pháp lý xác nhận và cho phép, tài khoản của khách hàng có thể giao dịch bằng mã số hoặc mã chữ thay vì bằng chính tên của họ.

## LỢI DỤNG CHỨC NĂNG ĐỂ THU VÉN CHO MÌNH

Khi các công ty thành viên và cơ quan trong TTCK dám nhận các công đoạn trong hệ thống vận hành như đại diện chi trả, chuyển nhận, bảo lãnh phát hành chứng khoán,... là đã cam kết trong một quan hệ uỷ thác đối với các công ty phát hành. Do vai trò như vậy, các đơn vị này đương nhiên có được các thông tin riêng, chi tiết về những ai đang làm chủ loại chứng khoán mà họ đang phục vụ. Đây không phải là lợi thế kinh doanh. Các thành viên liên quan bị cấm không được sử dụng các thông tin dạng này cho mục đích vụ lợi. Họ chỉ được sử dụng theo yêu cầu cụ thể hoặc sự cho phép của công ty phát hành. Chẳng hạn, một đơn vị thành viên giữ nhiệm vụ chuyển nhượng transfer agent trong các giao dịch về cổ phần thường của một công ty không được liên hệ với các sở hữu chủ cổ phần đó để mỗi chào hoặc thu vén riêng.

## CÁC HOẠT ĐỘNG MUA BÁN PHI ĐẠO ĐỨC

### GIAO DỊCH GIẢ TẠO

Tương tự như việc đưa ra chào mua, chào bán ảo, việc dựng lên các giao dịch nguy tạo có thể được một số người sử dụng nhằm tạo các đột biến thị trường cho một loại chứng khoán nào đó ngõ hầu phục vụ cho dụng ý cá nhân. Các động tác giả artificial transactions này dù được vận dụng dưới bất cứ hình thức nào đều bị nghiêm cấm.

### GÀI THẾ



Cũng nhằm nguy tạo cảm giác thị trường của một chứng khoán nào đó sôi động, cùng lúc có hai người đưa ra hai lệnh mua và bán giống hệt nhau thông qua cùng một công ty môi giới và được thực hiện. Kết quả mua bán được báo cáo trên các hệ thống thông tin nhưng kỳ thực đây chỉ là một một mảnh khoé tạo xung động giá chứ không có mua bán theo cung cầu trung thực.

Các cá nhân cũng có thể tự thực hiện thủ thuật này hoặc do các nhóm cùng cánh làm ăn bất chính tạo ra. Các công ty chứng khoán buộc phải lưu ý và phát hiện các lệnh đối ứng kiểu này và không được thực hiện nghiệp vụ khi biết rằng đó là một hoạt động gài thế matching. Ví dụ mua và bán cùng loại chứng khoán, cùng số lượng, gần như cùng giá tại cùng thời điểm,...

### MUA BÁN ĐỘT BIẾN

Mua bán đột biến tăng lên được xác định khi một thành viên có thể cấu kết với khách hàng - thực hiện các lượng mua bán một lượng chứng khoán vượt trội, tại một thời điểm nào đó, khác xa với diễn biến bình thường, hoặc vượt quá sự cân đối nguồn tài chính của mình một cách lộ liễu. Hoạt động này có thể bị kết tội hoặc bị truy cứu đã gây nhiễu loạn thị trường.

### DỪNG CÁC PHƯƠNG TIỆN TRUYỀN THÔNG ĐỂ GÂY ẢNH HƯỞNG THỊ TRƯỜNG

Các công ty chứng khoán, hoặc các cá nhân, đơn vị liên quan, không được dùng tiền mua chuộc và tạo ra các bài viết, các nhận định thuận lợi theo ý mình hoặc các đề cập có dụng ý khác trên báo chí, các ấn phẩm tài chính,... Tất nhiên điều cấm kỵ này không bao gồm các quảng cáo bình thường trên các phương tiện truyền thông và được phân biệt rõ như vậy.

### PHẠO TIN THẤT THIẾT HOẶC GÂY LẠC HƯỚNG

Các nhà kinh doanh giao dịch chứng khoán bị cấm sử dụng vị thế của mình để tạo ra các trung tâm ảnh hưởng và nơi đưa ra ý kiến nhằm lung lạc khách hàng bằng việc truyền bá hoặc cung cấp các thông tin sai lạc hoặc thất thiệt phục vụ cho mục tiêu lôi kéo quần chúng mua hay bán một loại cổ phiếu cụ thể nào đó.

### CHẠY TRƯỚC FRonT-RUNNING

Hành động chạy trước liên quan tới những tình huống theo đó một nhà kinh doanh môi giới chứng khoán trong khi đang giữ một lệnh mua hay bán của khách hàng đặc biệt là các khối lượng lớn có chiều hướng làm biến đổi thị trường lại thực hiện mua hoặc bán cho mình cùng phía với lệnh của khách hàng, trước khi đưa lệnh đó ra thị trường.

Nếu là lệnh mua, nhà kinh doanh môi giới không được mua riêng cho mình với giá bằng hay thấp hơn giá sau đó sẽ thực hiện cho khách hàng.

Tương tự trường hợp khách hàng ra lệnh bán thì công ty đó không được bán chứng khoán cùng loại cho tài khoản công ty mình bằng hoặc cao hơn giá sau đó sẽ thực hiện cho khách hàng.

### ÉP GIÁ CAPPING, TRỢ GIÁ PEGGING, CHỐT GIÁ FIXING

Bất cứ nỗ lực chủ quan nào nhằm để tạo một áp lực làm cho giá một chứng khoán nào đó bị hãm lại ở mức thấp, hoặc đẩy giá xuống thấp hơn, được xem là hành động ép giá. Điều này bị lên án và cấm kỵ trong TTCK.

Tương tự các tác động chủ ý nhằm để duy trì một giá cao giả tạo hoặc chốt giá ổn định một cách không bình thường đối với một chứng khoán đều là các hành vi sai phạm và bị cấm.

Bên cạnh các biện pháp giám sát và duy trì sự tuân thủ các điều cấm cụ thể trên đây, có thể nói, toàn bộ TTCK được vận hành dựa vào một hệ thống nghiệp vụ, kỹ thuật, quy phạm,... được chuẩn hoá cao độ. Các hoạt động trong TTCK hầu như tất cả đều dựa trên những "đường ray" theo một trật tự ăn khớp nhau. Sự tinh tế và nhạy cảm phát đi từ hiệu lực của hệ thống. .. giúp cho người ta có thể đo được độ trung thực theo yêu cầu "fair play" cho cả những thương vụ cực kỳ ngấn dù phải tính bằng giây.

Tính kỷ luật trong TTCK do được thể hiện từ các chuẩn mực chuyên sâu và cương kỷ như vậy, người đầu tư khi giao dịch trong thị trường này cần thiết phải nhờ đến chuyên viên tư vấn hoặc các broker.

### **Các rủi ro trong đầu tư chứng khoán**

- Tự biết mình.
- Nhu cầu nào mua loại đó.

- Các rủi ro trong đầu tư chứng khoán.

Có lẽ cần phải nói thật sớm rằng khi mua cổ phần công ty hoặc tại thị trường chứng khoán TTCK là ta đã bỏ vốn ra làm ăn chứ không phải bỏ ống hay gói tiết kiệm. Chuyện tưởng đơn giản như thế mà hiện nay - và biết đâu sẽ còn lâu nữa - làm nhiều công ty đã cổ phần hoá đang phải nhúc nhủ...

Bối cảnh có thể là những người lao động, tay làm hàm nhai, ki cốp những đồng bạc dành dụm khó khăn đi mua cổ phần công ty. Cũng có thể đó là những người khá hơn, chỉ vì suy nghĩ quá đơn giản nên đã đinh ninh rằng sở hữu công ty rồi là bảnh lắm, cứ "tới kỳ là có bánh mì"... Nhưng có trường hợp đã tới mấy kỳ mà chẳng thấy "bánh mì"! Công ty vừa cổ phần hoá xong thì khủng hoảng khu vực ập đến. Kết quả cân đối âm, đành phải cắn vào đuôi mà tồn tại, lấy lời đâu để mà chia? Bức bách quá quý vị ấy đi bán cổ phần. Lại gặp ê chề: chấp nhận bán lỗ cũng không phải dễ tìm được người mua. Thế là tàn một giấc mơ? . . . Chưa chắc. Hãy đợi đấy...

### TỰ BIẾT MÌNH:

Nếu ta tạm quên TTCK - hoặc giả sử cơ chế thị trường này còn lâu mới thành hiện thực - thì hành động mua cổ phần chẳng khác nào một quyết định hùn hạp kinh doanh. Do đó phải tính tới yếu tố lời ăn lỗ chịu. Liệu cơm gạo nếp hoặc lượng sức mình là điều cần thiết. Mua cổ phần là tham gia vào loại hình hoạt động kinh tế thứ ba của thị trường - Loại thứ nhất là tư doanh sole proprietorship; loại thứ hai là hợp danh partnership và loại thứ ba là công ty hợp vốn corporation. Đó là một loại hình làm ăn dài hơi và đầy biến động, có khi bất trắc không chừng. Quyền định đoạt của người tham gia sau khi bỏ đồng vốn vào đó có khi chỉ còn một phần triệu

hay nhỏ hơn. Điều này gắn đồng nghĩa với khả năng bị lệ thuộc hay mất quyền tự chủ - cho đến khi nào chưa có một TTCK hữu hiệu.

Tự biết mình là khả năng nhận ra được mong đợi riêng của một cá nhân khi đặt mình vào cuộc chơi đó. Do vậy mà sẽ chẳng quá đáng nếu có thể nói mua cổ phần công ty là để mong khám phá hơn chứ không phải để kiếm sống. Vậy thì mình là ai? Làm buổi sáng đong gạo buổi chiều, nuôi con nhỏ mẹ già, chuẩn bị cho một phương trình đại học, sắp lập gia đình, xây nhà, về hưu, ... nay mai sẽ cần một khoản tiền nhất định, thì hãy cân nhắc trước khi mua cổ phần. Ngoại trừ trường hợp được ưu đãi nếu không việc giảm giá vài chục phần trăm cũng đừng nên vội, đừng vội ... Đôi khi hỏng chuyện ngay ở chỗ tiếc của rẻ này. Việc mua hàng giảm giá đó có thể không có ý nghĩa gì nếu chỉ vì do ta bị cuốn vào chứ không phải do một quá trình tính toán và quyết định.

### NHU CẦU NÀO MUA LOẠI ĐÓ

Tiền đầu tư vào cổ phần phải là tiền dư của để. Đó là món tiền cần thiết phải được quản lý một cách hiệu quả để kiếm của sinh lời. Lượng tiền nào không dùng cho các nhu cầu sinh sống cơ bản và cũng không nằm trong kế hoạch sử dụng ngắn hạn. Thế trạng tâm lý vững vàng và một khả năng nhận thức tối thiểu về kinh tế là những yêu cầu cần thiết. Bởi vì không thể có chuyện "không biết đâu... bắt đền" khi có một sự trì trệ hoặc thậm chí mất trắng xảy ra. Nếu ta không được như vậy thì tốt nhất nên chọn một cách đầu tư khác dựa vào thế thủ - từ vừa vừa cho tới gần như chắc cú - đó là mua cổ phần ưu đãi, mua trái phiếu nhà nước, trái phiếu đô thị, trái phiếu công ty hoặc gửi tiết kiệm.

Cách đầu tư sau an toàn hơn, bảo đảm tới kỳ là có lãi để chi dùng và tính được thời gian lấy vốn ra. Ngoại trừ cổ phần ưu đãi thì không được vì đây là dạng đã dẫn thân vào sân chơi nhưng còn "thủ công", không chịu thắng thua mà chỉ muốn "lấy râu". Ở đây quy luật thị trường thể hiện rất rõ, rủi ro ít nhận được lợi ít và ngược lại. Rủi ro risk trong đầu tư không nên được hiểu theo nghĩa "liều" thông thường, mà phải được quan niệm là sự suy tính xa hoặc, để hiểu hơn, đó chính là sự mạo hiểm.

Riêng trong TTCK, một nguyên tắc hành xử bắt buộc, mà các thành viên chuyên nghiệp phải tuân thủ, đó là phải điều tra thật kỹ lưỡng tình trạng nhân thân, tình hình tài chính, nhu cầu của người đầu tư trước khi mở tài khoản cho họ mua chứng khoán. Nhà môi giới và kinh doanh chứng khoán nào không trưng ra được bằng chứng là mình đã thực hành tận tụy thủ tục nào sẽ bị truy cứu trách nhiệm trước pháp luật.

### THUỘC BÀI RỦI RO

Gọi là đầu tư nghĩa là đã chơi trò chơi trí tuệ. Nhưng thói thường, khi say sưa nghĩ đến chiến thắng người ta dễ rơi vào trạng thái mất cảnh giác. Họ quên rằng tài thao lược của họ, hoặc ngay cả của các chuyên gia cố vấn cho họ, có thể bị "vô hiệu" bất cứ lúc nào tại hàng chục cửa ải, và nếu bất phước có ông kẻ rủi ro xuất hiện thì chí nguy. Do đó mà đừng quên nghĩ đến những thực tế phũ phàng, để thay vì "ngẫm lại mà đau" ta chấp nhận nó như là một "thứ đau thương". Tốt hơn hết người đầu tư cần nằm lòng càng nhiều rủi ro sau đây càng tốt:

Rủi ro lạm phát: Trước tiên là khả năng kiếm lời không đuổi kịp sự mất giá của đồng tiền đã bỏ ra đầu tư. Và khi sức mua của đồng bạc giảm sút do giá tiêu dùng tăng sẽ kéo theo lãi suất tăng. Tác động của lạm phát lên

cổ phần và cổ phiếu, theo đó, thể hiện ở nhiều chừng mực khác nhau và rất phức tạp. Khái quát có thể nên biết rằng các trái phiếu càng dài hạn càng bị mất giá nhiều hơn loại ngắn hạn, các cổ phần thuộc về các công ty tiện ích có thể bất lợi vì không dễ tăng giá, cổ phần ưu đãi bị mất giá nhiều so với cổ phần thường, ...

Rủi ro bị cụt vốn: Nhà đầu tư – đặc biệt là trong TTCK- có thể bị mất một phần hoặc toàn bộ vốn đã bỏ ra do tiên đoán trật, hoặc do những hoàn cảnh bất lợi ập đến từ bên ngoài chứ không phải vì sức khoẻ công ty. Ví dụ một ảnh hưởng tâm lý xa lánh, tẩy chay đối với một sản phẩm hay ngành sản xuất, sự thay đổi tập quán tiêu dùng,..

Rủi ro do chọn nhầm đối tượng: Người ta vẫn có thể bị lầm lẫn trước một quyết định tồi, ngay cả khi mọi thứ đã bày công khai ra trước mắt. Sự chủ quan hoặc hơi hợt có thể cũng xui khiến ta làm sai mong đợi. Đó là lúc người đầu tư quyết định khi mua phải một loại chứng khoán không sinh lợi hoặc thậm chí lỗ.

Rủi ro do bất phù hợp thời: Mua hoặc bán cổ phần hoặc chứng khoán sai thời điểm cũng được xem là một rủi ro vì nó có thể dẫn đến lỗ lã hoặc bị hớ giá mất ăn. Bán quá bèo hoặc mua quá cao ngay ở các ngưỡng biến động có khi là một thiệt hại đáng kể.

Rủi ro về lãi suất: Người ta còn gọi đây là rủi ro mất khả năng tái đầu tư. Loại rủi ro này thường xảy ra đối với người đầu tư vào chứng khoán có thu nhập đều đặn, do họ không thể dùng tiền lãi hoặc tiền gốc để mua lại loại chứng khoán cùng mức cũ. Khi lãi suất thị trường tăng, giá thị trường của các chứng khoán có thu nhập ổn định sẽ giảm. Các trái phiếu dài hạn và cổ phiếu ưu đãi bị rủi ro cao nhất do bị mất giá. Ngược lại các chứng

khoán ngắn hạn, do sẽ được đáo hạn trong một thời gian ngắn, khả năng tái tạo nhanh, nên không bị ảnh hưởng nhiều so với biến động của lãi suất cổ phần thường cũng sẽ có biến động mặc dù mối liên hệ không có gì là rõ ràng.

Rủi ro do biến động thị trường market risk: Là do áp lực của thị trường TTCK - làm cho giá trị đầu tư bị biến động xấu, bị sụt giảm một phần. Rủi ro này gây thiệt hại nhiều với các loại chứng khoán có độ biến động ví dụ hệ số biến động beta của Mỹ cao hơn trung bình, và thấp nhất đối với các loại chứng khoán ổn định, ví dụ trái phiếu kho bạc Nhà Nước. Tuy nhiên các rủi ro do biến động không gây tác hại đáng kể đối với những người đầu tư có ý định cầm giữ lâu dài.

Rủi ro về tài chính: Đây là rủi ro trực tiếp và đôi khi thậm chí do công ty phát hành làm ăn thất bại hoặc phá sản, đe dọa người đầu tư thiệt hại một phần hoặc mất trọn số tiền đã bỏ ra mua chứng khoán.

Rủi ro về khả năng thanh khoản: Khi người đầu tư muốn bán một lượng chứng khoán đang sở hữu, không phải ông ta luôn luôn có thể thực hiện theo một thời điểm như ý mình. Đối với các chứng khoán có thị trường lạnh nhạt dễ gây khó khăn cho người đầu tư khi họ muốn thanh lý vị thế của mình. Hiện tượng “dội chợ” này được xem là một rủi ro vì muốn thanh lý có khi phải chịu một khoản giảm giá đáng kể.

Rủi ro pháp chế: Sự thay đổi của luật pháp hiện hành có thể tác động xấu đến một số hoạt động đầu tư đang tồn tại. Sự thay đổi về chính sách của chính phủ cũng có thể là rủi ro của nhiều nhà đầu tư. Tuy nhiên, đây lại chính là công cụ điều hành vĩ mô của Nhà nước.

Ngoài ra còn phải kể đến loại rủi ro do ảnh hưởng dây chuyền hoặc lây lan, ví dụ như các cơn trào khủng hoảng. Một sự kém hiệu quả của bộ máy và thị trường cũng có thể gây nên thiệt hại cho người đầu tư.

Một thực tế có tính đúc kết là mua cổ phiếu của công ty vào thời điểm TTCK chuẩn bị ra đời thường rất dễ thắng. Bởi vì trong giai đoạn này chứng khoán ít, trong khi lượng cầu chứng khoán thì sẽ gia tăng liên tục trong một thời gian nhất định. Tuy nhiên người mua phải đủ sức cầm cự trong một thời gian có thể dài. Những biến động bất lợi đoán kỳ chưa phải là chiều hướng xác quyết của một loại cổ phiếu nào đó. Như ta đã phân tích loại rủi ro do chọn sai thời điểm - ví dụ cần tiền bán quá sớm - có thể gây thiệt hại đáng kể. Vậy ta tạm mượn "niệm khúc" của dân "xoè" để ví von minh hoạ: "cờ bạc ăn về sáng" là vậy.

Một đặc điểm khác cũng cần nêu để người mua chứng khoán tham khảo, đó là mua cổ phiếu mà chỉ nghĩ tới cổ tức cao thấp thôi thì chưa phải là dân chơi! Làm chủ ai lại đi đòi hưởng "lương"! Cổ tức chẳng qua chỉ là một dạng "sinh hoạt phí". Phần thưởng do đầu tư mang lại nằm chủ yếu ở giá trị gia tăng. Nhưng khoản này lại không thể nào có sớm được trong vài ba năm đầu đối với 1 doanh nghiệp mới được tạo lập hoặc tái cấu trúc.

Cũng cần xác định bản lĩnh cho một chuyến về không hoặc may mắn hơn chỉ vớt vát "đủ trả tiền xe", chữ "ngờ" thật khó học, cho nên mới luôn có kẻ khóc người cười. Chẳng hạn vụ bò điên làm ngành công nghiệp chăn nuôi và chế biến thịt bò bên Anh điêu đứng, những tay kếch xù nhanh chóng bị mất trắng, thì ngược lại, một số ông chủ cà tàng nuôi đà điểu có thể bỗng chốc lên hương, đơn giản từ một nhận định có tính tình thế đăng trên báo: thịt đà điểu thay thịt bò!



Mua cổ phần là một hoạt động đầu tư trực tiếp. Đó là kết quả của một chuỗi tìm hiểu, cân nhắc và suy tính, gồm cả động tác sờ lại túi mình. Không nên quyết định như đi mua trứng cút. Ai muốn "cho khỏe" thì đi gọi tiết kiệm. Hoặc có máu đầu tư mà ghét suy nghĩ "rắc rối quá" thì nên nhờ đến các nhà phân tích và cố vấn đầu tư. Và hãy thử, ngay trong các đợt cổ phần hoá rầm rộ, quý vị tham khảo xem sẽ quyết định thế nào để có dịp sử dụng những đồng tiền còn ướt mồ hôi của mình một cách hiệu quả nhất.

### **Môi trường đầu tư**

Định nghĩa: môi trường đầu tư là các điều kiện, các yếu tố về kinh tế, xã hội, pháp lý, tài chính, hạ tầng cơ sở và các yếu tố liên quan khác mà trong đó các quá trình hoạt động đầu tư được tiến hành.

Vì sao lại phải tìm hiểu, xem xét đánh giá môi trường đầu tư?

Trong cuốn "Những nguyên tắc vàng trong kinh doanh chứng khoán - Những bí quyết để thành công" Golden rules on Securities Business- Secret for Success André Kastolaury đã nói: Để có giá cổ phiếu tăng cần có các yếu tố tích cực sau:

- o Mức lạm phát duy trì thấp
- o Mức lãi suất tiền gửi giảm
- o Nền kinh tế tăng trưởng một cách ổn định
- o Tỷ giá hối đoái USD ổn định

Cũng trong sách đã dẫn có viết: Thị giá cổ phiếu sẽ tăng trong giai đoạn thịnh vượng của chu kỳ thăng trầm kinh tế, cụ thể lúc đó:

- o Các yếu tố sản xuất được tận dụng triệt để
- o Đầu tư tư nhân gia tăng

- o Gia tăng thu nhập của toàn nền kinh tế
- o Thu nhập quốc dân tăng
- o Mức tăng tiêu dùng bị khống chế, mức tích lũy vốn được khuyến khích.

Thị giá cổ phiếu sẽ giảm trong giai đoạn suy thoái của chu kỳ thăng trầm kinh tế, khi đó:

- o Đầu tư tư nhân chững lại và bị giảm mạnh
- o Doanh lợi của doanh nghiệp bị suy giảm kéo theo
- o Số lượng doanh nghiệp phá sản ngày càng tăng
- o Lượng thất nghiệp cao, tiền tích lũy giảm mạnh
- o Đòi hỏi các ngân hàng phải tăng cường cấp vốn, do đó
- o Mức lãi suất tiền gửi tăng, gây luồng vốn chuyển từ TTCK sang TT tiền tệ.

Và cũng trong sách đã dẫn Henry Wallich đã chỉ rõ: Tiền đề và điều kiện thành công trong đầu tư chứng khoán là "nhà đầu tư phải có tầm bao quát rộng diễn biến kinh tế, có khả năng phán đoán trường hạn, am hiểu tường tận các quan hệ chính sách và chí ít ra phải có bản năng giao dịch CK"

Đó là một số trong những yếu tố thuộc môi trường vĩ mô, những yếu tố này có ảnh hưởng mạnh mẽ đến TTCK, đến giá cả chứng khoán một cách trực hoặc gián tiếp mà mỗi người tham gia vào thị trường nên hiểu, nên phân tích trước và trong cả quá trình thực hiện quản lý đầu tư, hoặc kinh doanh của mình và nó là tiền đề quan trọng để tạo điều kiện cho quyết định đầu tư, kinh doanh, quản lý của bạn mang lại hiệu quả cao.

Đối với người đầu tư: Qua các xem xét các yếu tố của môi trường đầu tư người đầu tư có thể dự báo được khả năng hình thành của giá cả, mức sinh lời dự kiến, khả năng bảo toàn vốn và khả năng sản sinh rủi ro. Đây là những yếu tố mà tất cả mọi người đầu tư đều rất quan tâm.

Đối với người kinh doanh: Xem xét tổng quan các nhân tố của môi trường đầu tư các nhà kinh doanh chứng khoán có thể đánh giá thị trường, dự báo sự phát triển của thị trường, dự báo các đối thủ cạnh tranh, những thuận lợi, khó khăn trong quá trình kinh doanh và từ đó có quyết sách thích hợp.

Đối với người quản lý: Người quản lý có nghĩa vụ vừa quản lý vừa xây dựng, cụ thể là:

- Giữ vững kỷ luật, kỷ cương của thị trường, đảm bảo cho thị trường hoạt động theo quy chế và pháp luật.
- Tạo điều kiện để phát triển thị trường.
- Tạo động lực để các thành viên tham gia thị trường với thái độ xây dựng.
- Ngăn ngừa những hành vi phá hoại, thao túng thị trường.
- Đạt mục tiêu cuối cùng là làm cho thị trường hoạt động trung thực, công bằng và hiệu quả.

Để đạt được các mục tiêu đó, một trong những lĩnh vực mà người quản lý cần quan tâm là môi trường vĩ mô của thị trường. Hiểu rõ môi trường này người quản lý có thể:

- + Có biện pháp quản lý thích hợp hơn

- + Có các chính sách khuyến khích phát triển thích hợp hơn
- + Điều chỉnh kịp thời các quy chế, biện pháp phù hợp với môi trường và sự biến đổi của môi trường.

### Đối với nhà phân tích, bình luận:

Nếu hiểu rõ môi trường vĩ mô của thị trường thì nhà phân tích, bình luận sẽ có căn cứ để đánh giá, phân tích thị trường chính xác, sâu sắc hơn.

Chúng ta có thể phân tổ môi trường đầu tư theo các nhóm như sau: Môi trường kinh tế, môi trường xã hội, môi trường pháp lý, môi trường tài chính, môi trường quốc tế và hạ tầng cơ sở của thị trường chứng khoán. Sau đây chúng ta sẽ lần lượt xem xét chúng.

### MÔI TRƯỜNG KINH TẾ

Một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu của môi trường đầu tư liên quan đến thị trường chứng khoán là môi trường kinh tế. Chúng ta xem xét môi trường kinh tế qua các mặt: Các chỉ tiêu tổng hợp của nền kinh tế quốc dân GDP, GNP, .., lạm phát, cán cân thương mại, cán cân thanh toán quốc tế, dự trữ ngoại tệ, cân đối ngân sách nhà nước, nợ nước ngoài, tỷ giá hối đoái và một số phân tích kinh tế vĩ mô khác.

### MÔI TRƯỜNG XÃ HỘI.

Môi trường xã hội cũng ảnh hưởng rất sâu rộng đến hiệu quả hoạt động của TTCK. Ngày 5/3/1953 chỉ số TOPIX của Nhật bản giảm đến 8.75% và nguyên nhân là do Stalin ốm nặng. Khi Bill Clinton thú nhận trong việc bê bối với người tình Lewisky, thì chỉ số Dow Jones đã giảm 200 điểm.

Điều đó có nghĩa là TTCK rất nhạy cảm đối với các sự kiện chính trị. Để xem xét môi trường xã hội ta nên xem xét ở các mặt sau:

- o Chế độ chính trị thế nào? có Ổn định hay không? khả năng diễn biến của nó.
- o Năng lực quản lý của đội ngũ lãnh đạo ra sao? Phẩm chất của đội ngũ này thế nào? tình trạng tham ô, hối lộ ra sao? Và hiệu quả của các biện pháp khắc phục.
- o Khả năng thích nghi của hệ thống điều hành chính sách đối với sự biến đổi của thời cuộc & các cam kết của chính phủ đối với các chính sách kinh tế ra sao?
- o Sự ủng hộ của nhân dân vào chế độ như thế nào? vào Đảng lãnh đạo ra sao?
- o Sự ủng hộ quốc tế đối với đảng, với chính phủ cầm quyền ra sao?
- o Tâm lý dân tộc, ý thức của nhân dân trong tiết kiệm và đầu tư thế nào?
- o Các "đối thủ" tham gia thị trường là ai? thủ đoạn, tâm lý của họ ra sao?
- o ....vv.

### MÔI TRƯỜNG PHÁP LÝ

Môi trường pháp lý cũng là điều kiện rất cơ bản để TTCK hoạt động an toàn, hiệu quả. Xu hướng phát triển chung, truyền thống từ trước đến nay là cứ cho thị trường hoạt động và phát triển trước và từ đó đúc rút ra kinh nghiệm và xây dựng hệ thống pháp lý phù hợp sau ở các nước có thị trường chứng khoán truyền thống. Xu hướng thứ hai là thiết lập khung pháp lý cho thị trường chứng khoán trước. Việt nam ta đang theo xu thế sau, vì chúng ta đi sau nên có thể tận hưởng được kinh nghiệm của các

nước đi trước và rút ngắn được bước đi. Môi trường pháp lý cũng là yếu tố rất quan trọng để thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

Chúng ta nên xem xét môi trường pháp lý theo các góc độ như sau:

- Hệ thống hành lang pháp lý của thị trường chứng khoán được xây dựng như thế nào? có đủ để bảo vệ quyền lợi chính đáng của người đầu tư không?

- Các luật pháp khác liên quan có trùng chéo, mâu thuẫn không?

- Khả năng thực thi luật pháp thế nào?

- Những mặt khuyến khích, ưu đãi và hạn chế được quy định trong hệ thống pháp luật

- Sự ổn định của hệ thống luật pháp, khả năng sửa đổi và ảnh hưởng của chúng đến TTCK.

## MÔI TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Thực ra chúng ta có thể phân tổ môi trường tài chính là một bộ phận của môi trường kinh tế nhưng do tầm quan trọng của nó đối với TTCK nên để nó thành một mục riêng. Hệ thống tài chính được coi là cơ sở hạ tầng, hệ thống huyết mạch của nền kinh tế. Nếu hệ thống này trục trặc sẽ ảnh hưởng đến khả năng cung cấp các nguồn năng lượng cho toàn bộ cơ thể kinh tế. Xem xét môi trường tài chính chúng ta nên chú trọng đến các mặt sau:

- Nền tài chính quốc gia ra sao? Qua các chỉ tiêu đánh giá đã phân tích ở phần môi trường kinh tế như bội chi ngân sách, dự trữ ngoại tệ, xuất -

nhập khẩu, cán cân thanh toán quốc tế, nợ quốc gia, nợ tư nhân và doanh nghiệp.

- Hoạt động của hệ thống ngân hàng ra sao? có hiệu quả không? Tình hình nợ khó đòi thế nào?

- Chính sách về thuế, phí đối với giao dịch, kinh doanh CK thế nào có khuyến khích đầu tư không? hoặc khuyến khích ở lĩnh vực nào, hạn chế ở lĩnh vực nào. Đây là yếu tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến giá thành giao dịch.

- Các thị trường vốn khác, như thị trường Leasing, Mortgage, bất động sản hoạt động ra sao. Kinh nghiệm Thái Lan cho thấy, do sự phát triển quá mức thành bong bóng của thị trường bất động sản nên đã gây đổ vỡ cho nhiều ngân hàng và công ty tài chính và dẫn đến sự suy sụp của TTCK.

- Giá trị đồng nội tệ thế nào? chính sách đối với thị trường hối đoái ra sao?

- Các quỹ: Bảo hiểm, đầu tư, hưu trí hoạt động thế nào? đây là các nhà đầu tư tiềm năng mà mọi đối tượng đầu tư cần chú ý đến họ.

- Lãi suất ngân hàng, lãi suất trái phiếu chính phủ quy định như thế nào

- Cân đối tài chính chính phủ, ngân sách..

- Các chính sách tài chính quốc gia khác.

- Một số phân tích tình hình tài chính quốc gia khác mà nhà đầu tư có thêm thông tin.

## MÔI TRƯỜNG QUỐC TẾ

Hiện nay, kinh tế của bất cứ nước nào cũng không thể tách rời nền kinh tế thế giới. Xu hướng phân công lao động quốc tế, hợp tác quốc tế ngày càng phát triển. Bởi vậy, điều kiện phát triển nói chung của một quốc gia không thể thoát hẳn môi trường quốc tế. Chúng ta nên xem xét môi trường quốc tế trên các mặt sau:

- Tình hình tài chính quốc tế, khu vực ra sao? Đang khủng hoảng? và khả năng ảnh hưởng đến quốc gia mình đang quan tâm.

- Quan hệ ngoại giao của chính phủ như thế nào? có được cộng đồng quốc tế ủng hộ không?

- Sự ủng hộ của các tổ chức tài chính lớn như IMF, WB, ADB... đối với chính phủ ra sao?

- Hợp tác kinh tế quốc tế thế nào? Quan hệ bạn hàng quốc tế trong xuất, nhập khẩu ra sao? có biến đổi gì lớn không?

- Những đối thủ cạnh tranh trên thương trường quốc tế và khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp, quốc gia mình quan tâm.

- Quan hệ nợ nần, giải quyết nợ, khả năng trả nợ của quốc gia, doanh nghiệp. Khả năng quản lý nợ nước ngoài của Chính phủ ra sao?

- Cán cân BoP, cán cân thương mại

- Tình hình tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán nội địa và ngược lại.

- Định mức tín nhiệm của quốc gia trên thị trường quốc tế.



- Diễn biến của các thị trường chứng khoán trên thế giới, nhất là các thị trường lớn như New York, Tokyo, London, Hồng Kông, ...

### CƠ SỞ HẠ TẦNG CỦA TTCK

Chúng ta xem xét cơ sở hạ tầng của TTCK trong quá trình đầu tư theo các góc độ sau:

- Khối lượng hàng hoá của thị trường. Các chính sách phát triển và khả năng phát triển của nó.

- Cơ sở vật chất của thị trường: Địa điểm, mức độ cơ giới hoá, cơ sở thông tin, phương pháp, quy trình giao dịch.

- Cơ sở nguồn nhân lực của TTCK: Nhân lực quản lý, nhân lực tư vấn, nhân lực môi giới các công ty chứng khoán.

- Hiểu biết và điều hành hệ thống tài chính, khả năng quản lý của chính phủ

- Các chi phí trong quá trình giao dịch.

- Khả năng thanh toán, thời gian thanh toán.

- Hệ thống kiểm toán.

- Đánh giá, định mức tín nhiệm.

### **Rủi ro trong đầu tư chứng khoán**

Rủi ro là gì? Rủi ro trong đầu tư chứng khoán được định nghĩa là sự dao động của lợi nhuận. Dao động càng cao thì rủi ro càng cao và ngược lại.

Nguyên nhân của rủi ro:

Chúng ta biết rằng sự dao động của thu nhập, dao động của giá chứng khoán hay cổ tức lãi suất là những yếu tố gây ra rủi ro. Một số rủi ro nằm ngoài sự kiểm soát của công ty phát hành và ảnh hưởng đến một số lượng lớn chứng khoán. Một số rủi ro phát sinh từ nội tại của công ty và công ty có thể kiểm soát ở mức tương đối. 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 ảnh hưởng đến giá của tất cả các loại chứng khoán. Những thay đổi về kinh tế, chính trị, xã hội và những yếu tố tạo ra rủi ro hệ thống. Rủi ro không hệ thống do các yếu tố như khả năng quản lý, thị hiếu tiêu dùng, đình công hay những yếu tố khác gắn với những thay đổi trong thu nhập của một công ty gây ra. Các yếu tố rủi ro không hệ thống thường độc lập với các yếu tố rủi ro liên quan đến toàn bộ thị trường nói chung. Do những rủi ro này thường ảnh hưởng đến một công ty cụ thể nên nó phải được xem xét cho từng công ty một cách riêng biệt.

Những công ty chịu ảnh hưởng cao của rủi ro hệ thống là những công ty mà doanh số, lợi nhuận và giá chứng khoán thường theo sát các diễn biến kinh tế và những diễn biến trên thị trường chứng khoán. Phần lớn các công ty trong những ngành công nghiệp cơ bản và khai khoáng, những ngành có định phí lớn thì chịu ảnh hưởng nhiều của các loại rủi ro này. Trong các ngành công nghiệp, người ta thấy những ngành liên quan đến

sản xuất ô tô chịu ảnh hưởng rất cao của rủi ro hệ thống, đó là những ngành: thép, cao su, kính,.. ..

Các công ty trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng, định phí bé thường có rủi ro không hệ thống cao hơn. Ví dụ như những công ty cung cấp nhu yếu phẩm như điện thoại, năng lượng, dệt, thực phẩm. Doanh số, lợi nhuận và giá cả cổ phiếu của những công ty này không phụ thuộc nhiều vào các diễn biến kinh tế hay tình hình chung của thị trường chứng khoán.

Rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống lại có thể chia nhỏ thành các rủi ro khác nhau. Rủi ro hệ thống đối với trái phiếu nói chung thường được xác định là rủi ro về lãi suất; đối với cổ phiếu gọi là rủi ro thị trường. Đối với chứng khoán nói chung, có thể có thêm rủi ro về sức mua. Có thể chia rủi ro không hệ thống thành rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

## **Rủi ro hệ thống**

### Rủi ro thị trường

Giá cả cổ phiếu có thể dao động mạnh trong một khoảng thời gian ngắn mặc dù thu nhập của công ty vẫn không thay đổi. Nguyên nhân của nó có thể rất khác nhau nhưng phụ thuộc chủ yếu vào cách nhìn nhận của các nhà đầu tư về các loại cổ phiếu nói chung hay về một nhóm các cổ phiếu nói riêng. Những thay đổi trong mức sinh lời đối với phần lớn các loại cổ phiếu thường chủ yếu là do sự hy vọng của các nhà đầu tư vào nó thay đổi và gọi là 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 chờ đợi đối với chiều hướng sụt giảm lợi nhuận của các công ty nói chung 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, 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 sự sụt giảm đầu tiên trên thị trường là nguyên nhân gây sợ hãi đối với các nhà đầu tư và họ sẽ cố gắng rút vốn. Những phản ứng dây chuyền làm tăng vượt số lượng bán, giá cả chứng khoán sẽ rơi xuống thấp so với giá trị cơ sở.

Chúng ta đã nói nhiều về tác động tiêu cực, tuy nhiên vẫn có thể có hiệu tượng mua vào rất nhiều khi có những sự kiện bất thường xảy ra, lúc đó giá cả chứng khoán sẽ tăng lên.

### Rủi ro lãi suất

Rủi ro lãi suất nói đến sự không ổn định trong giá trị thị trường và số tiền thu nhập trong tương lai, nguyên nhân là dao động trong mức lãi suất chung.

Nguyên nhân cốt lõi của rủi ro lãi suất là sự lên xuống của lãi suất Trái phiếu Chính phủ, khi đó sẽ có sự thay đổi trong mức sinh lời kỳ vọng của các loại chứng khoán khác, đó là các loại cổ phiếu và trái phiếu công ty. Nói cách khác, chi phí vay vốn đối với các loại chứng khoán không rủi ro chứng khoán Chính phủ sẽ dẫn đến sự thay đổi về chi phí vay vốn của các loại chứng khoán có rủi ro chứng khoán công ty.

Các nhà đầu tư thường coi trái phiếu Chính phủ là không rủi ro. Lãi suất của trái phiếu Chính phủ được coi là lãi suất chuẩn, là mức phí vay vốn không rủi ro. 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.

Lãi suất trái phiếu Chính phủ cũng thay đổi theo cung cầu trên thị trường. Ví dụ, khi ngân sách thâm hụt thì Chính phủ sẽ phát hành thêm chứng khoán để bù đắp, như vậy sẽ làm tăng mức cung chứng khoán trên thị trường. Các nhà đầu tư tiềm năng sẽ chỉ mua các trái phiếu này nếu lãi suất cao hơn lãi suất các loại chứng khoán đang được lưu hành. Nếu giả sử, lãi suất trái phiếu chính phủ tăng từ 12 lên 12,5% thì những người đang nắm giữ trái phiếu có lãi suất 12% sẽ bị thiệt hại do giá chứng khoán giảm xuống. Vì lãi suất đã cố định là 12% ngay từ lúc phát hành nên những người nắm giữ chứng khoán chỉ có thể bán được nếu họ chịu giảm giá xuống tới mức đảm bảo cho lãi suất đáo hạn của những trái phiếu này đạt được mức 12,5%. 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, và do vậy lãi suất trái phiếu công ty cũng phải tăng lên. Lãi suất trái phiếu công ty tăng sẽ dẫn đến giá của các loại cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi giảm xuống như một phản ứng dây chuyền.

Như vậy, ta thấy có một cơ cấu hợp lý về lãi suất do các loại công cụ có liên hệ với nhau. Sự tăng lên của lãi suất chuẩn sẽ làm ảnh hưởng đến toàn bộ hệ thống. Hệ quả trực tiếp của việc tăng lãi suất chuẩn là giá cả của các loại chứng khoán khác giảm xuống. Tương tự, lãi suất chuẩn giảm lại làm cho giá của các loại chứng khoán tăng lên.

Ngoài hệ quả trực tiếp đối với giá chứng khoán, lãi suất chuẩn còn có ảnh hưởng gián tiếp đến giá cổ phiếu thường. Thứ nhất, lãi suất chuẩn tăng hay giảm sẽ làm cho các giao dịch ký quỹ kém hấp dẫn đi hay hấp dẫn hơn. Thứ hai, khi lãi suất tăng sẽ làm giá cổ phiếu giảm vì các nhà đầu tư bằng hình thức vay mua ký quỹ cảm thấy việc mua bán kém hấp dẫn hơn.

Thứ hai, rất nhiều công ty kinh doanh chủ yếu bằng vốn đi vay. Nhiều công ty khác, ví dụ các tổ chức tài chính, tham gia vào các hoạt động cho vay khi lãi suất tăng, các công ty vay nợ nhiều sẽ phải trích từ thu nhập của mình nhiều hơn để trả lãi, dẫn đến sự sụt giảm thu nhập, cổ tức và giá cổ phiếu. Việc tăng lãi suất lại mang đến thu nhập cao hơn cho những người cho vay do nguồn thu chính của họ là lãi thu được từ các khoản cho vay. Đối với những công ty này thu nhập tăng lại làm cho cổ tức và giá cổ phiếu của nó tăng.

### Rủi ro sức mua

Rủi ro thị trường và rủi ro lãi suất có thể được định nghĩa là những biến cố về số tiền thu được hiện nay của nhà đầu tư. 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.

Nếu chúng ta coi khoản đầu tư là một khoản tiêu dùng ngay, ta có thể thấy rằng khi một người mua cổ phiếu, anh ta đã bỏ mất cơ hội mua hàng hoá hay dịch vụ trong thời gian sở hữu cổ phiếu đó. Nếu, trong khoảng thời gian nắm giữ cổ phiếu đó, giá cả hàng hoá dịch vụ tăng, các nhà đầu tư đã bị mất một phần sức mua. Giá cả hàng hoá và dịch vụ tăng gọi là

lạm phát, giá cả hàng hoá giảm gọi là giảm phát. Cả lạm phát và giảm phát đều liên quan đến khái niệm rủi ro sức mua.

Nói chung, rủi ro sức mua thị trường đi kèm với lạm phát, hiện tượng giảm phát ở các nước hiếm khi xảy ra. Nguyên nhân chính của lạm phát là do giá thành sản phẩm và nhu cầu về hàng hoá, dịch vụ tăng so với mức cung.

Lạm phát tăng là do nhu cầu tăng lên khi nền kinh tế có nhiều công ăn việc làm hơn. Tại lúc này, mức cung không tăng kịp cho đến khi sản xuất được mở rộng. Với nhu cầu nhiều lên, các loại hàng hoá và dịch vụ sẽ phải được phân bổ theo một mức giá nào đó tăng lên mà làm cho cung cầu cân bằng tại đó.

Lạm phát do tăng giá thành phẩm: Giá nguyên vật liệu và tiền công tăng lên, các nhà sản xuất cố gắng bù đắp lại bằng cách tăng giá cả hàng hoá. Trong một môi trường kinh tế có nhiều công ăn việc làm, tiền công được trả cao thì giá cả hàng hoá sẽ tăng, ngược lại giá cả hàng hoá tăng cũng đòi hỏi tiền công tăng lên, chu trình này cứ lặp đi lặp lại.

Ta đã nói rủi ro sức mua thường đi kèm với sự thay đổi giá hàng hoá, dịch vụ thì câu hỏi đặt ra là sự thay đổi giá những hàng hoá cụ thể nào sẽ được coi là thước đo tính lạm phát. Thước đo thông dụng nhất sử dụng để xác định mức thay đổi giá cả hàng hoá, dịch vụ là chỉ số giá hàng tiêu dùng. Chỉ số này sử dụng một số loại hàng hoá và dịch vụ để tính toán, gồm thức ăn, đồ dùng và rất nhiều các loại dịch vụ, từ y tế đến tiền học để tính toán.

Các nhà đầu tư cần tính kèm cả lạm phát vào thu nhập kỳ vọng để bù đắp rủi ro sức mua, mức này được đo bằng % biến động giá. Nếu như chỉ số

hàng tiêu dùng là 100 vào đầu năm và cuối năm là 103 thì ta nói lạm phát là 3%. Nếu từ năm thứ 2 đến năm thứ 3, chỉ số biến động từ 103 lên 109 thì tỷ lệ lạm phát sẽ vào khoảng 5,8% [ $109 - 103 / 103$ ].

Sự cần thiết phải điều chỉnh thu nhập kỳ vọng theo những biến động giá cả có thể chứng minh bằng ví dụ đơn giản sau. Giả sử bạn vay 100 đồng ngày hôm nay và hứa trả 105 đồng vào cuối năm, lãi suất là 5%. Tuy nhiên nếu giá cả trong năm tăng lên tới 6%, khi đó 105 đồng nhận được vào cuối năm sẽ chỉ có sức mua bằng khoảng 98 đồng so với đầu năm. Như vậy, bạn phải cộng thêm tỷ lệ lạm phát vào lãi suất, tức là 11% để cuối năm bạn nhận được lãi suất thực là 5%.

Cũng giống như lãi suất có ảnh hưởng đến giá của tất cả các loại chứng khoán, sự thay đổi sức mua cũng làm ảnh hưởng đến chúng. Nếu chỉ số giá hàng tiêu dùng vào khoảng 8% hàng năm và năm sau dự kiến là 9% thì mức thu nhập đối với chứng khoán cũng đòi hỏi phải tăng lên. Điều đó sẽ tác động đến giá của các loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu và cổ phiếu công ty.

### **Rủi ro không hệ thống**

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, ngoài những rủi ro gắn liền với toàn bộ thị trường. 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. Do những yếu tố này chỉ ảnh hưởng tới một ngành hay một công ty cụ thể nên chúng phải được xem xét cho từng công ty.



Sự không chắc chắn đối với khả năng thanh toán của công ty có thể là do 1 môi trường của hoạt động kinh doanh và 2 tình trạng tài chính của công ty. Những rủi ro này có thể gọi là rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Ở đây, chúng ta sẽ chỉ ra những khía cạnh chung về rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

### Rủi ro kinh doanh

Rủi ro kinh doanh là do tình trạng hoạt động của công ty, khi có những thay đổi trong tình trạng này công ty có thể sẽ bị sút giảm lợi nhuận và cổ tức. Nói cách khác, nếu lợi nhuận dự kiến tăng 10% hàng năm trong những năm tiếp theo, rủi ro kinh doanh sẽ cao hơn nếu như lợi nhuận tăng tới 14% hay giảm xuống 6% so với lợi nhuận nằm trong khoảng 11-9%. Mức độ thay đổi so với xu hướng dự kiến được coi là rủi ro kinh doanh.

Rủi ro kinh doanh có thể được chia làm hai loại cơ bản: Bên ngoài và nội tại. Rủi ro kinh doanh nội tại phát sinh trong quá trình vận hành hoạt động của công ty. Mỗi công ty có một loại rủi ro nội tại riêng và mức độ thành công của mỗi công ty thể hiện qua hiệu quả hoạt động.

Trong phạm vi rộng hơn, rủi ro kinh doanh bên ngoài là những trường hợp xảy ra nằm ngoài sự kiểm soát của công ty và làm ảnh hưởng đến tình trạng hoạt động của công ty. Mỗi công ty có một kiểu rủi ro bên ngoài riêng, phụ thuộc vào các yếu tố môi trường kinh doanh cụ thể của công ty. Các yếu tố bên ngoài, từ chi phí tiền vay đến sự cắt giảm ngân sách, từ mức thuế nhập khẩu tăng đến sự suy thoái của chu kỳ kinh doanh. ..., và có lẽ yếu tố quan trọng nhất là chu kỳ kinh doanh. Doanh số của một số ngành công nghiệp thép, ô tô có xu hướng bám sát chu kỳ kinh doanh trong khi doanh số của một số ngành khác lại có xu hướng đi ngược lại nhà

cửa. Dân số cũng có thể làm ảnh hưởng đến thu nhập thông qua những thay đổi về lứa tuổi, giới tính, sự phân bố theo địa dư. Các chính sách chính trị cũng là một phần của rủi ro bên ngoài, các chính sách tiền tệ và tài khoá có thể làm ảnh hưởng đến thu nhập thông qua tác động về chi phí và nguồn vốn. Nếu giá trị của đồng tiền càng cao thì những người mua trả góp sẽ hoãn mua và các chính quyền địa phương sẽ không bán trái phiếu để tài trợ cho các dự án cấp nước.

Tình hình kinh tế chung cũng có ảnh hưởng đến mức thu nhập chung. Đây là tác động bên ngoài hay gọi là rủi ro. Nhưng, đứng tại góc độ rủi ro nội tại, công ty có thể điều chỉnh chu kỳ kinh doanh như thế nào? Nếu chúng ta tách chi phí hoạt động ra làm chi phí bất biến và chi phí khả biến, chúng ta sẽ thấy rằng khi thu nhập thay đổi, nếu chi phí bất biến chiếm một phần quan trọng trong tổng chi phí, công ty sẽ rất khó cắt giảm chi phí khi kinh tế suy thoái và nó cũng rất chậm chạp trong việc đáp ứng nhu cầu vào lúc kinh tế tăng trưởng. Những công ty như vậy có rủi ro nội tại lớn do khả năng đáp ứng không nhanh những thay đổi trong tình hình kinh doanh. Mặt khác, nếu tổng thu nhập là từ một loạt các loạt sản phẩm, chúng ta thấy rõ ràng là các sản phẩm sẽ không bị biến động theo cùng một chu kỳ kinh doanh, không bị biến động cùng mức độ và cùng thời gian. Trong phạm vi này, rủi ro nội tại được giảm xuống do sự trải rộng về sản phẩm hay loại sản phẩm.

Phạm vi của những thay đổi lên xuống trong tổng thu nhập dẫn đến sự thay đổi trong lợi nhuận có thể được gọi là rủi ro nội tại. Nếu có một sự sụt giảm trong thu nhập từ một loại sản phẩm có thể được bù đắp bằng một loại sản phẩm khác, làm cho tổng thu nhập không thay đổi thì có thể coi là công ty đã sử dụng việc đa dạng hoá sản phẩm để bảo vệ mình

chống lại rủi ro kinh doanh. Sự sụt giảm về thu nhập có thể giảm thiểu trong tác động vào lợi nhuận thông qua sự cắt giảm chi phí và sản xuất.

### Rủi ro tài chính

Rủi ro tài chính liên quan đến việc công ty tài trợ cho hoạt động của mình. Người ta thường tính toán rủi ro tài chính bằng việc xem xét cấu trúc vốn của một công ty. Sự xuất hiện của các khoản nợ trong cấu trúc vốn sẽ tạo ra cho công ty những nghĩa vụ trả lãi. Và vì những nghĩa vụ trả lãi này phải được thanh toán cho công ty trước khi kinh doanh cổ tức cho cổ phiếu thường nên nó có tác động lớn đến cổ tức. Rủi ro tài chính là rủi ro có thể tránh được trong phạm vi mà các nhà quản lý có toàn quyền quyết định vay hay không vay. Một công ty không vay nợ chút nào sẽ không có rủi ro tài chính.

Bằng việc đi vay, công ty đã thay đổi dòng thu nhập đối với cổ phiếu thường. Cụ thể là, việc sử dụng hệ số đòn bẩy tỷ lệ vay nợ có 3 hệ quả quan trọng đối với những người nắm giữ cổ phiếu thường, đó là 1 làm tăng mức biến động trong thu nhập của họ, 2 ảnh hưởng đến dự kiến của họ về thu nhập, và 3 làm tăng rủi ro của họ.

Giả sử chúng ta có hai công ty có hoạt động kinh doanh như nhau, chỉ khác nhau về cơ cấu vốn: Công ty C, nguồn vốn hoàn toàn từ 1 triệu cổ phiếu thường, bán với giá 20 đôla/1cổ phiếu. Công ty khác, công ty D, có nguồn một nửa là từ cổ phiếu thường 500.000 cổ phiếu, bán với giá 20 đô la/ cổ phiếu và một nửa là từ vay nợ 10 triệu USD với lãi vay là 5%. Như vậy, tài sản có của mỗi công ty là 20 triệu USD, dự kiến sẽ có lợi nhuận 1 triệu USD, hay là 5% trên tổng tài sản. Chúng ta giả sử rằng không có thuế thu nhập công ty.

Thu nhập 1 triệu USD có thể dễ dàng chuyển đổi sang thu nhập cho mỗi cổ phiếu. Công ty C sẽ có lãi 1 đô la/1 cổ phiếu. Công ty D phải trả lãi 500.000 đô la 10 triệu x 5% và phần còn lại chia cho cổ phiếu cũng được lãi 1 đô la/1cổ phiếu. Tại điểm này, cả hai công ty đều có mức thu nhập trên cổ phiếu là 1 đô la. Như vậy ta không thấy có hệ quả của việc vay nợ đối với thu nhập của cổ đông.

Chúng ta sẽ xem xét hệ quả của việc vay nợ đối với cả hai công ty trong một năm kinh doanh tốt và một năm kinh doanh xấu, khi thu nhập tăng lên 50% hay giảm đi 50%, như trong bảng sau:

<i>Chỉ tiêu</i>	<i>Năm tốt</i>	<i>Năm xấu</i>
Mức thu nhập trên tài sản	7.5%	2.5%
Lợi nhuận	1.5 triệu	5 triệu
Lợi nhuận trên 1 cổ phiếu:	1.5 đôla	0.5 đôla
Công ty C	2.0 đôla	0.0 đôla
Công ty D		

Chúng ta nhớ lại rằng mỗi công ty có lãi 1 cổ phiếu là 1 đô la. Do vậy, 50% tăng lên trong thu nhập từ 1 triệu lên 1,5 triệu sẽ làm tăng 50% tăng lên trong thu nhập của mỗi cổ phiếu công ty C và 100% đối với công ty D. Trong trường hợp của công ty D, ảnh hưởng được nhân lên vì những người cho vay chỉ được hưởng lãi suất 5% trên số tiền cho vay, bất kể tình hình hoạt động của công ty tốt hay xấu. Do vậy, cổ đông của các công ty có vay nợ như công ty D sẽ được hưởng nhiều hơn khi tình hình kinh doanh tốt lên. Ngược lại, 50% giảm trong thu nhập từ một triệu đô la xuống 500.000 đô la sẽ làm cho lợi nhuận trên 1 cổ phiếu của công ty C

giảm xuống 50% từ 1 đô la xuống 0.5 đô la nhưng lợi nhuận trên một cổ phiếu của Công ty D sẽ giảm từ 1 xuống 0. Ta có thể dễ dàng thấy rằng khi lợi nhuận tụt xuống còn 500.000 đô la, thu nhập trên tài sản chỉ còn 2,5%, nhưng những người cho vay vẫn được hưởng 5% lãi suất thì sự chênh lệch này sẽ phải được bù đắp bằng việc giảm lợi nhuận của cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường.

Rủi ro của các cổ đông có thể được xem xét một cách đơn giản. Nếu Công ty có tỷ lệ thu nhập âm trong một vài năm thì vốn cổ phần có thể sẽ biến mất. Công ty C vẫn có lợi nhuận mỗi cổ phần là 0,5 đô la khi thu nhập trên tổng tài sản là 2,5%, nhưng Công ty D thì con số này bằng không. Như vậy điều gì sẽ xảy ra nếu tỷ lệ thu nhập trên tổng tài sản bằng 0? Công ty C sẽ có lợi nhuận cho mỗi cổ phần bằng 0 còn Công ty D thì mỗi cổ phần lỗ 0,5 đô la do phải trả lãi vay.

Tỷ lệ thu nhập trên tổng tài sản âm sẽ có tác động rất lớn. Ví dụ: một tỷ lệ thu nhập trên tổng tài sản bằng - 4% sẽ được nhân lên thành - 22% lỗ trên vốn cổ phần đối với Công ty D. Nếu trong vòng vài năm cứ như vậy thì vốn cổ phần sẽ dần dần biến mất. Rủi ro phá sản của Công ty tỷ lệ thuận với mức độ sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính hay rủi ro tài chính.

### Xác định mức bù rủi ro

Một trong những phương pháp định lượng rủi ro và xác định mức sinh lời yêu cầu là sử dụng mức lãi suất không rủi ro cộng với mức bù của từng rủi ro một:

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

Trong đó:  $i$  = mức lãi suất thực lãi suất không rủi ro

p	= mức bù rủi ro sức mua
b	= mức bù rủi ro kinh doanh
f	= mức bù rủi ro tài chính
m	= mức bù rủi ro thị trường
o	= mức bù rủi ro khác.

Bước đầu tiên là phải xác định mức lãi suất không rủi ro. Thường thì lãi suất của tín phiếu Kho bạc được coi là lãi suất không rủi ro. Tuy nhiên, cũng phải thấy rằng không có mức lãi suất nào là không rủi ro cả, bản thân tín phiếu Kho bạc cũng bị rủi ro khi lãi suất thị trường thay đổi.

Định lượng tính rời tác động của mỗi loại rủi ro hệ thống và không hệ thống cũng là điều gần như không thể làm được, bởi vì những tác động của chúng chồng chéo lên nhau và trộn lẫn một cách phức tạp.

### **Cách tính chỉ số chứng khoán VN Index của Việt Nam**

Ở Việt Nam, trong thời gian đầu chỉ số chứng khoán được tính toán sẽ đại diện cho tất cả các cổ phiếu được niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán. Chỉ số này được tính theo phương pháp trọng số giá trị thị trường, tức dựa vào mức độ chi phối của từng giá trị được sử dụng để tính chỉ số.

Ký hiệu: **VN Index**; Giá trị cơ sở: **100**; Ngày cơ sở: **28/7/2000**.

Công thức tính cơ bản:

$$\text{VN Index} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết hiện tại}}{\text{Tổng giá trị của các cổ phiếu niêm yết cơ sở}} \times 100$$

Chỉ số được tính toán và công bố sau mỗi phiên giao dịch. Trong quá trình đó, sự biến động về giá cổ phiếu sẽ làm thay đổi giá trị chỉ số, đồng thời được so sánh tăng giảm đối với phiên giao dịch trước bằng %.

Ngoài ra còn có một số nhân tố khác làm thay đổi cơ cấu số cổ phiếu niêm yết như thêm, bớt cổ phiếu giao dịch vào cơ cấu tính toán. Điều này sẽ làm phát sinh tính không liên tục của chỉ số, các trọng số và cơ sở để xác định bình quân thị trường số chia đã thay đổi. Do đó, số chia mẫu số trong công thức tính chỉ số trên phải được điều chỉnh nhằm duy trì tính liên tục cần có của chỉ số. Nguyên tắc điều chỉnh được tính như sau:

*số chia mới  $d = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường các cổ phiếu sau khi thay đổi}}{\text{Tổng giá trị thị trường các cổ phiếu trước khi thay đổi} \times \text{số chia cũ}}$*

Cụ thể, trong trường hợp có cổ phiếu mới được đưa vào niêm yết, số chia mới được tính như sau:

*$d = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết cũ} + \text{giá thị trường của cổ phiếu mới niêm yết}}{\text{Tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết cũ} \times \text{số chia cũ}}$*

Ví dụ tính toán chỉ số cụ thể các phiên giao dịch:

<b>Kết quả phiên giao dịch đầu tiên ngày 28 tháng 7 năm 2002</b>				
Tên Cty	Tên cổ phiếu	Giá thực hiện	Số lượng CK niêm yết	Giá trị thị trường
Cơ điện lạnh	REE	16000	15.000.000	240.000.000.000
Cáp VL	SAM	17000	12.000.000	204.000.000.000

VT				
<b>Tổng:</b>				<b>444.000.000.000</b>

$$\text{VN Index} = 444.000.000.000 / 444.000.000.000 \times 100 = 100$$

<b>Vào ngày 2 tháng 8 kết quả giao dịch như sau:</b>				
Tên Cty	Tên cổ phiếu	Giá thực hiện	Số lượng CK niêm yết	Giá trị thị trường
Cơ điện lạnh	REE	16600	15.000.000	249.000.000.000
Cáp VL VT	SAM	17500	12.000.000	210.000.000.000
<b>Tổng:</b>				<b>459.000.000.000</b>

$$\text{VN Index} = 459.000.000.000 / 444.000.000.000 \times 100 = 103,38$$

Ngày 4-8-00 có thêm hai loại cổ phiếu Hapaco HAP và Transimex TMS được đưa vào giao dịch, do đó ta phải tìm số chia mới.

<b>Vào ngày 4 tháng 8 kết quả giao dịch như sau:</b>				
Tên Cty	Tên cổ phiếu	Giá thực hiện	Số lượng CK niêm yết	Giá trị thị trường
Cơ điện lạnh	REE	16900	15.000.000	253.500.000.000
Cáp VL VT	SAM	17800	12.000.000	213.600.000.000
Gãy HP	HAP	16000	1.008.000	16.128.000.000
Transimex	TMS	14000	2.200.000	30.800.000.000
<b>Tổng:</b>				<b>514.028.000.000</b>

Điều chỉnh số chia mới d:



$$d = d_0 \times \frac{P_{ree} \cdot Q_{ree} + P_{sam} \cdot Q_{sam} + P_{hap} \cdot Q_{hap} + P_{tms} \cdot Q_{tms}}{P_{ree} \cdot Q_{ree} + P_{sam} \cdot Q_{sam}}$$

$$d = 514.028.000.000 / 467.100.000.000 \times 444.000.000.000 = 488.607.219.010$$

$$VNIndex = 514.028.000.000 / 488.607.219.010 \times 100 = 105,2$$

### **Tham khảo một số luật quan trọng của Hoa kỳ**

- Luật về hoạt động ngân hàng 1933.
- Luật về giao dịch chứng khoán 1934.
- Luật về hợp đồng trái phiếu 1939.
- Luật về quỹ đầu tư 1940.
- Luật chứng khoán 1933.
- Thủ tục đăng ký.
- Yêu cầu về nội dung cáo bạch.
- Hoạt động của ngân hàng đầu tư.
- Các phương thức bảo lãnh phát hành:
- Cam kết chắc chắn.
- Gắng hết sức mình.
- Bán trọn hoặc huỷ bỏ.
- Quảng cáo dọn đường.
- Quy định về bán chứng khoán nóng.
- Hoạt động chui và kiểm giữ.
- Hoạt động bình ổn giá.

Ngày 29-10-1929 có lẽ là ngày khó quên đối với nền kinh tế thế giới. Đó là ngày "thứ năm đen tối" đánh dấu sự sụp đổ crash của thị trường chứng khoán TTCK New York kéo theo đại khủng hoảng TTCK và kinh tế toàn cầu.

Những năm kế tiếp thị trường tiếp tục đi xuống và quốc Hội Mỹ đã tìm ra một số nguyên nhân cơ bản để củng cố lại hoạt động của cơ chế thị trường đặc biệt này. Các biện pháp được đúc kết thành luật mà sau đó hầu hết các TTCK trên thế giới, nhất là các thị trường mới nổi emerging market gần đây đều tham khảo.

Để có một ghi nhận tổng quan chúng ta cùng lướt qua các bộ luật ra đời từ năm 1933 đến 1940 tại Hoa Kỳ.

### **Bộ luật chứng khoán 1933 Securities Act of 1933:**

Trong giai đoạn đầu hình thành TTCK, quần chúng là lực lượng đầu tư quan trọng nhất. Tuy nhiên trước thời điểm 1933 -chính xác hơn là trước 1929 - thị trường hầu như chỉ có lên bull. Mua chứng khoán cách nào cũng có lời, nên chẳng ai cần cảnh giác. Người đầu tư biết rất ít hoặc không biết tí gì về chủ thể phát hành chứng khoán. Họ cũng không hề biết đồng tiền huy động sẽ được sử dụng như thế nào. Đây là một nguyên nhân quan trọng gây đổ vỡ TTCK. Đạo luật 1933 ra đời nhằm gạn lọc để đưa ra thị trường những hàng hoá chính hiệu và đủ phẩm chất. Chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ hơn ở phần sau.

### **- Bộ luật về hoạt động ngân hàng 1933 Banking Act - còn gọi là Glass Steagall Act:**

Sự nhập nhằng trong việc sử dụng tiền ký thác nhằm mục đích tài trợ thương mại để mạo hiểm vào hoạt động chứng khoán là nguyên nhân "dắt dây" làm lây lan sự đổ vỡ. Đạo luật Glass Steagall đặt trọng tâm vào việc tách biệt cơ chế hoạt động ngân hàng investment banking. Đây là bước tường bảo vệ an toàn và hiệu quả cho các nguồn vốn. Theo đó ngân hàng thương mại không được bảo lãnh chứng khoán - ngoại trừ trái phiếu đô

thị công cộng - GO: Municipal General Obligation. Ngược lại các ngân hàng đầu tư không được phép mở tài khoản ký thác hoặc cho vay thương mại.

**- Bộ luật giao dịch chứng khoán 1934 The Securities Exchange Act of 1934:**

Bộ luật chú trọng chủ yếu vào hoạt động mua bán chứng khoán ở thị trường thứ cấp, nhân sự tham gia trong thị trường này và các hoạt động mua bán gian lận. Ủy Ban Chứng Khoán SEC là cơ quan quản lý chuyên ngành được ra đời từ bộ luật này. Bộ luật được sửa đổi và mở rộng vào năm 1938 nhằm thiết lập các cơ quan tự quản self - regulatory body giúp giám sát hoạt động TTCK. Hiệp Hội quốc Gia Các Nhà Giao Dịch Chứng Khoán NASD điều hành thị trường phi tập trung OTC được ra đời trong đợt tu chỉnh này.

**- Đạo luật về hợp đồng trái phiếu - 1939 The Trade Indenture Act of 1939:**

Mục đích của đạo luật này là nhằm bảo vệ người mua các loại chứng khoán nợ, bao gồm trái phiếu trung hạn notes, trái phiếu dài hạn bonds, giấy nợ debentures và các sản phẩm tương tự. Để bảo vệ quyền lợi của quần chúng đầu tư, đạo luật cấm các doanh nghiệp không được bán bất cứ chứng khoán nợ của công ty nào nếu không được phát hành thông qua một hợp đồng trái phiếu trust indenture.

**- Đạo luật về quỹ đầu tư 1940 Công Ty Đầu Tư: The Investment Company Act of 1940:**

Đây là đạo luật quy định việc tổ chức điều hành, hoạt động và sử dụng các loại hình quỹ đầu tư tập thể khác nhau. Các quỹ đầu tư là lực lượng vốn quan trọng đầu tư vào TTCK. Việc huy động và đầu tư với lượng tiền khổng lồ được dựa vào một khung luật cụ thể từ đăng ký phát hành cổ phần đến các nghiệp vụ đầu tư giao dịch. Các nghiệp vụ bị hạn chế đối với công ty đầu tư còn gọi là quỹ đầu tư gồm: sử dụng tài khoản đòn cân nợ margin account, bán khống sell short, tham dự vào các tài khoản liên kết đầu tư hoặc mua bán.

Trong số các đạo luật được nêu trên đây đặc biệt trong giai đoạn hình thành thị trường, đạo luật về chứng khoán 1933 – phát hành đại chúng - được nhắc đến như là một nguồn tham khảo quan trọng.

Người đầu tư khi mua các chứng khoán mới cần rà xét càng nhiều thông tin càng tốt về chủ thể phát hành nhằm để lượng giá quyết định đầu tư của mình. Các quy định của luật là nhằm khuyến khích sự dễ dàng tiếp cận thông tin về chủ thể phát hành chứng khoán, góp phần vào sự hoàn thiện các TTCK. Điều này thường được biết bởi khái niệm về một sự công khai đầy đủ và trung thực.

Luật lệ chi phối các đợt phát hành mới chứng khoán có tầm quan trọng nhất tại Mỹ, là Luật chứng khoán 1933. Nhiều nước đã dùng luật này để chế định các thủ tục riêng của mình, áp dụng vào việc phát hành chứng khoán mới của họ.

### **NỘI DUNG LUẬT CHỨNG KHOÁN 1933:**

Luật chứng khoán 1933 được đặt ra nhằm giúp cho người mua các chứng khoán mới phát hành nắm được các thông tin về chủ thể phát hành và ngăn chặn gian lận trong việc bán chứng khoán. Ủy Ban Chứng Khoán

Nhà Nước Securities Exchange Commission - SEC là cơ quan trực thuộc Liên bang có trách nhiệm thực thi Bộ Luật. Tuy nhiên, Ủy ban này SEC không chuẩn nhận vào giá trị đầu tư của bất kỳ một đợt phát hành nào.

Các chủ thể phát hành phải đăng ký chứng khoán với Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước nếu họ dùng các phương tiện quảng cáo để phát hành liên bang. Thêm vào yêu cầu đăng ký, luật còn buộc người phát hành cung cấp cho những người muốn mua chứng khoán một tài liệu gọi là cáo bạch phát hành prospectus, bao gồm các thông tin chi tiết về công ty phát hành. Luật chứng khoán 1933 làm cho nguyên tắc công khai và trung thực trở thành bắt buộc.

Ở trang bìa của cáo bạch có ghi một câu thông báo rằng Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước không hề chuẩn nhận về sự chính xác adequacy hoặc đúng đắn accuracy của thông tin trong một bản cáo bạch. Bất cứ một thông báo nào trái ngược điều vừa nêu được xem là sự vi phạm hình sự. Điều này được biết đến như là "không có chuyện phê chuẩn" của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước. Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước chỉ duyệt xét bản báo cáo đăng ký và bản cáo bạch nhằm xác nhận rằng những thủ tục đó là đầy đủ và phù hợp.

### **THỦ TỤC ĐĂNG KÝ:**

Ngày mà Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước nhận được bản báo cáo đăng ký được kể là ngày nộp hồ sơ. Tiếp theo đó là một "thời gian nguội lạnh" 20 ngày cooling off period nhằm để Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước xem xét thông tin đăng ký. Thông tin phải có trong một bản báo cáo đăng ký gồm:

1. Một diễn giải về hoạt động kinh doanh của chủ thể phát hành.

2. Phần vốn nắm giữ của các chức danh cao cấp, thành viên Hội Đồng Quản Trị, các nhà bảo lãnh bao tiêu, và danh sách các cá nhân làm chủ trên 10% tổng số chứng khoán của công ty.
3. Lý lịch của các chức danh cao cấp và thành viên Hội Đồng Quản Trị.
4. Cơ cấu vốn capitalization của công ty phát hành huy động qua phát hành cổ phần, trái phiếu.
5. Việc sử dụng cụ thể của số tiền thu về do huy động.
6. Các báo cáo tài chính được kiểm toán xác nhận.

Nếu Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước thấy rằng trong giải trình đăng ký có thiếu sót cụ thể như sự bỏ sót hoặc trình bày sai lệch, Ủy ban này sẽ phát đi một văn bản về sự thiếu sót deficiency letter. Văn bản này có tác dụng lùi ngày hiệu lực. Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước cũng có thể phát ra một lệnh ngưng stop order có giá trị cấm đợt chào bán của loại chứng khoán đăng ký đó.

Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước không phê chuẩn việc bán chứng khoán hay xác định về giá trị đầu tư của chứng khoán đăng ký, cơ quan này quan tâm đến việc công khai đầy đủ và trung thực tất cả các sự kiện chi tiết của doanh nghiệp cho các nhà đầu tư tiềm năng biết. Nhà đầu tư, do đó, có thể kiện ra tòa các giới chức cao cấp, thành viên Hội Đồng Quản Trị, các cố đồng sáng lập và các ngân hàng đầu tư investment bankers nếu hồ sơ đăng ký có vấn đề.

Trong thời gian chờ đợi 20 ngày, một bản cáo bạch thăm dò preliminary prospectus còn gọi là red-herring có thể được chủ thể phát hành chuẩn bị. Cáo bạch này có khung đỏ ngoài bì nhằm thông tin cho nhà đầu tư tiềm ẩn biết rằng hồ sơ đăng ký đã lập và gửi cho Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước nhưng chưa có hiệu lực.

Bản cáo bạch thăm dò được phát hành nhằm đo lường biểu hiện về sự quan tâm của khách hàng; mặc dù sự quan tâm này chưa có một giá trị ràng buộc nào cả từ phía khách hàng cũng như công ty giao dịch chứng khoán Broker - Dealer. Trước thời điểm hồ sơ đăng ký có hiệu lực, không được tiến hành bất cứ một sự chào mời nào. Bản cáo bạch viên đỏ không có giá phát hành dứt khoát nào nhưng có thể thông báo mức giá độ chùng. Ví dụ: \$17~ \$19 cho mỗi cổ phần.

Ngay trước khi phát hành bản cáo bạch hoàn chỉnh, một buổi họp chuyên sâu due diligence meeting được triệu tập. Mục đích của cuộc họp là để duyệt xét lại toàn bộ các khía cạnh của đợt phát hành dự kiến. Đặc biệt thực hành sự tận tâm đúng mực của chủ thể phát hành và công ty bảo lãnh bao tiêu nhằm thoả mãn luật lệ của liên bang và tiểu bang. Nếu các bên có liên quan không thực hiện sự tận tụy đầy đủ của mình due diligence, họ có thể trở thành bị cáo trước toà của các cổ đông. Trình tự của một đợt phát hành đại chúng có thể được tóm tắt như sau:

- Chuẩn Bị Các Giải Trình Và Nội Dung Các Thủ Tục Đăng Ký.
- Lập Hồ Sơ Đăng Ký Với Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước. Thời Gian Chờ Đợi.
- Phát Hành Cáo Bạch Thăm Dò.
- Phát Hành Cáo Bạch Hoàn Tất.

## **YÊU CẦU ĐỐI VỚI CÁO BẠCH**

Bản cáo bạch hoàn chỉnh được soạn khi các nội dung đăng ký được thông qua và có hiệu lực. Nội dung của cáo bạch thực chất được rút ra từ báo cáo giải trình đăng ký lên Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, bao gồm đầy đủ các đặc trưng sau đây:

- Mô tả đợt phát hành - giới thiệu về chứng khoán phát hành.
- Giá phát hành Public Offering Price - POP, phí bảo lãnh phát hành underwriting spread.
- Giới thiệu về hoạt động bảo lãnh phát hành.
- Dự trù và thông tin về khả năng can thiệp bình ổn giá.
- Quá trình hoạt động của doanh nghiệp phát hành.
- Các rủi ro mà người mua có thể gặp phải.
- Trình bày về công tác quản trị doanh nghiệp.
- Thông tin cụ thể về tài chính doanh nghiệp.
- Ý kiến pháp lý về việc hình thành công ty cổ phần corporation
- Lời chú giải đặc biệt của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước disclaimer.

Khách hàng luôn nhận được bản cáo bạch để làm cơ sở cho việc mua cổ phiếu. Nhà bảo lãnh bao tiêu phải cung cấp đầy đủ cả cáo bạch thăm dò lẫn cáo bạch hoàn chỉnh cho tất cả các công ty chứng khoán tham gia trong đợt phát hành.

## **HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ**

Một đợt phát hành mới thông thường được bán qua một nhóm các ngân hàng đầu tư được gọi là nhóm bao tiêu hay bảo lãnh underwriting syndicate. Chức năng hoạt động của ngân hàng đầu tư cực kỳ quan trọng ở chỗ nó làm cái gạch nối giữa chủ thể phát hành và người đầu tư. Mục tiêu của hoạt động ngân hàng đầu tư là huy động vốn cho chủ thể phát hành trong điều kiện thuận lợi nhất. Đôi khi tiền huy động của các đợt phát hành là nguồn vốn mới đối với công ty. Trong lúc đó có đợt phát hành là để tài trợ lại cơ cấu vốn của công ty điển hình là việc phát hành trái phiếu để hoàn lại tiền trong việc thu hồi các trái phiếu có lãi suất cao.



Khi đóng vai trò nhà bảo lãnh cho đợt phát hành, một ngân hàng đầu tư thường đảm đương rủi ro trong việc mua chứng khoán mới của công ty phát hành và bán ra cho đại chúng. Công ty phát hành sẽ chọn một nhà quản lý cho nhóm syndicate manager hoặc một nhóm các ngân hàng đầu tư đồng quản lý co-managers.

Như đã nói ở trên, các đợt phát hành mới phải được đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước theo luật chứng khoán 1933, khi đợt phát hành mới đã được đăng ký, trách nhiệm đầu tiên của nhà bảo lãnh là tiếp thị cho chứng khoán sẽ phát hành đó.

Nhóm bảo lãnh được trả thù lao bằng sự giảm giá discount hoặc chênh lệch spread gọi là phí bảo lãnh. Khoản chênh lệch spread là sự khác biệt giữa số tiền quần chúng đầu tư phải trả và số tiền công ty cổ phần sẽ nhận được. Chẳng hạn nếu quần chúng trả \$20 và công ty phát hành nhận \$18 thì chênh lệch bao tiêu là \$2. Thỏa thuận giữa các nhà bảo lãnh agreement mong underwriters chi tiết hoá trách nhiệm của các thành viên nhóm bảo lãnh và số tiền thù lao họ nhận được.

Cùng với các nhà bảo lãnh, một nhóm bán thường được nhà quản lý tổ chức để giúp phân phối chứng khoán, nhóm bán gồm các công ty chứng khoán không chịu trách nhiệm về đợt phát hành, họ bán để kiếm một khoản trong chênh lệch gọi là phí nhượng bán. Thỏa thuận về nhóm bán quy định về trách nhiệm của họ.

Số tiền chênh lệch bảo lãnh phí bảo lãnh tùy thuộc vào chất lượng và quy mô của đợt phát hành đại chúng đầu tiên hay là đợt phát hành bổ sung và các điều kiện về thị trường tại thời điểm bán. Nhìn chung, chứng khoán phát hành lần đầu IPO thường có mức chênh lệch cao do rủi ro gắn liền

trong đợt phân phối đó. Về phát hành chứng khoán nợ, trái phiếu lãi suất thấp có chênh lệch tương đối cao, trong khi đó các nhà phát hành trái phiếu bậc cao high rate - an toàn cao cho hưởng phí bao tiêu phát hành nhỏ hơn.

## **CÁC PHƯƠNG THỨC BẢO LÃNH PHÁT HÀNH.**

Thoả thuận bảo lãnh phát hành hoặc hợp đồng mua giữa ngân hàng đầu tư và công ty phát hành có thể thực hiện theo một số cách khác nhau.

### **Cam Kết Chắc Chắn Firm Commitment:**

Nếu nhà bảo lãnh đồng ý tiêu thụ toàn bộ chứng khoán phát hành, có nghĩa là tự mua số lượng chứng khoán không tiêu thụ hết, thì họ sẽ chọn loại bảo lãnh "cam kết chắc chắn" firm commitment. Ngân hàng đầu tư thực hiện đợt phát hành bằng chính tài khoản của mình và chấp nhận rủi ro. Họ đồng ý mua trọn đợt phát hành và chấp nhận giữ cho mình các cổ phần không bán được. Như thế họ đã cam kết chắc chắn với công ty phát hành để lãnh trọn gói trách nhiệm số lượng phát hành, dù họ có thể bán được chứng khoán đó hay không. Ví dụ: một công ty mong sẽ bán được \$ 10 000 000 giá trị cổ phần. Nhà bảo lãnh chỉ bán được \$ 8 000 000. Do đó nhà bảo lãnh phải tự mua hết phần còn lại \$ 2 000 000.

### **Gắng Hết Mình Best Efforts:**

Trường hợp nhà bảo lãnh đồng ý làm một đại diện cho công ty phát hành, nhưng bày tỏ rằng số cổ phần không bán được sẽ trả về cho công ty phát hành, họ sẽ chọn hình thức phát hành "cố gắng hết mình" best effort. Khi đó họ sẽ thực hiện việc bán tất cả đợt phát hành bằng một nỗ lực trung

thực, nhưng nếu không thể bán hết số chứng khoán, họ sẽ hoàn lại số tiền động cho công ty phát hành mà không bị đền bồi nào cả.

Ví dụ: Công ty mong đợi sẽ bán được \$ 10.000.000 giá trị cổ phần, công ty bảo lãnh chỉ tiêu thụ được \$8.000.000, họ sẽ hoàn trả lại \$2.000.000 cho công ty phát hành.

### **Bán Trọn Hoặc Huỷ Bỏ All- or- None: Được ăn cả - ngã về không:**

Trong một số trường hợp, một công ty có thể cần huy động một số tiền cụ thể nào đó để thỏa mãn nhu cầu vốn làm ăn, vì họ không thể làm gì được với số vốn huy động ít hơn dự kiến, cho nên họ quy định là phải bán được hết lượng phát hành hoặc sẽ huỷ bỏ đợt phát hành đó. Loại bảo lãnh này gọi là "gắng hết sức mình, được cả hoặc không có gì" Best Efforts All - or - None.

Không giống như "best effort" theo đó có thể chỉ bán một phần, ở đây nhà bảo lãnh cần có khả năng bán hết hoặc không được gì cả. Điều này có nghĩa là nếu toàn bộ đợt phát hành không được bán hết, thì phần đã bán sẽ được huỷ bỏ và hoàn tiền lại cho người đăng ký mua.

Một cách khác của thể thức "được trọn hoặc không có gì" là đợt phát hành mà trong đó công ty phát hành yêu cầu một mức nào đó của tiền huy động phải được thực hiện để đợt phát hành được xem là đạt dự kiến. Phương thức này còn gọi là bảo lãnh phát hành tối thiểu - tối đa Min - Max.

Lấy ví dụ: một công ty có thể nỗ lực bán \$20.000.000 giá trị cổ phiếu, Công ty này yêu cầu một mức sàn là 70% của đợt phát hành. Họ phải nhận được ít nhất \$ 14.000.000, nếu không thì toàn bộ đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ.

## **QUẢNG CÁO DỌN ĐƯỜNG TOMBSTONE ADVERTISEMENT**

Nhóm bảo lãnh luôn sắp đặt một quảng cáo gọi là một bố cáo tombstone trên một tờ báo tài chính định kỳ nhằm công bố đợt bán chứng khoán. Tên của giám đốc nhóm bảo lãnh nằm ở đầu danh sách các nhà bảo lãnh. Các công ty khác được liệt kê theo thứ tự ABC với số lượng tham dự phát hành. Các thành viên nhóm bán không ghi tên trên bố cáo. Bố cáo đó còn gồm một điều khoản được chuẩn hoá rằng "đây không phải là một sự chào để bán, hoặc một gợi mở cho một đề nghị mua. Việc chào bán chỉ được thực hiện bằng một cáo bạch".

Một quảng cáo dọn đường là quảng cáo duy nhất được cho phép đối với một đợt phát hành mới.

## **BÁN CHỨNG KHOÁN NÓNG SALES OF HOT ISSUES**

Một đợt phát hành nóng hot issues là một đợt phát hành cổ phiếu có mức cầu lớn và được đăng ký vượt cung. Nó được mua bán bằng một giá cao hơn tức thì sau khi bán ra.

Các công ty chứng khoán bị cấm hoặc bị hạn chế trong việc bán các chứng khoán nóng đối với tất cả các tài khoản sau đây:

1. Tài khoản riêng của các công ty giao dịch chứng khoán.
2. Tài khoản của các chức danh cao cấp, thành viên góp vốn partners hoặc nhân viên của các công ty giao dịch chứng khoán hoặc gia đình trực hệ của họ. Gia đình trực hệ bao gồm: chồng vợ, con cái, cha mẹ, liên hệ bên vợ chồng, anh chị em ruột và các trường hợp trực tiếp lệ thuộc khác không bao gồm chú, bác, cậu, mợ, cô, dì.

3. Các quan chức cao cấp của một ngân hàng, công ty bảo hiểm hoặc một định chế tương tự, bất cứ nhân viên nào liên quan trong bộ phận chứng khoán của định chế đó,... hoặc gia đình trực hệ của họ.

### **HOẠT ĐỘNG CHUI VÀ KÈM GIỮ FREERIDING and WITHHOLDING**

Công ty chứng khoán, là thành viên của TTCK, không được từ chối yêu cầu mua của quần chúng để giữ lại chứng khoán cho mình trong một đợt phát hành mới mà họ đang phân phối. Điều này được gọi là hoạt động chui và kèm giữ Freeriding and withholding. Kèm giữ lại một phần chứng khoán nóng để kiếm lợi cho chính công ty thành viên làm trái với nguyên tắc mua bán ngay thẳng và trung thực. Việc làm này có tác hại tạo sự mất niềm tin của quần chúng vào hoạt động trung thực của các công ty giao dịch chứng khoán, vốn được trao cho ưu thế không phải để thủ lợi cho riêng mình.

### **HOẠT ĐỘNG BÌNH ỔN GIÁ STABILIZATION**

Một số đợt phát hành thiếu sự thích thú đón nhận của các nhà đầu tư như thấy ở một đợt phát hành nóng. Để tránh việc rớt giá ngay lập tức của chứng khoán trong và sau thời gian phân phối, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước cho phép dùng phương pháp bình ổn giá.

Bình Ổn là hình thức duy nhất về vận hành nhân tạo giá manipulation được Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước cho phép. Hoạt động này cho phép nhà quản lý bao tiêu nêu giá mua chứng khoán giá chào mua của công ty chứng khoán ở thị trường thứ cấp ngang hay dưới giá phát hành chút đỉnh.

Ví dụ: một đợt phát hành cổ phiếu mới của công ty ABC, cổ phần thường được phát hành ở mức giá \$20 một cổ phần. Nhà quản lý bao tiêu sẽ được phép tham gia một giá mua để củng cố stabilization bid ở mức bằng hay thấp hơn ví dụ: \$19 1/8 với điều kiện nó không cao hơn bất kỳ giá chào mua độc lập nào trên thị trường. Giá mua củng cố này không được nêu cao hơn giá phát hành \$20.

Quá trình bình ổn giá có thể được chấm dứt bất kỳ lúc nào, và ngay khi các lượng cung cầu quyết định được giá thị trường mua bán. Hoạt động này phải được chấm dứt một khi tất cả các cổ phần mới phát hành đã được mua bán hết.

### **Điều đầu tiên cần nhớ khi đầu tư: Cắt giảm thua lỗ**

#### **Cắt giảm thua lỗ, phương tiện để thành công**

Cho dù kinh doanh bất cứ ngành nghề nào, mục tiêu cuối cùng của bạn cũng là tìm kiếm lợi nhuận. Nhưng bài học thuộc lòng đầu tiên khi bước chân vào thị trường chứng khoán chưa phải là cách tìm kiếm lợi nhuận mà chính là cách cắt giảm thua lỗ - Loeb, một nhà đầu tư rất thành công đã khuyên chúng ta: "Hãy cắt giảm sự thua lỗ của bạn một cách nhanh nhất". Nếu bạn muốn trở thành một nhà đầu tư chứng khoán thành công, đây là quy luật đầu tiên và quan trọng nhất phải thuộc nằm lòng. Nguyên tắc này càng có ý nghĩa quan trọng hơn nếu đầu tư trong tài khoản vay mượn. Cắt giảm thua lỗ là cực kỳ cần thiết!

Dù mới bước chân vào thị trường chứng khoán hay đã là một nhà đầu tư giàu kinh nghiệm bạn sẽ vẫn có những giây phút chủ quan phá bỏ nguyên tắc này. Và nếu không cắt giảm thua lỗ kịp thời, không sớm thì muộn bạn sẽ chịu những sự thua lỗ nặng nề hơn. Tuy nhiên những con người tự tin

bước chân vào thị trường chứng khoán thường thông minh và có kiến thức, chính những điều này cộng thêm cái tôi, tính ngoan cố và niềm kiêu hãnh sẽ khiến họ không dễ dàng tuân theo nguyên tắc cắt giảm thua lỗ này.

Vấn đề là bạn luôn mong muốn tìm kiếm lợi nhuận khi mua một loại chứng khoán, khi giá đi xuống rất khó để bán chúng đi và chấp nhận thua lỗ. Quả thật là rất khó để chấp nhận mình đã hành động sai lầm, người ta thường hay có xu hướng chờ đợi, hy vọng giá lên trở lại thay vì nên bán chúng đi.

Mọi thứ còn trở lên tồi tệ hơn khi bạn vừa bán chứng khoán đi thì giá bắt đầu lên trở lại. Bạn sẽ thực sự bị bối rối và cho rằng cắt giảm thua lỗ là một chính sách tồi.

Có bao giờ bạn nghĩ rằng sự thua lỗ là cực kỳ nguy hiểm? Bạn sẽ dễ dàng mất đi sự thông minh và tỉnh táo cần có. Thông thường đây là thời điểm hầu hết các nhà đầu tư tiếp tục phạm sai lầm và thực sự trở lên rối rắm khủng hoảng.

Hãy tự hỏi mình câu hỏi sau: Bạn có mua bảo hiểm hỏa hoạn cho ngôi nhà của bạn vào năm ngoái? Ngôi nhà của bạn đã bị thiêu trụi chẳng? Nếu nó không bị cháy, bạn đã làm sai vì đã lãng phí tiền bạc trong việc mua bảo hiểm? Bạn sẽ từ chối mua bảo hiểm năm sau? Tại sao bạn mua bảo hiểm hỏa hoạn cho ngôi nhà? Bởi vì bạn biết ngôi nhà của bạn sẽ bị cháy?

Không! Bạn mua bảo hiểm hỏa hoạn để bảo vệ bản thân, chống lại khả năng có thể bị sự mất mát lớn ảnh hưởng trầm trọng đến khả năng tài chính, rất khó để hồi phục.

Đó cũng là tất cả lý do tại sao phải cắt giảm thua lỗ.

### **Khi nào sẽ bán chứng khoán thua lỗ?**

Theo Loeb, đó là khi giá giảm 10% so với giá mua ban đầu đây có lẽ là một quy luật tốt cho những nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường. Nhưng nếu bạn đã có kinh nghiệm, biết sử dụng các đồ thị để xác định thời điểm mua bán chính xác hơn, nên cắt giảm tại mức 7% hoặc 8%. Bằng cách này bạn đã mua một hợp đồng bảo hiểm để bảo vệ khỏi những thua lỗ lớn hơn.

Như vậy, ngay cả với khả năng thành công và thất bại ngang nhau khi mua một loại chứng khoán, bạn có thể lời đến tối đa trong khi chỉ thua lỗ một số tiền đã xác định. Nếu bạn để giá cổ phiếu rớt tới 50%, bạn sẽ phải tìm kiếm 100% lợi nhuận với số tiền còn lại. Nhưng những loại cổ phiếu tăng giá gấp đôi thì không nhiều!

Không ai có thể đúng trong tất cả mọi quyết định của mình, bạn có biết Foster Friess, người điều hành quỹ hỗ trợ Brandywine, một trong những quỹ hỗ trợ đầu tư luôn được xếp vào hạng ưu việt nhất có tỷ lệ phần trăm sai lầm trong những quyết định của mình là bao nhiêu không? Đôi khi lên tới 40%. Vậy mà ông vẫn đạt được những kết quả kinh doanh đáng ghen tỵ bởi vì khoản thua lỗ ấy nói chung luôn thấp hơn khoản lợi nhuận do những phi vụ thành công mang lại.

Thị trường chứng khoán, khoảng cách giữa thành công và thất bại là rất mong manh, không một nhà đầu tư huyền thoại nào của hôm qua, hôm nay và cả ngày sau nữa không gặp phải bất kỳ thất bại nào trong cuộc đời kinh doanh của mình. Họ thành công bởi vì họ biết cách cắt giảm thua lỗ tới mức tối thiểu và tìm kiếm lợi nhuận tới mức tối đa. Thế thôi!



## **Mất khoảng bao nhiêu thời gian để trở thành một nhà đầu tư giỏi?**

Thực chất thị trường chứng khoán là một cuộc đấu trí, kinh nghiệm đóng một vai trò rất quan trọng. Đừng bao giờ vội vã đổ hết gia tài của mình vào thị trường ngay ngày đầu tiên. Thông thường bạn phải mất khoảng hai tới ba năm để có thể rút ra những quy luật, phối hợp sự phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật, tình hình thị trường và các nguyên tắc đầu tư với nhau.

Thời gian trôi qua, càng ngày bạn sẽ càng có những lựa chọn chính xác hơn, số tiền 8% bạn cho phép mình thua lỗ mỗi loại chứng khoán sẽ giảm đáng kể. Thêm vào đó những thất bại nhỏ bé sẽ được bù đắp bằng những lợi nhuận lớn hơn từ những phi vụ mua bán thành công mang lại.

Hãy coi 8% thất bại ấy là học phí cho những gì bạn học được sau một phi vụ không thành công. Những nhà đầu tư lớn cho rằng chấp nhận thất bại ở một mức độ vừa phải là một quyết định hợp lý. Họ không cho rằng đó là một sự lãng phí tiền bạc, vì họ hy vọng sự thất bại ấy sẽ đem lại và sẽ được trang trải bằng những thành công trong tương lai.

Đừng quá vội vã mơ tới những thành công vĩ đại, những lợi nhuận khổng lồ ngay lập tức, tục ngữ phương Đông có câu "Dục tốc bất đạt". Một cầu thủ bóng đá chuyên nghiệp không thể được đào tạo trong vòng ba tháng, và cũng chẳng thể nào có một nhà đầu tư thành công ngay lập tức trong thời gian ấy.

Điểm khác biệt lớn nhất giữa những con người thành công và những người khác đó là họ xác định được mục tiêu, phương thức hoàn thành mục tiêu và kiên trì theo đuổi nó!

## **Tại sao chúng ta chọn mức thua lỗ 8%?**

Nếu bạn cắt giảm thua lỗ tại mức 8%, điều này sẽ cho phép bạn tồn tại để tiếp tục đầu tư. Rất nhiều người đã đi tới chỗ phá sản vì họ đã quá mê mụi với những loại cổ phiếu trong tay. Họ không thể đối mặt và thừa nhận sai lầm do đó cũng không thể thi hành những quyết định bán đầy khó khăn. Chính sự do dự khi tới thời điểm cần bán sẽ khiến họ phải chịu đựng những thất bại nặng nề hơn không sớm thì muộn. Và những thất bại nặng nề sẽ làm bạn mất đi sự tin tưởng, khiến bạn sợ hãi hoang mang, đây là những thứ tuyệt đối không thể để xảy ra nếu bạn còn tiếp tục muốn đầu tư.

Nếu bạn cắt giảm thua lỗ tại mức 7% hoặc 8% và bán một loại cổ phiếu khi giá của nó tăng khoảng 25%, bạn có thể chỉ cần quyết định đúng một lần trong khi bạn được phạm sai lầm tới ba lần, mà vẫn không bị rơi vào tình trạng rắc rối.

Chiến thuật đầu tư thường được áp dụng là hãy giữ các loại chứng khoán đang phát triển tốt để chờ đợi những lợi nhuận lớn, trong khi hãy bán ngay những loại chứng khoán không hiệu quả để giảm thua lỗ tới mức thấp nhất có thể.

**Những điều quan trọng cần biết nếu bạn muốn đầu tư chứng khoán**

**Thời điểm đầu tư**

Mọi thời điểm đều có thể đầu tư. Bạn có thể mua chứng khoán khi giá lên và bán khống khi giá xuống. Thông thường chúng ta mất khoảng hai năm, để có thể hiểu những quanh co rắc rối của thị trường. Nếu bạn thực sự yêu thích chứng khoán không nên chờ tới khi có một số vốn lớn, một công việc hoàn hảo, hoặc chờ tới khi bạn đã đủ chín chắn. Đừng bao giờ hy vọng mình trở thành một nhà đầu tư lão luyện chỉ với số kiến thức thu thập được mà không có sự luyện tập với những số tiền nhỏ ban đầu để tìm kiếm kinh nghiệm. Những Warren Buffett, Sorros của ngày hôm nay lúc khởi sự đầu tư cũng chẳng khác bạn bây giờ bao nhiêu. Chỉ với một chút ít khát vọng vươn lên, lòng dũng cảm, sự chuẩn bị và một phương cách rõ ràng, bạn đã có cơ hội để trở thành một nhà đầu tư thành công.

### **Điều đầu tiên cần làm?**

Trước tiên bạn phải mở một tài khoản tại công ty chứng khoán, điều này rất đơn giản, thực chất chỉ phải điền vào các giấy tờ do nhân viên công ty mang tới như tên họ, địa chỉ..., nếu có gì không hiểu đừng ngại yêu cầu các broker giải thích cặn kẽ.

Thông thường có hai loại dịch vụ chính đó là dịch vụ trọn gói full service, người lựa chọn dịch vụ này sẽ được broker tư vấn mua bán và dịch vụ giá hạ discount firm, người môi giới chỉ làm nhiệm vụ mua bán theo chỉ thị của khách hàng, phí môi giới sẽ rẻ hơn. Và nếu bạn là người mới bạn nên sử dụng dịch vụ trọn gói, nếu bạn tiết 1% hay 2% phí môi giới bạn có thể phải chịu những thua lỗ không đáng có.

Và cho dù bạn định trở thành một nhà đầu tư chuyên nghiệp, dùng hết quỹ thời gian làm việc cho chứng khoán, hay chỉ đơn giản bạn có một số vốn

nhỏ, muốn nó sinh sôi điều đầu tiên những nhà đầu tư thành công sẽ khuyên bạn là: hãy lựa chọn một broker giỏi.

Có một điều chúng ta thường không để ý, broker cũng là một nghề như tất cả mọi nghề khác, không phải ai cũng giỏi như nhau, chúng ta cần tìm hiểu về nhân viên broker của mình, về kiến thức của anh ta, thông tin anh ta lấy từ đâu, chiến thuật đầu tư của anh ta có phù hợp với bạn không... Với những người mới bắt đầu, tìm kiếm một broker giỏi là hết sức quan trọng.

Và nếu bạn thực sự vừa mới đặt chân vào thị trường chứng khoán trước tiên bạn chỉ nên mở tài khoản tiền mặt cash account, đầu tư với số tiền bạn đang có. Vài năm sau, khi đã có kinh nghiệm hãy xem xét đến việc mở tài khoản vay mượn margin account, loại tài khoản có thể mượn thêm tiền của công ty chứng khoán để kinh doanh. Trong thời kỳ đầu kinh doanh khả năng thua lỗ của bạn là không nhỏ, việc dùng đòn bẩy tài chính có thể khiến sự thua lỗ lớn hơn vượt ngoài tầm kiểm soát và chịu đựng của bạn. Điều tồi tệ hơn là nó sẽ khiến bạn khựng hoảng, mất niềm tin vào bản thân và bị rơi vào trạng thái con bạc khát nước. Điều này rất nguy hiểm.

Sau khi đã lập tài khoản, hãy có một kế hoạch và một sự chuẩn bị tiêu vốn vài giờ đồng hồ mỗi tuần để luôn giữ được mối liên hệ với thị trường. Đồng thời cũng hết sức cẩn thận khi lắng nghe lời khuyên của những người khác. Phần lớn chúng chỉ là những ý kiến cá nhân và có thể sai lầm. Nếu bạn đã coi đầu tư như một công việc khoa học nghiêm túc không nên hành xử theo cảm giác, tất cả mọi quyết định đầu tư đều phải được đề ra dựa trên những mẫu mực nhất định. Do đó bạn cần học cách tìm hiểu các chỉ số của công ty, cách đọc các đồ thị và phân tích chúng,

chúng chỉ đơn thuần trình bày các sự kiện, chứ không phải là những ý kiến cá nhân!

### **Nên nắm giữ bao nhiêu loại cổ phiếu?**

Tất nhiên không nên đầu tư toàn bộ tiền bạc vào một loại cổ phiếu. Nếu rủi ro xảy ra, bạn sẽ mất tất cả. Một câu thành ngữ mà tất cả các nhà đầu tư phải thuộc đó là

"Không nên dồn tất cả các trứng vào một giỏ". Nếu bạn xảy tay, tất cả sẽ vỡ tan tành. Nhưng đồng thời bạn cũng không thể cầm cùng lúc quá nhiều giỏ. Như vậy bao nhiêu là vừa?

Theo ý kiến của những nhà đầu tư có kinh nghiệm nếu bạn có ít hơn \$5000 chỉ nên đầu tư từ một tới hai loại cổ phiếu, với \$10000 từ hai tới ba loại, với \$25000 từ ba tới bốn loại, với \$50000 từ bốn tới năm, với \$100000 hoặc nhiều hơn bạn cũng chỉ nên đầu tư vào năm hoặc sáu loại cổ phiếu.

Cho dù bạn có bao nhiêu tiền, không có lý do gì để đầu tư cùng lúc tới 20 loại cổ phiếu. Đơn giản chỉ vì bạn không thể nắm bắt được thông tin của tất cả các loại cổ phiếu trong tay. Điều này thực sự nguy hiểm.

Với những nhà đầu tư cá nhân, cách kiếm tiền là mua các loại cổ phiếu của các công ty tốt nhất trong lĩnh vực của nó, tập trung danh mục đầu tư trong một số loại cổ phiếu giới hạn, theo dõi chúng một cách cẩn thận, và bán chúng đi nếu cảm thấy chúng không thể phát triển hơn nữa hoặc khi thị trường đánh giá chúng quá cao.

Tất cả chỉ thế thôi!

**Hãy tuân theo nguyên tắc thay vì hành động theo cảm xúc**

**Tại sao chúng ta lại thường hy vọng khi nên lo ngại và ngược lại?**

Khi cổ phiếu đã rớt giá 8% dưới giá mua ban đầu và bị thua lỗ, người ta thường hay hy vọng chúng tăng giá trở lại trong khi thực sự họ nên lo ngại rằng có thể sẽ mất thêm một số tiền nữa, và nên phản ứng bằng cách bán cổ phiếu đi và chấp nhận thua lỗ thay vì cứ để mọi thứ y nguyên.

Khi cổ phiếu tăng giá và tìm được lợi nhuận, họ lại sợ rằng có thể đánh mất lợi nhuận ấy và bán chúng quá sớm. Nhưng sự thật cổ phiếu đang tăng giá là một dấu hiệu cho thấy chúng thực sự mạnh và có lẽ quyết định mua ban đầu của họ là hoàn toàn chính xác.

Mỗi quyết định mua hay bán chứng khoán đều là một trận chiến thực sự, sẽ có thành công hoặc thất bại do đó chắc chắn chúng ta sẽ bị cảm xúc chi phối. Nhưng thị trường diễn tiến độc lập với những cảm xúc ấy, và một cách thẳng thắn nó không hề quan tâm bạn đang nghĩ gì, đang chờ đợi, hy vọng điều gì sẽ xảy ra.

Bản chất con người gắn vào và ảnh hưởng tới thị trường một cách sâu sắc. Những cảm xúc tương tự như sự kiêu ngạo, sự căm giận, nỗi sợ hãi, lòng tham lam đã tồn tại ở thị trường hôm qua, hôm nay và chắc chắn là cả ngày mai nữa.

Điều quan trọng là khống chế những cảm xúc ấy như thế nào?

## **Làm cách nào để chiến thắng những cảm xúc cá nhân**

Thực sự đây là một câu hỏi khó, chúng ta thường rất khó khăn để kìm hãm nỗi sợ hãi, lòng tham lam, tính kiêu hãnh để đưa ra những quyết định chính xác. Trong trường hợp thị trường đi lên thì mọi quyết định đều có vẻ hợp lý, nhưng trong một đợt điều chỉnh của thị trường thì mọi thứ sẽ rối tung cả lên, bạn như một con người đi lạc giữa biển khơi mất phương hướng không biết hành xử như thế nào. Hãy lắng nghe William J. O'Neil chia sẻ những quan điểm của ông "Theo kinh nghiệm của tôi, cách tốt nhất là thành lập những quy luật mua và bán từ những nghiên cứu về lịch sử thị trường - những quy luật dựa trên nền tảng câu hỏi thực sự thị trường đang hoạt động như thế nào, và trong quá khứ mỗi khi thị trường gặp hoàn cảnh ấy thì diễn biến như thế nào, những quy luật dựa trên sự thống kê khoa học chứ không phải dựa trên những ý kiến hay thành kiến cá nhân".

Một luật sư phải từ bỏ tất cả các cảm xúc để phân tích thực tế và dựa vào những tiền lệ để xem xét một sự kiện. Tại sao bạn không làm như thế? Bạn càng hiểu về quá khứ của một loại cổ phiếu bao nhiêu, bạn càng có thể nhìn nhận những cơ hội trong tương lai một cách chính xác bấy nhiêu. Việc giá cả dao động hàng ngày có thể dọa dẫm cả những nhà đầu tư có kinh nghiệm nhất nhưng một cái nhìn về quá khứ sẽ giúp chúng ta hiểu ra có một xu hướng đi lên trong toàn bộ thị trường. Chu kỳ tiếp nối chu kỳ, chúng sẽ tạo ra những cơ hội lớn thực sự cho các nhà đầu tư.

## **Mua cổ phiếu giá rẻ, thói quen xấu cần tránh**

Thị trường chứng khoán không phải là một cái chợ, quan điểm mua thật rẻ, bán thật mắc không có giá trị nơi đây. Đừng đầu tư vào các loại cổ

phiếu rẻ tiền với mong muốn tìm lợi nhuận lớn và nghĩ rằng các loại cổ phiếu ăn khách đã đạt với ngưỡng, bản chất giá cổ phiếu cũng phần nào phản ánh được kỳ vọng vào nó. Thà mua 100 cổ phiếu với giá \$60 một cổ phiếu, chứ đừng mua 600 cổ phiếu với giá \$10 một cổ phiếu. Các tổ chức chứng khoán sẽ bỏ hàng triệu đô la vào loại \$60/1 cổ phiếu và tránh xa những loại cổ phiếu rẻ tiền. Và chúng ta cũng nên biết những tổ chức đầu tư lớn - những quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, các ngân hàng - thực hiện phần lớn các giao dịch trên thị trường và thực sự có thể tác động vào giá cả.

Thật kỳ lạ khi trong mỗi nhà đầu tư mới đều có một ham muốn rất khó chống lại là mua cổ phiếu giá rẻ. Cái ý tưởng mua một khối lớn cổ phiếu giá cỡ \$2 rồi chờ chúng tăng gấp đôi nghe khá hay, chúng ta thường cảm nhận một cách rất mơ hồ rằng một cổ phiếu \$2 thường dễ tăng giá hơn một cổ phiếu giá \$100. Sự thật là đầu tư cổ phiếu không giống như mua một bộ quần áo hoặc một chiếc xe hơi giảm giá. Thị trường chứng khoán là một thị trường đấu giá hai chiều, cổ phiếu được bán với giá xấp xỉ bằng giá trị của chúng tại thời điểm giao dịch. Khi bạn mua một loại cổ phiếu rẻ tiền, bạn chỉ sở hữu những giá trị cũng rẻ như cổ phiếu bạn đã mua.

Với những cổ phiếu phát triển mạnh nhất trong vòng 45 năm qua, cái giá trung bình trước khi chúng tăng gấp đôi hoặc gấp ba là \$28 một cổ phiếu. Đây là một sự thật của lịch sử. Những cổ phiếu rẻ tiền thường rất rủi ro.

**Phân tích kỹ thuật hay phân tích cơ bản?**

**Khái niệm phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản.**



Rất nhiều người sau nhiều năm kinh doanh vẫn chưa hiểu thế nào là phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, đa số họ mua bán theo cảm xúc và không có một công cụ đầu tư hiệu quả.

Phân tích cơ bản là việc phân tích bản cân đối tài khoản và bản báo cáo lợi tức của công ty để xem xét chất lượng của công ty cũng như việc phát triển của công ty theo thời gian, nhờ đó tiên đoán các chuyển biến giá chứng khoán. Việc phân tích cơ bản sẽ đánh giá một chứng khoán dưới giá trị hay trên giá trị hiện hành.

Phân tích kỹ thuật nghiên cứu số cung và cầu chứng khoán dựa trên các nghiên cứu số lượng và giá cả. Nhà phân tích dùng các biểu đồ để phân tích chiều hướng giá. Hầu hết các phân tích được thực hiện để phân tích ngắn và trung hạn. Không giống như phân tích cơ bản, nhà phân tích kỹ thuật không quan tâm đến vị thế tài chính của công ty.

Trong bài này chúng ta sẽ xem xét tại sao cả hai loại phân tích đều cần thiết để đầu tư thành công.

### **Không nên chỉ dùng một loại phân tích.**

Cho dù bạn đầu tư dài, ngắn, hay trung hạn, cho dù bạn là nhà đầu tư giá trị hay tăng trưởng, cả hai loại phân tích đều cần thiết mặc dù vai trò của chúng trong từng loại đầu tư sẽ khác nhau. Hoàn toàn không nhất thiết phải chọn sử dụng "một trong hai". Tốt nhất bạn phải xem xét cả về phân tích cơ bản với những chỉ số về sức mạnh, chất lượng của công ty và sản phẩm của nó để tìm kiếm những công ty có chất lượng, phối hợp với sự phân tích cung cầu, giá cả và số lượng giao dịch trên thị trường để tìm kiếm những thời điểm mua hợp lý.

Phân tích cơ bản là nền tảng bạn phải có khi mua bất cứ loại cổ phiếu nào, nó sẽ xác định tính ưu việt của công ty so với các công ty khác, trong khi phân tích kỹ thuật sẽ cho phép bạn thấy được mức quan tâm của người đầu tư, sức ép cung cầu trong thời điểm ngắn và trung hạn, để tìm kiếm những thời điểm mua cổ phiếu có cơ hội tăng giá nhất.

### **Điều quan trọng nhất trong phân tích cơ bản là gì?**

Khả năng sinh lợi của công ty là một trong những nhân tố quan trọng nhất ảnh hưởng tới giá chứng khoán. Biết được doanh lợi của công ty trong quá khứ và trong hiện tại hết sức quan trọng. Chúng ta chỉ nên mua những loại cổ phiếu mà lợi nhuận earnings của công ty có phát triển, doanh số sales của công ty tăng, tỷ lệ lợi nhuận biên profit margins và lợi nhuận vốn cổ đông return on equity cao.

Lợi nhuận mỗi cổ phần earnings per share, EPS được tính bằng cách chia tổng số lợi nhuận sau thuế cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành, có thể được dùng như là một công cụ cho thấy mức độ phát triển và khả năng sinh lời của công ty. Chỉ số lợi nhuận mỗi cổ phần có thể được dùng để so sánh với giai đoạn trong quá khứ cho thấy khả năng phát triển về lợi nhuận của công ty.

Đối với những nhà đầu tư chú trọng giá trị, lợi nhuận mỗi cổ phần cùng với chỉ số P/E price/earnings per share, được tính bằng cách lấy giá cổ phiếu chia cho lợi nhuận kiếm được mỗi cổ phần là một chỉ số quan trọng để xem xét cổ phiếu mắc hay rẻ, ví dụ một công ty có giá một cổ phiếu là \$100, lợi nhuận mỗi cổ phần là \$20 sẽ có P/E bằng 5, tức là có tỷ lệ lợi nhuận trên giá mỗi cổ phiếu là 20%.

Trong khi những nhà đầu tư chú trọng tăng trưởng thì lại không quan tâm lắm đến chỉ số P/E, họ chỉ chú trọng đến sự phát triển của doanh lợi, nếu một công ty tăng trưởng trong nhiều quý liên và tình hình tốt đẹp sẽ còn tiếp diễn, những nhà đầu tư tăng trưởng sẵn lòng mua cổ phiếu với P/E lên tới cả 100 lần, để hy vọng tìm kiếm lợi nhuận nhờ chênh lệch giá.

Thực tiễn kinh nghiệm thị trường cho thấy những phi vụ thành công lớn trên thị trường chứng khoán hầu hết thuộc về những công ty đang phát triển - những công ty có số lợi nhuận mỗi cổ phần tăng trung bình 30% trong 3 năm liên. Do đó hãy tập trung vào những loại cổ phiếu có chỉ số EPS tăng 30% hoặc hơn trong 3 năm liên.

Đối với những công ty mới cổ phần hoá, mọi người thường nghĩ chúng không có số liệu của 3 năm lợi nhuận, thực ra phần lớn những công ty này đều có các số liệu cần thiết từ khi chúng còn là các công ty tư nhân. Những thông tin này có thể tìm thấy trong bản cáo bạch của công ty.

Hãy nhìn vào các số liệu do công ty cung cấp đã được kiểm toán, đừng để ý đến những lời hứa của ban quản trị công ty đại khái như tình hình thua lỗ năm nay sẽ nhanh chóng được cải thiện. Trong lịch sử thị trường phần lớn các công ty đều có lợi nhuận tăng nhanh và mạnh trước khi giá cả của chúng tăng gấp đôi hoặc gấp ba.

### **Những nhân tố quan trọng khác trong phân tích cơ bản.**

Doanh số là một trong những dấu hiệu quan trọng của công ty. Nên lựa chọn những công ty có doanh số tăng nhanh trong vài quý qua, hoặc tăng tới 25% so với quý cùng kỳ năm ngoái. Doanh số tăng cho thấy sự phát triển về quy mô thị trường của công ty, đây là điều kiện quan trọng nếu

công ty muốn phát triển vượt bậc. Hãy lựa chọn những công ty đứng hàng thứ nhất trong lĩnh vực của nó về tốc độ tăng doanh số và lợi nhuận, có một tỷ suất lợi nhuận biên và lợi nhuận vốn cổ đông cao.

Lợi nhuận vốn cổ đông Return on equity, ROE dấu hiệu cho biết hoạt động tài chính của công ty. Nó đo lường khả năng sử dụng vốn của công ty. Nó cho cổ đông biết tiền vốn của công ty được sử dụng hiệu quả như thế nào. So sánh tỷ lệ này với những công ty cùng ngành sẽ cho biết công ty sử dụng vốn cổ đông tốt như thế nào so với các công ty cạnh tranh. Những công ty bạn cần tìm là những công ty có tỷ lệ ROE trên 20%.

Chỉ số lợi nhuận biên hay còn gọi là lãi kinh doanh profit margin đo lường khả năng sinh lời của công ty theo doanh số, được tính bằng cách lấy doanh lợi chia cho doanh thu. Một tỷ số lợi nhuận biên tăng cho thấy công ty có khả năng sinh lời cao hơn cùng với một đồng doanh thu thu về, nghĩa là công ty có thể đã cắt giảm được chi phí.

Bạn cũng cần phải hiểu rõ những sản phẩm của công ty, công ty chế tạo những sản phẩm gì, phục vụ trong lĩnh vực nào. Công ty bạn chọn nên có một loại hàng hoá hoặc dịch vụ hiếm có hoặc độc quyền. Những loại hàng hoá mà người tiêu dùng nhận thấy là cao cấp.

Cổ phiếu bạn mua cũng nên được những tổ chức đầu tư lớn sở hữu. Nên tìm hiểu có bao nhiêu quỹ đầu tư, ngân hàng và các tổ chức khác đã mua cổ phiếu ấy. Hãy tập hợp tất cả những điều đó vào một cuốn sổ nhỏ và nhớ cập nhật chúng.

Các tổ chức tài chính hàng đầu đều phải phân tích cơ bản rất kỹ trước khi mua một cổ phiếu nào đó. Vậy tại sao bạn lại bỏ qua?

## **Phân tích kỹ thuật khác phân tích cơ bản như thế nào?**

Phân tích kỹ thuật là việc nghiên cứu những chuyển động của thị trường, chủ yếu dựa vào việc sử dụng các đồ thị. Phân tích kỹ thuật sử dụng sự thay đổi của giá và khối lượng chứng khoán như một công cụ chính cho phép bạn kiểm tra, theo dõi, nhận định về mức cung và cầu của chứng khoán.

Bạn nên sử dụng các đồ thị biểu diễn giá chứng khoán trong ngày hoặc trong tuần kết hợp khối lượng giao dịch của nó, thông thường việc phân tích kỹ thuật từ những thời điểm quá xa thường không chính xác. Bằng cách sử dụng đồ thị bạn có thể xem xét liệu chứng khoán đang hoạt động bình thường hay bất thường, nó có đang được các tổ chức tài chính giao dịch hay không, và đâu là thời điểm để mua hay bán chứng khoán, ...

Ngoài giá cả và khối lượng giao dịch, nhà phân tích kỹ thuật còn sử dụng các số liệu đường biểu diễn giá trung bình 50 ngày, 200 ngày để phát hiện chiều hướng chung của thị trường, chỉ số sức mạnh tương đối relative price strength rating để xem xét cổ phiếu có hoạt động tốt hay không, tỷ số thăng giáng advance-decline để đánh giá tình hình thị trường.

Những nhà phân tích kỹ thuật giỏi có thể tiên đoán giá cổ phiếu trong thời gian gần dựa vào các dấu hiệu hiện tại của thị trường. Và bạn hoàn toàn có thể làm được điều ấy.

## **Tại sao cần dùng phân tích kỹ thuật?**

Một số người quá chú trọng phân tích cơ bản và coi thường phân tích kỹ thuật cho rằng phân tích kỹ thuật là không cần thiết, chỉ cần chọn những

công ty ưu tú là đủ, thực ra đây là một quan niệm sai lầm. Mục tiêu của bạn khi đầu tư là để tìm kiếm lợi nhuận, bạn cần phải chọn mua vào những thời điểm mà cơ hội tăng giá là lớn nhất, mua một loại cổ phiếu tốt thì có ích gì khi sau đó giá của chúng lại xuống, vả lại giá cả và số lượng mua bán trên thị trường sẽ báo cho bạn biết những rủi ro tiềm tàng hoặc những cơ hội nhanh hơn sự thay đổi số liệu trong phân tích cơ bản. Ví dụ như khi công ty của bạn mua hoặc bị mua lại bởi một công ty khác chẳng hạn.

Khối lượng giao dịch của cổ phiếu mỗi ngày hay mỗi tuần là một trong những công cụ quan trọng để hiểu sức ép cung cầu một cách chính xác. Thật sự rất quan trọng và cần thiết để hiểu, giá cổ phiếu của bạn đang đi lên hoặc đi xuống trong điều kiện khối lượng giao dịch lớn hơn hay nhỏ hơn mức thông thường. Chính vì vậy trong các báo cáo hàng ngày về giá của thị trường luôn đi kèm với khối lượng giao dịch. Nếu cổ phiếu của bạn đang tăng giá với một sự gia tăng khối lượng giao dịch đây là một dấu hiệu đáng mừng, cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng giá, nếu cổ phiếu tăng giá lại đi kèm với một khối lượng giao dịch yếu đi, cổ phiếu sẽ không tiếp tục tăng giá nữa, nếu cổ phiếu giảm giá mà khối lượng giao dịch cũng giảm theo, đây là một dấu hiệu cho thấy không có sự bán ra nữa, cổ phiếu sẽ ngừng giảm giá. Tuy không phải luôn đúng, nhưng những nguyên tắc này khá hợp lý nếu được xem xét trong những khoảng thời gian thật ngắn, từng giờ, từng ngày, nếu xem xét chúng trong khoảng thời gian dài sẽ không được chính xác lắm, và lại chúng chỉ chính xác trong những thị trường lệnh thị mua bán tức thời.

Ngoài ra khối lượng giao dịch còn là một dấu hiệu cho thấy các tổ chức lớn đang mua hay bán, điều này có thể ảnh hưởng mạnh tới giá chúng

khoán theo chiều hướng tích cực hoặc tiêu cực. Sẽ có một ngày trong tương lai, những điều đơn giản này sẽ giúp bạn trở thành một nhà đầu tư thành công.

Nếu bạn là tín đồ của trường phái phân tích cơ bản bạn sẽ hỏi tại sao phải sử dụng phân tích kỹ thuật và ngược lại? câu trả lời là các tổ chức đầu tư lớn, những nhà đầu tư thành công đều phải sử dụng cả hai loại phân tích cho quyết định mua bán của mình. Thế thôi.

### **Điểm quan trọng nhất trong phân tích cơ bản: Doanh số và lợi nhuận**

#### **Điểm khác biệt giữa những nhà đầu tư thành công với những người còn lại là gì?**

Mục tiêu của chúng ta không phải là luôn đúng trong mọi quyết định của mình. Thực sự không ai có thể làm được điều đó. Bạn sẽ kiếm được tiền khi bạn hành động đúng và thua lỗ nếu bạn hành động sai. Điều phân biệt những nhà đầu tư thành công giữa các nhà đầu tư khác là số tiền họ kiếm được luôn nhiều hơn số tiền mất đi, điều này đòi hỏi bạn phải luôn thắng lớn khi thành công, và rút ra nhanh, thua lỗ ít khi thất bại. Đây thực ra không phải là một điều thần kỳ gì nếu chúng ta chịu nghiên cứu những mô hình cũng như những con người đã thành công trên thị trường. Trong những bài trước chúng ta đã nghiên cứu về cách cắt giảm thua lỗ, trong những phần sau chúng ta sẽ thảo luận những con đường để tìm kiếm lợi nhuận. Để kiếm được tiền, bạn cần phải chọn mua những công ty tốt nhất, những công ty sẽ trở thành những người dẫn đường trong tương lai.

#### **Làm thế nào để tìm ra những người dẫn đường?**

Lịch sử thị trường đã chứng minh rằng lợi nhuận và doanh số tăng nhanh là dấu hiệu quan trọng của những loại cổ phiếu sẽ phát triển trong tương lai. Điều này trở nên rõ ràng hơn khi chúng ta sẽ thấy những công ty lớn thực sự giống nhau làm sao về tốc độ tăng doanh số và lợi nhuận trước khi chúng tăng giá từ 200% tới 1000% hoặc hơn thế nữa.

Mua một cổ phần nghĩa là bạn đang góp vốn vào một công ty. Điều đơn giản là giá trị phần vốn của bạn sẽ giảm đi nếu công ty làm ăn thua lỗ. Và nếu công ty phát triển thì giá trị phần vốn của bạn sẽ tăng lên, những người đầu tư tăng trưởng thường ít quan tâm đến giá trị phần vốn mà chú ý tới khả năng sinh lợi của phần vốn ấy trong hiện tại hoặc tương lai. Đó chính là lý do tại sao một cổ phiếu của một công ty đang làm ăn tốt có thể có giá tới \$100 trong khi giá trị sổ sách của chúng giá trị tài sản thực của một cổ phiếu có thể chỉ là \$20.

Hãy tìm kiếm những công ty tăng mạnh về doanh số và lợi nhuận quý so với quý cùng kỳ năm ngoái, bạn cũng xem xét sự tăng tỷ lệ phần trăm so với quý vừa qua. Số liệu này được tìm thấy ở những bản báo cáo cuối quý của công ty với sổ giao dịch.

### **Những phân tích cơ bản ngoài lợi nhuận và doanh thu quý**

Một dấu hiệu dài hạn khác cần xem xét đó là số liệu về sự tăng trưởng lợi nhuận hàng năm. Việc tăng trưởng lợi nhuận hàng năm là một dấu hiệu cho thấy sự phát triển chắc chắn của công ty. Lợi nhuận hàng năm của Microsoft tăng tới 99% vào năm 1986, của Cisco Systems là 57% vào năm 1990, của Price Co. là 90%. Ngoài ra những công ty hàng đầu này cũng có được những con số khả quan về lợi nhuận vốn cổ đông và tỷ suất lợi nhuận biên trước thuế. Lợi nhuận vốn cổ đông của Microsoft,



Home Depot và Cisco System lần lượt là 40%, 28%, 36%, đồng thời cả Microsoft lẫn Cisco Systems đều có lợi nhuận biên trước thuế pre-tax profit margin là 33%.

Tất cả những điều này diễn ra trước khi chúng tăng giá đến phi thường trong thập niên 80, 90. Microsoft tăng tới 266% chỉ trong vòng 30 tuần vào năm 1986, Home Depot tăng tới 912% trong chưa đầy một năm rưỡi bắt đầu từ 1982, Cisco System và Price Co tăng tương ứng 2000% và 750% từ 1990 và 1982. Như vậy một quy luật bạn nên tham khảo khi chọn lựa cổ phiếu là tìm những loại cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm trên 30%, và tỷ lệ lợi nhuận trên vốn cổ đông trên 17%.

**Chỉ số lợi nhuận mỗi cổ phần, một công cụ quan trọng khi xem xét doanh lợi.** Chỉ số doanh lợi mỗi cổ phần Earnings per share Rating là một chỉ số độc quyền của tờ Investor's Business Daily. Chỉ số này so sánh mức phát triển doanh lợi giữa các công ty với nhau. Cổ phiếu được sắp trên các mức từ 1 tới 99 với 99 là tốt nhất. Mức doanh lợi được xem xét bao gồm mức phát triển doanh lợi trong vòng hai quý và ba tới 5 năm gần đây nhất. Một cổ phiếu có chỉ số doanh lợi mỗi cổ phần là 80 nghĩa là chúng có mức phát triển doanh lợi tốt hơn 80% số công ty ngoài thị trường. Những công ty bạn cần tìm là những công ty có chỉ số doanh lợi mỗi cổ phần cao nhất trong lĩnh vực của nó. Những công ty trước khi có những sự tăng giá khổng lồ có chỉ số doanh lợi mỗi cổ phần rất cao, cả Microsoft và Cisco Systems đều có chỉ số lợi nhuận mỗi cổ phần là 99 trước khi chúng có những đợt tăng giá kéo dài.

**Và những dấu hiệu thác cần chú ý.**

Điều cuối cùng chúng ta sẽ thảo luận ở đây cực kỳ quan trọng, nếu bạn thực sự hiểu chúng và có đủ sự can đảm thi hành, bạn có thể tìm thấy những công ty Microsoft mới.

Sự tăng giá của các loại cổ phiếu vừa trình bày đều được diễn ra theo sau một đợt điều chỉnh giá của thị trường, đồ thị của chúng đa số đều giống nhau do thị trường nói chung đang bị sụt giá. Trong mỗi trường hợp khi cuối cùng thị trường bắt đầu đổi chiều, những cổ phiếu này đều là những cổ phiếu đầu tiên của thị trường tăng giá.

Tháng mười năm 1990, ngay khi thị trường bắt đầu hồi phục Cisco Systems là một trong những loại cổ phiếu đầu tiên tăng giá với lợi nhuận là \$7, từ \$22 lên \$29 chỉ trong một tuần.

Thực sự tiếp theo những đợt điều chỉnh giá là những cơ hội lớn, người đầu tư xem cổ phiếu như một món nợ bán tổng bán tháo chúng đi, giá cả của chúng đa số nằm dưới giá trị thực. Ở đây cần lưu ý bạn đọc khái niệm giá trị thực không phải là giá trị sổ sách càng không phải giá thị trường, mà nó còn chứa đựng nhiều yếu tố như lợi nhuận của công ty, độ an toàn, khả năng phát triển, .. như vậy giá trị thực không phải là một con số chính xác tuyệt đối, nó phụ thuộc vào độ nhạy cảm của nhà đầu tư. Những loại cổ phiếu hàng đầu được đặt ở những cái giá rất "mềm" và chúng sẽ nhanh chóng tạo thành những mô hình cơ bản chúng ta sẽ đề cập sau, bật lên trở lại, có thể là sáng mai hoặc ba tháng nữa, khi giới đầu tư đã thoát khỏi những cơn hoảng loạn điên rồ. Nó là một thời điểm hoàn toàn không nên bỏ lỡ.

## Mức quan trọng của khối lượng giao dịch và những tổ chức đầu tư lớn

Khối lượng giao dịch là gì, và tại sao chúng quan trọng?

Những quy luật về cung và cầu đầy rẫy trên thị trường, tuy nhiên có một điều đơn giản giá chứng khoán không lên một cách tình cờ. Cần có một nhu cầu mua lớn. Hầu hết các nhu cầu này tới từ các tổ chức đầu tư lớn, những người mua hơn 75% những loại chứng khoán dẫn đầu tốt nhất của thị trường. Khi bạn chọn lựa chứng khoán, khối lượng giao dịch hàng ngày hoặc hàng tuần là phương tiện để bạn xem xét nhu cầu về loại chứng khoán đó.

Khối lượng giao dịch là khối lượng thực sự loại chứng khoán đó đã buôn bán trong ngày, số liệu này có thể dễ dàng tìm thấy ở các broker cũng như ở các tạp chí. Tuy nhiên trừ khi bạn theo dõi số liệu này liên tục từ ngày này qua ngày khác để nhận ra những khối lượng giao dịch thực sự bất thường điều này có lẽ sẽ chỉ cho bạn thấy có những vụ mua bán lớn, những số liệu hàng ngày chưa hẳn là hữu ích.

Bạn cần nghiên cứu "Tỷ lệ phần trăm thay đổi khối lượng giao dịch" Volume Percent Change của mỗi cổ phiếu. Chỉ số này giúp bạn theo dõi sự thay đổi phần trăm khối lượng giao dịch ngày hôm qua của mỗi loại cổ phiếu so với trung bình 50 ngày trước đó, nó sẽ chỉ ra cổ phiếu được buôn bán với khối lượng trên hay dưới khối lượng giao dịch trung bình. Ví dụ khi một cổ phiếu được ghi "+356" ở cột tỷ lệ phần trăm thay đổi khối lượng giao dịch điều này có nghĩa cổ phiếu có khối lượng giao dịch trong ngày tăng 356% so với khối lượng giao dịch trung bình 50 ngày trước đó.

Đồng thời hãy theo dõi những loại chứng khoán có tỷ lệ phần trăm thay đổi khối lượng giao dịch cao nhất các loại chứng khoán này thường xuyên được công bố trong mục "Nơi dòng tiền chảy nhiều nhất" "where the Big Moneys Flowing", đó chính là nơi dòng tiền đang chảy mạnh mẽ nhất.

Các tổ chức lớn không thể mua chứng khoán mà không có một sự thay đổi nào ở mục "Tỷ lệ phần trăm thay đổi khối lượng giao dịch" và mục "Nơi dòng tiền chảy nhiều nhất". Để đưa cho bạn đọc khái niệm về sự tác động của các tổ chức lớn đối với thị trường xin được sử dụng ví dụ sau: một quỹ đầu tư có \$1 tỷ, họ chỉ muốn đầu tư 2% tài sản của quỹ vào một loại chứng khoán X. Chứng khoán X đang được giao dịch tại mức \$40. Như vậy sẽ có khoảng 500.000 cổ phiếu được mua bán!

Việc mua bán của các quỹ đầu tư như hình ảnh các con voi lớn nhảy vào bồn tắm, nước sẽ trào lên và bắn tung toé khắp mọi nơi. Khối lượng giao dịch cho phép bạn theo dõi sự di chuyển của các chú voi này.

### Không hề quá trễ để mua theo các quỹ

Hãy luôn luôn kiểm tra đồ thị hàng ngày hoặc hàng tuần của của cổ phiếu có để ý đến việc mua bán gần đây của những quỹ đầu tư hoạt động tốt. Những cổ phiếu này có thể đang ở thời điểm thích hợp để mua hay giá chúng đã quá cao và do đó cũng quá rủi ro để mua chúng. Những công ty thực sự tốt nhưng khi chúng đã bị thị trường định giá và kỳ vọng quá cao, chúng không phải là những đối tượng đầu tư thích hợp. Luôn luôn có một câu hỏi về thời điểm để mua, chúng ta cần phát hiện ra thời điểm tốt nhất để mua những loại chứng khoán mới được mua bán gần đây bởi các quỹ lớn.

Khá nhiều người cho rằng họ nên mua loại cổ phiếu chưa có bất cứ quỹ nào sở hữu và hy vọng khi nó được các quỹ lớn quan tâm tới. Giá của chúng sẽ tăng lên. Quan niệm này thật thiển cận. Trên nước Mỹ có hàng ngàn quỹ đầu tư không ít trong số ấy có nguồn vốn hàng tỷ đô la với hàng trăm nhân viên, những con người luôn thường xuyên phân tích tìm kiếm những loại cổ phiếu ưu việt. Nếu không có một quỹ đầu tư thành công nào quan tâm đến một loại cổ phiếu, hãy tránh xa nó. Hãy tự hỏi tại sao các quỹ đang rất thành công với các nhân viên ưu tú của mình lại không quan tâm tới loại chứng khoán ấy? Và phải chăng sức mua mạnh mẽ của các quỹ đầu tư có thể làm tăng giá cổ phiếu là một lý thuyết hợp lý? Tốt nhất nên mua những loại chứng khoán được một vài quỹ đầu tư xuất sắc mua vào gần đây.

Bằng cách theo dõi các vụ giao dịch của các quỹ đầu tư lớn, bạn sẽ nhận ra vài điều về các loại cổ phiếu mà các quỹ có những kết quả đầu tư xuất sắc mua và không mua. Họ không mua các loại chứng khoán rẻ tiền, và thích các công ty có chất lượng cao, thị vốn đủ lớn để có thể chứa đựng số tiền họ muốn đầu tư. Bạn cũng có thể xác định những ngành kinh doanh họ đổ tiền bạc vào nhiều nhất cũng như những khu vực họ đang rút lui. Một nhà đầu tư khôn ngoan luôn chú ý liệu tổng số các quỹ mua một loại cổ phiếu có tăng lên đều đặn trong những quý gần đây hay không, hay liệu có nhiều quỹ hàng đầu cùng tháo chạy ra khỏi một loại cổ phiếu hay không. Những kiến thức này rất hữu ích trong quá trình chọn mua cũng như bán chứng khoán.

### **Khối lượng giao dịch của chính công ty đặc biệt quan trọng**

Việc mua lại của một công ty nhìn chung sẽ có ảnh hưởng tích cực đến các cổ phiếu. Các công ty thường mua lại ít nhất 10% số cổ phiếu đang

lưu hành. Việc các công ty mua lại cổ phiếu sẽ làm giảm số cổ phiếu đang lưu hành, điều này nghĩa là doanh lợi mỗi cổ phần sẽ tăng lên nếu lợi nhuận của công ty không sút giảm. Giá chứng khoán sẽ tăng cao chỉ trong vài ngày kể từ lúc được thông báo, và nếu thực sự lợi nhuận của công ty vẫn giữ nguyên hoặc phát triển thì giá chứng khoán còn tăng nữa. Tháng 7 năm 1992, General Dynamics, một công ty về vũ khí, tàu ngầm, chiến xa, máy bay chiến đấu mua lại 30% số cổ phiếu của công ty, ngay lập tức giá cổ phiếu đã tăng từ \$65 tới \$73, và sau đó tới năm 93, giá cổ phiếu đã tăng tới \$103.

Nhưng trong dài hạn không phải bất cứ vụ mua lại nào của công ty cũng đều làm cổ phiếu tăng giá. Trường hợp công ty bắt buộc phải vay mượn để chống lại sự thôn tính là một ví dụ. Việc này sẽ làm tăng nợ của công ty và có thể đẩy công ty đến những tình huống xấu. Cho dù công ty mượn tiền hay dùng tiền của chính mình mua cổ phiếu, trong dài hạn cổ phiếu chỉ tăng giá khi doanh lợi của công ty không bị giảm sút. Nhưng đó chỉ là những việc của tương lai, ngay khi có thông tin mua lại của công ty, giá sẽ tăng trong vài ngày, các nhà đầu tư vẫn có thể lợi dụng cơ hội này để kiếm lợi trong ngắn hạn.

Việc công ty phát hành thêm cổ phiếu thường được xem như một tin tức xấu. Thực ra cần phải quan tâm xem mục tiêu của đợt phát hành là gì, công ty dùng tiền để trả nợ, hay để bành trướng công ty. Nếu bạn là một cổ đông cũ của công ty bạn sẽ được nhận những chứng quyền rights, đảm bảo việc mua cổ phiếu mới với giá thấp để bù đắp vào những tổn thất mới do việc phát hành đem lại, và sau đợt điều chỉnh giá cho phù hợp với sự loãng giá, các cổ đông mới vẫn có thể xem như đây là một cơ hội. Suy cho cùng một công ty đang phát triển nghe vẫn hấp dẫn hơn một công

ty không còn khả năng phát triển thừa tiền mặt để mua vào cổ phiếu của chính mình.

### **Quan tâm tới sự giao dịch của những người trong nội bộ**

Những người trong nội bộ có thể hiểu như những thành viên hội đồng quản trị, những viên chức chủ chốt, hay người thân của họ. Mặc dù có những hạn chế họ vẫn được phép thực hiện một số giao dịch với cổ phiếu của công ty. Những thông tin về việc giao dịch này có thể tìm thấy ở bản báo cáo Vickers Weekly Insider Report. Nếu những nhân vật chủ chốt mua vào một số lượng lớn điều này cho thấy tiềm năng phát triển của công ty. Nếu công ty đã gom đủ những yêu cầu về các nguyên tắc chọn lựa còn gì thú vị hơn nếu bạn đầu tư vào một công ty mà các nhân vật chủ chốt tin chắc vào thành quả trong tương lai của công ty.

Nhưng nếu một hay một vài viên chức của công ty giảm vị thế của họ trong cổ phiếu thì cần phải dè chừng, cổ phiếu có thể có trục trặc hoặc họ muốn rút chân ra khỏi công ty. Việc bán nội bộ chỉ được xem xét nếu nó được giao dịch bằng những lô lớn trên 10.000 cổ phiếu, có một tỷ lệ tương đối lớn so với tổng số cổ phiếu người bán đang nắm giữ. Dù thế nào chăng nữa việc bán nội bộ cũng chỉ là một đặc điểm cho bạn phân tích lại cổ phiếu chứ hoàn toàn không phải là dấu hiệu bán của bạn.

### **Chú ý đến cả nhóm ngành khi lựa chọn những cổ phiếu đơn lẻ**

Hãy lựa chọn những loại cổ phiếu trong những ngành kinh doanh hoặc trong những khu vực hàng đầu đang phát triển.

Đầu tiên chúng ta cần biết khái niệm khu vực rộng lớn hơn khái niệm nhóm ngành kinh doanh. Ví dụ khu vực tiêu dùng bao gồm một số ngành kinh doanh như bán lẻ, xe ô tô, trang thiết bị gia đình. Phần lớn các cổ

phiếu riêng lẻ, những loại cổ phiếu thực sự là người dẫn đường của thị trường cũng đều thuộc những nhóm ngành kinh doanh hàng đầu tại thời điểm đó. Những nhóm ngành đang được thị trường quan tâm nhất, cũng là những nhóm ngành kinh tế phát triển nhất, những công ty nằm trong những nhóm ngành đang phát triển có một cơ hội tăng trưởng lớn hơn so với những ngành đã phát triển và bão hoà.

Một công ty đang là người dẫn đường của thị trường sẽ có ít nhất một công ty khác trong nhóm ngành cũng chỉ ra một sức mạnh tương tự. Không thể có một nhóm ngành phát triển mà chỉ chứa đựng trong nó một công ty phát triển. Trong những năm gần đây khi Microsoft nổi lên như một công ty kiệt xuất, PeopleSoft cũng rất phát triển công nghiệp phần mềm, khi Dell phát triển nhanh chóng thành một công ty hàng đầu, Compaq cũng vậy phần cứng máy tính, khi Home Depot kinh doanh thành công điều tương tự cũng xảy ra với Wal-Mart và The Gap bán lẻ. Cùng trong khoảng thời gian ấy khi Schering-plough và Bristol Myers Squibb gia nhập vào những loại cổ phiếu ăn khách thì Warner Lambert và Pfizer cũng thế, tất cả chúng đều là những công ty được phẩm. Rõ ràng cổ phiếu có khuynh hướng dịch chuyển theo từng nhóm. Như vậy trước khi chọn một loại cổ phiếu tốt nhất nên thấy một loại cổ phiếu khác cùng nhóm cũng chỉ ra được một sức mạnh đáng kể.

Ngoài sự chú ý đúng mức tới những ngành công nghiệp riêng biệt mạnh nhất trên thị trường tại những khoảng thời gian đặc biệt, còn có một khu vực sẽ di chuyển mà bạn nên học cách phát hiện đó là những tổ chức lớn đầu tư chủ yếu vào những công ty lớn big-cap companies, những công ty có thị vốn lớn và khối lượng cổ phiếu nhiều hay thay đổi đầu tư vào



những công ty nhỏ hơn small-cap companies, những công ty có thị vốn và khối lượng cổ phiếu nhỏ, thường dưới \$1 tỷ.

Cuối năm 1997 thị trường di chuyển sự quan tâm của nó từ những công ty nhỏ tới những công ty lớn có tính thanh khoản cao hơn. Với khối lượng cổ phiếu khổng lồ của những công ty này thông tin sẽ đầy đủ và chính xác hơn, vị thế mua và bán của cá nhân được hoán chuyển một cách đơn giản, bạn có thể đầu tư hoặc rút ra khỏi thị trường một cách dễ dàng. Các quỹ đầu tư lớn thường ít quan tâm tới những công ty có mức vốn nhỏ, do việc mua và bán của họ với số đô la lớn có thể ảnh hưởng mạnh tới giá cả và làm sụt giảm lợi nhuận của họ. Sẽ có những phần thưởng xứng đáng cho những con người nhanh nhẹn biết đầu tư vào những nơi dòng tiền sẽ chảy tới.

Tóm lại khi bạn đã tìm thấy một loại cổ phiếu phù hợp với các tiêu chuẩn về thước đo cơ bản như sự phát triển doanh số, lợi nhuận, khả năng sinh lời, ... và bạn cũng tìm ra được đây là một thời điểm thích hợp về mặt kỹ thuật, hãy kiểm tra sức mạnh của cả nhóm ngành kinh doanh mà nó tham dự, đồng thời xem xét xu hướng dòng chảy tiền mặt của thị trường.

Trong cuộc sống, sự nghiệp, hôn nhân, chúng ta luôn tìm kiếm những thứ tốt nhất, hoàn hảo nhất trong những cái tương đối tốt còn lại. Chúng khoán cũng thế thôi!

**Hãy chọn lựa những nhóm ngành có chỉ số sức mạnh tương đối cao.**

Bạn luôn muốn chọn những nhóm ngành kinh doanh phát triển nhất. Không phải khi một ngành kinh doanh phát triển là tất cả các nhóm nhỏ trong ngành đều phát triển, có lẽ trong ngành công nghiệp máy tính, phần dịch vụ thì đang rất phát triển trong khi phần đồ thị thì lại chậm hơn.

Chúng ta luôn luôn chọn những nhóm tốt nhất trong một ngành kinh doanh. Tại thị trường chứng khoán Mỹ, chúng được chia ra làm 197 nhóm kinh doanh với các mức sức mạnh tương đối được sắp từ A tới E với A là mức cao nhất. Và chúng ta cũng nên biết trong quan niệm đầu tư hiện đại phong cách "mua thấp bán cao" đã được thay thế bằng "mua cao để bán cao hơn". Chính vì vậy các loại cổ phiếu loại A rất được ưa chuộng trong khi các nhà tư vấn thường khuyên chúng ta nên tránh xa các loại cổ phiếu loại E.

Trong lịch sử các nhóm kinh doanh về dược phẩm và y học, máy tính, công nghệ phần mềm, kỹ thuật giao thông, bán lẻ các mặt hàng đặc biệt, giải trí đã cung cấp cho thị trường những công ty thành công lớn với những lợi nhuận cổ phiếu khổng lồ và chúng đều có chỉ số sức mạnh tương đối ở hạng A tại thời điểm phát triển ấy.

Đồng thời thường xuyên kiểm tra mục "52-week Highs & Lows", chúng sẽ cho bạn biết những khu vực có nhiều loại cổ phiếu đang hoạt động tốt nhất, trong một thị trường rõ ràng, với một số đông các loại cổ phiếu cùng đạt những mức giá cao mới, năm hay sáu khu vực hàng đầu sẽ là những nơi bạn sẽ gửi gắm những cổ phiếu của mình. Việc phát hiện ra những nhóm ngành đang dẫn đầu trong danh sách này rất quan trọng. Chúng sẽ giúp cải thiện rất đáng kể kết quả đầu tư của bạn.

Nhóm ngành bán lẻ bất chợt leo lên phần đầu danh sách này vào đầu năm 1998, lần đầu tiên trong nhiều năm và gặt hái được một số thành công nhất định. Bất cứ vào thời điểm nào bạn có khoảng mười ba hay mười bốn cổ phiếu trong một nhóm ngành cùng phá vỡ mức giá cao cũ trong 52 tuần thì bạn đều không nên bỏ lỡ cơ hội này.

Một điều quan trọng khác cần biết những ngành mới phát triển, kỹ thuật cao thường tương đối dao động hơn thị trường, do đó có thể nó sẽ phải chịu rủi ro cao hơn bình thường và cũng có thể có những kết quả tốt hơn thị trường. Trong khi những ngành công nghiệp đã trải qua một thời gian phát triển như sản xuất ô tô, hàng không, giấy, thép thường ít biến động giá cả hơn. Và thông thường chúng chỉ làm những cuộc chạy ngắn ngủi khi tăng giá.

Đồng thời chúng ta cũng cần theo dõi thị trường để nhanh chóng nhận ra rằng việc lên hay xuống giá của một nhóm kinh doanh là do tình hình kinh doanh của cả nhóm ngành hay đơn giản chỉ là sự thay đổi của một vài công ty. Do cách tính có tính đến quy mô của công ty hãy thận trọng với các biến động của từng nhóm ngành, có thể sự xuống giá của một công ty lớn như Microsoft sẽ ảnh hưởng đến giá cả của ngành công nghiệp phần mềm trong khi các công ty khác vẫn chưa có thay đổi gì đáng kể.

### **Lo chẳng khi giá chứng khoán xuống?**

Câu trả lời là không. Tôi xin giải trình.

**Thứ nhất**, thị trường chứng khoán TTCK của ta chưa là một cơ cấu, giống như rằng với môi, để khi giá chứng khoán xuống nó sẽ tác động lên các công ty phát hành, và vì họ mà nền kinh tế bị xấu đi.

Từ trước đến giờ sự lên giá của chứng khoán không phản ánh hiệu quả kinh doanh của các công ty niêm yết thì nay nó xuống cũng chẳng ảnh hưởng gì đến họ. Hai cái này đáng lẽ ra phải giống như "môi hở răng lạnh", nên được gọi là cơ cấu. Khi nói đến giá cả của chứng khoán, người có trách nhiệm quản lý nhìn nó theo cơ cấu. Giá xuống chỉ tạo nên lo âu khi do cơ cấu mà ra vì nó sẽ lâu dài, còn nếu do tâm lý thì không

ngại vì nó ngẫn và không tạo ra một sự tai hại cho nền kinh tế. Điều này giống như trong nhà của bạn có một hệ thống bơm nước mà nước rò rỉ từ một vết nứt của đoạn ống ngoài cùng chứ không phải từ một chỗ rạn của máy bơm, dầu cả hai cùng là nước rò rỉ cả.

Để lập luận, xin nêu lại rằng cơ cấu của TTCK là: i nơi huy động vốn của công ty khi họ có những dự án kinh doanh sinh lợi và thường làm ăn lời lãi; ii công ty báo cáo đầy đủ và kịp thời cho người đầu tư; iii người đầu tư biết là có rủi ro khi mua chứng khoán và bỏ tiền ra dựa theo sự đánh giá hiệu quả kinh doanh của công ty; và iv chính quyền canh chừng công ty trong việc họ thực hiện nghĩa vụ với nhà đầu tư. Khi những yếu tố này tương tác với nhau thì chúng tạo thành cơ cấu cho TTCK. Ta thiếu những yếu tố này nên chưa có một cơ cấu để giá chứng khoán tác động theo kiểu "môi hở răng lạnh".

Nếu ta nhớ lại, các công ty niêm yết đầu tiên là do được khuyến khích chứ không phải vì họ cần thêm vốn. Các công ty tham gia sau là vì muốn tên tuổi mình được biết đến nhiều hơn là cần vốn. Vậy yếu tố i ở trên không có. Ở các nước khác, công ty quảng bá mình bằng thương hiệu chứ không bằng TTCK vì nơi này kiểm soát họ kỹ lắm. Ở ta mà dám quảng cáo kiểu kia là vì người đầu tư chưa kiểm soát nơi họ giao tiền. Vậy yếu tố iii không có. Điều này làm cho yếu tố ii trở thành tùy tiện. Giá chứng khoán đã lên vùn vụt một thời là vì trước khi niêm yết công ty đã bán gần hết chứng khoán trong thời kỳ cổ phần hoá rồi. Số chứng khoán bán ra thì ít mà số muốn mua vào nhiều nên giá tăng. Giá kia là giá tâm lý, tức là dựa trên sự ưa chuộng, sự nghe theo; chứ không phải trên giá trị của chứng khoán, tức là hiệu quả kinh doanh của công ty. Người đầu tư chen nhau mua từ từ mờ sáng ở các công ty chứng khoán, chẳng xem xét gì đến công

ty phát hành. Thậm chí vào thời kỳ đầu, các công ty phát hành chỉ nộp bản cáo bạch lên cho cơ quan thẩm quyền CQTQ trong quá trình xin niêm yết mà chẳng đoái hoài là bao đến nhà đầu tư khi phát hành. Ít người mua chứng khoán đi tìm bản cáo bạch, mà tìm cũng không ra. Khi giá lên cơn sốt thì CQTQ không còn canh chừng mà đã can thiệp. Và để biện minh việc phải can thiệp thì hồi đầu đã tuyên bố là thị trường có đầu cơ. Giá cả chứng khoán từ đó do CQTQ ấn định để các nhà đầu tư mua đi bán lại với nhau. Cho chắc ăn cơ quan này còn định ra số lượng chứng khoán được mua bán mỗi lần. Y như chế độ tem phiếu cho nhu yếu phẩm ngày xưa vậy. Từ một món hàng của niềm tin do công ty phát hành đưa ra, chứng khoán ở ta biến thành ... hộp sữa. Do cách quản lý "hộp sữa", các công ty niêm yết đã không còn can dự vào giá chứng khoán của họ nữa. Họ vô can, CQTQ định giá món hàng và để đề phòng giá thay đổi thì đã nói đến quỹ hỗ trợ chứng khoán y như cho hàng hoá xuất khẩu vậy. Tuy theo sự tiên đoán về các biện pháp của CQTQ mà nhà đầu tư mua vào hay bán chứng khoán ra. Sốt hay lạnh của giá chứng khoán trước kia là như thế. Từ ít lâu nay CQTQ ít can thiệp hơn, số công ty phát hành tăng thêm, hàng có nhiều hơn và do đó giá xuống. Nhiều nhà đầu tư đã mua với giá cao trước kia nay thấy tiền của mình mất đi từng ngày thì phải bán. Càng nhiều người bán thì giá càng xuống. Công ty phát hành vẫn vô tư vì số cổ phiếu họ đã bán cho công chúng trên TTCK không nhiều. Nếu có tổn kém về việc này thì họ có thể an ủi rằng chi phí quảng cáo có khi còn cao hơn. Người đầu tư bây giờ bán đi thì trách móc là công ty coi thường mình. Không ạ họ vẫn vậy!

**Thứ hai**, dù giá có xuống thì các công ty phát hành cũng không phải chịu một mối đe dọa nào từ bên ngoài. Trong tổng số cổ đông của các công ty

niêm yết thì số nắm chặt chúng khoán chiếm đa số. Họ là "đa số thâm lặng". Chỉ có khoảng vài ngàn người giao dịch trên TTCK để kiểm chênh lệch. Bao lâu "đa số thâm lặng" vẫn nắm chắc cổ phiếu thì giá chúng khoán của công ty liên quan sẽ xuống chậm, chưa kể đến biên độ giá đã được ấn định. Chỉ khi nào giá trên thị trường xuống đến mức xấp xỉ giá bán lúc phát hành lần đầu thì bấy giờ các công ty phát hành mới bị ảnh hưởng. Họ phải xem lại hiệu quả kinh doanh của mình. Mối hờ rỗi, rặng sắp lạnh đấy.

Ở các nước khác khi giá chúng khoán của một công ty xuống nhiều thì có những người gọi là "săn mồi" predator - là những tài phiệt - đi vay tiền để mua chúng khoán của công ty ấy ngay. Nếu người sau nắm khoảng 30% vốn thì theo bản điều lệ công ty họ sẽ tổ chức đại hội cổ đông, vào năm hội đồng quản trị và thay đổi ban giám đốc, tức là công ty kia bị rơi vào tay người khác và có khi bị "xả thịt". Tay săn mồi có thể đi vay tiền nữa để mua chúng khoán của các cổ đông còn lại với giá đang xuống trên thị trường, và những người này sẵn sàng bán vì không biết ban giám đốc mới ra sao. Chuyện mua này có thể diễn ra trước hay sau khi mở đại hội cổ đông. Khi chiếm đa số phiếu bầu, người chủ mới rút công ty ra khỏi TTCK. Họ đổi nó từ một đơn vị huy động vốn từ công chúng thành huy động riêng tư; sau đó họ bèn chia công ty theo các bộ phận, cái nào bán được giá, cái lỗ và bán từng bộ phận đi. Trả nợ vay, lấy lời đậm. Y như người đồ tể mổ con lợn chạy dịch bán nó vậy. Công ty một thời oanh liệt nay nát tan.

Tất nhiên trước nguy cơ đó ban giám đốc hiện thời cũng có cách đối phó. Thành ra có cách vay tiền để mua công ty leveraged buyout - hay LBO của tài phiệt và có cách đối phó của ban giám đốc hiện thời gọi là người quản

lý mua lại management buyout - hay MBO. Ở ta chắc chắn chuyện LBO không xảy ra vì không có ai là tài phiệt, thị trường tiền tệ không có khả năng tài trợ, và chính quyền sẽ không cho phép. Vì thế, công ty có chứng khoán xuống giá sẽ chẳng bị trầy trụa gì. Chúng ta thường nghe nói TTCK sẽ thúc đẩy hiệu quả hoạt động của công ty; ở ta chưa hoàn toàn có việc đó.

Giá chứng khoán xuống mãi, không ai còn tiền mua vào sẽ làm thị trường tài chính sụp đổ. Tiền bạc cho đầu tư lâu dài bị thiếu. Nhiều người giàu mất tiền. Nhiều cơ sở xã hội mất tài trợ. Mọi nguy là thế. Ở ta, kinh tế phát triển đều đều mỗi năm, chính trị ổn định, giá cả chứng khoán có lên hay xuống như hiện nay chưa ảnh hưởng đến nền kinh tế. Không lo là vì vậy. Còn buồn thì có và cho những nhà đầu tư mà bây giờ có người phải học lại bài học ngàn xưa "chọn mặt gửi vàng". Như là nhân tố chính của TTCK, họ sẽ tác động lên công ty niêm yết, nơi đây tác động lại vào CQTQ, từ từ ta có TTCK đúng nghĩa. Người đầu tư đang trả giá cho sự hình thành TTCK thật sự.

### **TTCK suy giảm: Xin đừng đổ lỗi cho các nhà đầu tư**

Tiến sỹ Vũ Bằng, Phó Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước UBCKNN, cho rằng Giá trị nội tại của các doanh nghiệp niêm yết hiện tại tương đương với giá trên thị trường. Một số cổ phiếu có mức giá tương đối hấp dẫn để có thể đầu tư mua vào.

Tuy nhiên, trong phiên giao dịch ngày 24/9 tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh, chỉ số chứng khoán VN-Index đã giảm xuống còn 179,93 điểm. Đây là mức thấp nhất của VN-Index trong vòng 18 tháng qua. Giải thích về sự sụt giảm trên, ông Vũ Bằng cho rằng, nguyên nhân khiến giá chứng khoán giảm trong thời gian qua là do tâm lý của nhà đầu tư.

Nhưng nhiều nhà đầu tư cho rằng, cũng như mối quan hệ giữa 2 phạm trù vật chất và ý thức, tâm lý của nhà đầu tư là cái hình thành sau và

chịu tác động bởi nhiều yếu tố, trong đó có các chính sách của UBCKNN đối với thị trường. Việc giảm giá cổ phiếu trong thời gian qua là do các nhà đầu tư mất niềm tin vào thị trường, mà cụ thể ở đây là việc không minh bạch trong việc công bố thông tin của các công ty niêm yết và của bản thân cơ quan quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán.

Kinh doanh chưa có hiệu quả

Theo thống kê của UBCKNN, trong 4 phiên đầu tháng 9, giá trị giao dịch bình quân của toàn thị trường chỉ đạt hơn 2 tỷ đồng/phiên, giảm 55,81% so với tuần giao dịch trước đó, riêng phiên thứ 370, tổng giá trị giao dịch trên sàn chỉ đạt 1,912 tỷ đồng. Trong khi đó, 2 năm qua, giá trị giao dịch chứng khoán bình quân lên tới khoảng 5,2 tỷ đồng/phiên.

Cùng với tình trạng giá trị giao dịch giảm, hiện tượng nhà đầu tư rút vốn ra khỏi thị trường đang có xu hướng gia tăng. Đây là hiện tượng đã từng xảy ra trong các tháng giữa năm khi cơn sốt bất động sản lên đến đỉnh điểm.

Theo các chuyên gia phân tích chứng khoán, nguyên nhân dẫn đến tình trạng các nhà đầu tư rút vốn là vì họ không biết làm thế nào để kinh doanh có hiệu quả tại thời điểm này.

Số liệu thống kê của một số loại cổ phiếu đang được nhà đầu tư đánh giá cao trong 8 tháng đầu năm cho thấy, REE chỉ có 3 tháng chênh lệch giữa giá mở cửa phiên đầu tháng với giá đóng cửa phiên cuối tháng là số dương, SAM có 4 tháng chênh lệch số dương. Nhưng số cổ phiếu có chênh lệch dương như SAM và REE không nhiều. Nhiều cổ phiếu khác như BBC, SGH đã liên tục giảm giá, thậm chí còn giảm xuống thấp hơn giá giao dịch trong phiên đầu.

Riêng tháng 7, tháng mà lượng giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài và giao dịch thỏa thuận tăng đột biến do các công ty niêm yết công bố những thông tin khả quan, chỉ có cổ phiếu SAM và GMD tăng giá, còn lại 15 cổ phiếu khác đều đồng loạt giảm giá. Trong 23 phiên giao dịch của tháng 7, chỉ có duy nhất phiên giao dịch ngày 30/7 không có cổ phiếu nào sụt giá. Các cổ phiếu có mức giảm giá mạnh trong tháng 7 gồm SAV giảm 12,7%, BT6 giảm 9,9%, DPC giảm 8%, HAP giảm 6,4%.

Một hiệu ứng tiêu cực của tình trạng giảm giá cổ phiếu là tính thanh khoản của nhiều cổ phiếu suy giảm đáng kể. Số lượng cổ phiếu bổ sung vào danh sách các cổ phiếu có tính thanh khoản kém trên thị trường theo đánh giá của các công ty chứng khoán ngày càng tăng lên.

Trong điều kiện như vậy, nhà đầu tư phải gánh chịu một khoản thua lỗ khá lớn do giá cổ phiếu giảm và chi phí cơ hội tăng.

Một số nhân viên tư vấn chứng khoán cho rằng, điều họ có thể cho các nhà đầu tư hiện nay là giảm thiểu số lỗ cho khách hàng, chứ khó có



thể tạo ra lợi nhuận.

Nhà đầu tư mất niềm tin

Đến tháng 7, số tài khoản giao dịch chứng khoán cả khách hàng được mở tại các công ty chứng khoán là gần 12.000, trong đó có 91 tài khoản của nhà đầu tư có tổ chức và 33 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài. Trong 20 ngày khủng hoảng trong tháng 9, mặc dù giá chứng khoán giảm nhưng số lượng tài khoản tăng thêm 10% so với năm 2001.

Nếu đơn thuần chỉ nhìn con số thống kê, có thể thấy, số lượng nhà đầu tư tham gia vào thị trường đã tăng mạnh trong 1 năm qua. Tuy nhiên, số tài khoản tăng phần lớn nhờ việc tăng số lượng các công ty niêm yết tại TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh. Nhiều cổ đông của các công ty niêm yết này chưa sẵn sàng hoặc không muốn tham gia vào thị trường. Họ chỉ giao dịch một vài phiên đầu hoặc thậm chí, không có giao dịch.

Nguyên nhân sâu xa của việc nhà đầu tư tham gia hạn chế vào thị trường đó chính là sự suy giảm lòng tin của công chúng đầu tư vào thị trường. Sự suy giảm lòng tin này bắt nguồn từ những can thiệp không đúng thời điểm bằng các giải pháp hành chính vào thị trường của các nhà quản lý như thay đổi biên độ dao động giá chứng khoán, thay đổi giới hạn khối lượng cổ phiếu đặt mua trong một phiên, không được đặt mua, đặt bán một loại cổ phiếu trong một phiên..., và nhất là kế hoạch yêu cầu nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu trong thời gian tối thiểu 90 ngày.

Theo các nhà đầu tư, việc UBCKNN, TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và nhiều công ty niêm yết không minh bạch trong việc công bố thông tin cũng gây ảnh hưởng không tốt tới tâm lý nhà đầu tư. Trong nhiều trường hợp, UBCKNN và TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh vẫn tỏ ra nương tay với các công ty niêm yết không thực hiện đúng quy chế công bố thông tin, bởi ngay UBCKNN và TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh cũng vi phạm quy chế này.

Mặt khác, theo giấy phép kinh doanh do UBCKNN cấp, hầu hết các công ty chứng khoán hiện đều có nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên, đến nay, các công ty chứng khoán vẫn chưa coi trọng nghiệp vụ tư vấn nhằm định hướng cho các nhà đầu tư.

Thời điểm đầu tư tốt nhất

Mặc dù giá nhiều cổ phiếu liên tục giảm và hiện tượng nhà đầu tư rút vốn ra khỏi thị trường đang có xu hướng gia tăng nhưng một số nhà đầu tư cho rằng, đây là thời điểm tốt nhất để đầu tư.

Theo ông Trần Thanh Tân, Giám đốc phụ trách đầu tư của Dragon Capital, có 3 lý do để mua cổ phiếu tại thời điểm hiện nay. Thứ nhất, các công ty niêm yết trên thị trường là những đơn vị có tình hình kinh doanh và quản trị tốt. Thứ hai, giá cổ phiếu đang xuống ở mức an toàn và hấp dẫn.

Thứ ba, mức cổ tức được đa số các công ty cam kết trả cho cổ đông trong năm nay cao hơn lãi suất ngân hàng. Đó là chưa kể đầu tư chứng khoán thì không bị trượt giá như gửi tiết kiệm, cổ đông được hưởng chênh lệch giá và các giá trị khác tăng lên từ quá trình đầu tư hoặc tái cấu trúc công ty.

Xuất phát từ quan điểm trên, trong khi các nhà đầu tư trong nước đang chùng lại, các giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài lại diễn ra khá sôi động. Chỉ tính riêng tháng 7, tổng khối lượng chứng khoán được các nhà đầu tư nước ngoài mua vào lên tới 784.100 chứng khoán, với tổng giá trị 22 tỷ đồng.

Nhiều chuyên gia phân tích chứng khoán cho rằng, những động thái của nhà đầu tư nước ngoài trong thời gian qua là điều đáng để các nhà đầu tư trong nước có cái nhìn sâu hơn về giá trị thực của các cổ phiếu cũng như tổng quan tình hình thị trường, bởi không phải ngẫu nhiên khi trong lúc thị trường đang đi theo chiều hướng giảm giao dịch, các nhà đầu tư lại tăng dần khối lượng chứng khoán sở hữu.

Các chuyên gia chứng khoán cho rằng thị trường hiện tại chỉ phù hợp với các nhà đầu tư dài hạn hoặc các nhà đầu tư có tổ chức. Các nhà đầu tư khác vẫn có khả năng thu lời trong ngắn hạn nếu chọn đúng thời điểm mua, bán cổ phiếu.

## **Cân bằng tự động**

Sau một thời gian hăm hở ban đầu, hiện nay số lượng người quan tâm đến thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng ít dần đi. Một trong nhiều nguyên nhân là diễn biến thị trường không theo tình hình kinh doanh của các công ty niêm yết mà dựa nhiều vào yếu tố tâm lý và sự can thiệp hành chính của những người điều hành thị trường. Giá cả cổ phiếu trên thị trường từng có lúc tăng vọt trong thời gian dài vì nhu cầu người mua nhiều trong khi lượng cổ phiếu bán ra ít ỏi. Sau khi có những biện pháp can thiệp mạnh, chỉ số VN-Index tuột dài, tuần trước chạm mức thấp kỷ lục dưới 180 điểm vì không ai muốn mua cổ phiếu nữa khi thấy giá cả cứ giảm như cỗ xe không thắng.

Có cách nào vận dụng quy luật cung cầu để ổn định giá cả thị trường chứng khoán, dần dần hình thành xu hướng định giá cổ phiếu theo sức khỏe của công ty phát hành cổ phiếu?

Giả thử chúng ta biết rõ ngày mai giá vàng giảm còn một nửa so với hôm nay nhưng trong tay chúng ta không có lượng vàng nào, có cách gì làm lợi từ chuyện biết trước này không? Câu trả lời khá hiển nhiên - tìm cách vay

vàng bán ngay, rồi ngày mai mua vàng giá rẻ để trả, khoản tiền chênh lệch là lợi nhuận.

Chính vì ai cũng biết cơ chế này nên nếu ai cũng tìm cách hưởng lợi từ chuyện tiên đoán vàng giảm giá, nhu cầu vay vàng tăng vọt có thể kìm lại chuyện vàng giảm giá.

Quay trở lại thị trường chứng khoán - nhìn vào diễn tiến thị trường, giả định mọi người đều đoán giá cổ phiếu còn giảm nữa, có cách nào hưởng lợi từ dự báo này? Với luật lệ mua bán hiện nay, câu trả lời là không?

Thị trường chứng khoán Việt Nam cấm "tổ chức kinh doanh chứng khoán, người hành nghề kinh doanh chứng khoán không được hoạt động tín dụng và cho vay chứng khoán". Lúc thị trường mới ra đời, ít ai nghĩ đến điều cấm này, hoặc cho rằng đây là biện pháp tốt để ngăn ngừa nạn đầu cơ chứng khoán.

Tuy nhiên, qua thực tế hơn hai năm vận hành thị trường, có lẽ đã đến lúc chúng ta phải xem lại điều khoản này, nhằm tạo cho thị trường một cơ chế cân bằng tự động để giá cả không biến động theo chiều lên mạnh, xuống mạnh như hiện nay.

Lại giả thử người tham gia thị trường chứng khoán được quyền vay cổ phiếu từ công ty chứng khoán, nếu họ dự đoán giá cả sẽ xuống, họ vay rồi bán ngay. Sau khi đợi cho giá xuống đến mức họ dự đoán, nhà đầu tư sẽ mua cổ phiếu với giá rẻ hơn để trả cho công ty chứng khoán. Mới nhìn qua, tưởng đâu cách làm này sẽ tạo áp lực lên giá, làm nó giảm thêm. Thế nhưng chính nhu cầu vay chứng khoán tăng sẽ kìm giá lại. Ở đây quy luật cung cầu sẽ phát huy hết tác dụng của nó vì số lượng cổ phiếu giao dịch sẽ tăng lên nhiều lần. Ở chiều ngược lại, nếu xu hướng giá đang đi lên, sẽ có người vay tiền để mua chứng khoán, đợi giá lên để bán kiếm lời. Chính vì khả năng có thể kiếm lời bất kỳ lúc thị trường lên giá hay xuống giá, người đầu tư sẽ giúp ổn định giá một cách căn bản vì chính họ ở giữa hai xu hướng sẽ kéo giá về thể cân bằng.

Đây là hoạt động rất cơ bản của bất kỳ thị trường chứng khoán nào trên thế giới. Chính nhờ cơ chế này, có lúc tưởng chừng thị trường chứng khoán một nơi nào đó sẽ sụp đổ vì nhiều nguyên nhân nhưng cuối cùng, giá cả dao động ít dần để trở về thể cân bằng.

Đã đến lúc những người quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam nghĩ đến biện pháp này để tạo mối quan tâm mới cho thị trường còn quá non trẻ của chúng ta.

## **Hệ thống các phương pháp chọn lựa chứng khoán**

### **Mười sáu nguyên tắc chọn lựa những cổ phiếu ưu tú nhất**

William J. O'Neil đã tạo ra một hệ thống các phương pháp chọn lựa cổ phiếu, các phương pháp này hoàn toàn tới từ việc nghiên cứu rộng rãi các công ty thành công của thị trường từ năm 1953 tới nay.

Đa số các nguyên tắc chọn lựa của ông được dành cho sự phân tích cơ bản. Khi bạn cần cổ phiếu của một công ty trong tay bạn chính là một trong những chủ nhân của công ty. Do đó chỉ tìm những công ty thực sự tuyệt vời, những công ty có những sản phẩm độc đáo riêng biệt hay có những dịch vụ cao cấp. Hãy chỉ tìm những công ty hàng đầu đang là những người dẫn đường của thị trường, những công ty là số một trong lĩnh vực của nó đồng thời đứng trên những công ty khác trong sự cạnh tranh hoặc chịu rất ít sự cạnh tranh. Một khi bạn đã xác định được mình đang hoạt động trong một thị trường đi lên, đây là vài dấu hiệu bạn nên xem xét khi tìm kiếm cổ phiếu.

1. Doanh lợi mỗi cổ phần của công ty trong quý hiện tại tăng ít nhất 25%. Các quý gần đây phải có tỷ lệ tăng trưởng mạnh đồng thời tỷ lệ tăng trưởng của các quý cũng cần liên tục phát triển. Một dấu hiệu rất tốt nếu có khoảng từ sáu tới mười hai quý doanh lợi tăng đáng kể khoảng 50%, 100% thậm chí 200% hay hơn. Dự báo về doanh lợi quý tới cần tăng một số lượng đáng kể. Hãy xem xét doanh lợi trong vài quý qua có cao hơn dự đoán hay không. Nếu cổ phiếu bạn chọn là một loại cổ phiếu tăng

trưởng, tỷ lệ tăng trưởng mỗi năm trong vòng ba năm qua phải trên 25%. Đồng thời lịch sử thị trường cho thấy các cổ phiếu thường có mức "tỷ lệ lợi nhuận mỗi cổ phần" Earning Per Share Rating xếp hạng 80 hoặc hơn trước khi nó đi vào những mức giá mới.

2. Nếu nó là một cổ phiếu đã xoay vòng turnaround stock, một cổ phiếu đã phát triển nhưng bị chậm lại và sau đó lại tiếp tục phát triển nó cần có hai quý tăng mạnh mẽ trong doanh lợi, hoặc một quý tăng với một khối lượng lớn để doanh lợi một năm của nó trở lại đỉnh cao cũ. Nếu doanh lợi hai hay nhiều quý gần đây đã đi lên, hãy xem xét liệu doanh lợi một năm của nó đã gần hoặc trên mức đỉnh của hai năm trước hay chưa. Cũng quan trọng khi cần xem xét sự thống nhất trong doanh lợi ước tính của hai năm tới có tăng hay không.

3. Xem xét liệu công ty có doanh số bán tăng mạnh trong sáu tới mười hai quý gần đây hay không? Và rất tốt nếu việc tăng ấy luôn phát triển hình thành một gia tốc.

4. Lợi nhuận biên trước thuế của quý vừa rồi có gần mức đỉnh của nó chưa? Có một xu hướng tăng trong tỷ suất lợi nhuận biên vài quý vừa qua hay không? Và tỷ suất lợi nhuận của nó đã là tốt nhất trong các công ty cùng lĩnh vực hay không?

5. Tìm kiếm những công ty có lợi nhuận biên trước thuế trên 18%.

6. Tìm kiếm những công ty có tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ đông từ 20% tới 50% hoặc hơn thế nữa. Hãy xem xét tỷ suất này đã thuộc dạng tốt nhất trong những ngành cùng lĩnh vực đó hay chưa.

7. Xem xét mức Doanh số + Lợi nhuận + Lợi nhuận vốn cổ đông có sắp hạng A hoặc B? Tốt nhất nên tìm kiếm nhưng công ty thuộc top 40% có mức phát triển doanh số, lợi nhuận, và lợi nhuận vốn cổ đông tốt nhất.

8. Khối lượng cổ phiếu mà hội đồng quản trị cũng như các viên chức cao cấp của công ty sở hữu cũng là một khía cạnh tế nhị cần xem xét. Khối lượng này càng nhiều càng tốt. Chúng sẽ là bằng chứng bảo đảm sự tận tâm của ban giám đốc.

9. Cổ phiếu cần nằm trong những mức giá có "chất lượng". Mức giá có chất lượng thường từ khoảng \$16 tới \$150 đối với thị trường Nasdaq và trên \$20 đối với cổ phiếu của NYSE. Nên nhớ rằng những công ty hàng đầu của thị trường như Cisco Systems, WalMart, Microsoft, PeopleSoft, Amgen, trước khi phá vỡ những mức giá cơ bản đi vào một nền giá với những sự tăng giá khổng lồ thường có giá nằm giữa \$30 và \$50 mỗi cổ phiếu. Giá cả chính là sự phản ánh chất lượng của cổ phiếu, và chất lượng không thể tới với những loại cổ phiếu rẻ tiền

10. Xem xét cổ phiếu có thuộc những ngành đang phát triển như bán lẻ, máy tính, thuốc, giải trí... hay không? Nó có thuộc một trong năm nhóm ngành đang phát triển nhất không. Các nhóm ngành được coi là đang phát triển tùy thuộc vào tình hình kinh tế thế giới và đặc thù riêng của mỗi quốc gia.

11. Dòng tiền của thị trường đang chảy vào đâu, những công ty có thị vốn lớn hay những công ty có thị vốn nhỏ hơn. Hãy đi theo những dòng chảy ấy, không nên kháng cự lại xu hướng của thị trường trong trường hợp này.

12. Thị trường đang quan tâm tới những khu vực kinh tế nào nhất? Tiêu dùng hay công nghệ cao? Cổ phiếu tăng trưởng growth stock, hay chu kỳ cyclical stock: cổ phiếu tăng hay giảm theo chu kỳ kinh tế như xây dựng, xe hơi, giấy, thép, hay người ta đang đầu tư vào những loại cổ phiếu an toàn defensive stock: thực phẩm, những ngành phục vụ công cộng, hay những ngành mà người ta luôn phải sử dụng trong mọi hoàn cảnh. Có thêm nhiều đợt phát hành, có nhiều công ty mới được thành lập hay không.

13. Phải chăng những sản phẩm của công ty giúp tiết kiệm tiền bạc, giải quyết những khó khăn hay tiết kiệm thời gian với những kỹ thuật mới? Hoặc phải chăng nó là những loại thuốc hay những phương tiện y học mới? Hãy tìm các công ty có các sản phẩm thực sự cần thiết và được ưa thích một cách rộng rãi. Đồng thời cũng xem xét xem các sản phẩm của công ty được sử dụng lâu dài hay nhanh chóng được thay đổi để bảo đảm sự duy trì và phát triển doanh số bán của công ty.

14. Những đơn đặt hàng của công ty có thể phát triển không? Tỷ lệ thị phần của công ty là bao nhiêu? Khả năng phát triển thị phần của công ty được trông chờ ở mức nào?

15. Cổ phiếu cũng cần có một, hai quỹ đầu tư lớn hoạt động tốt mua vào trong thời gian gần đây. Đây là một sự kiểm tra gián tiếp bởi vì các quỹ đầu tư hoạt động tốt sẽ làm những cuộc nghiên cứu kỹ càng trước khi mua một loại cổ phiếu.

16. Bạn có thực sự hiểu rõ ràng và tin cậy vào công cuộc kinh doanh của công ty? Bạn đã từng thấy hay sử dụng những sản phẩm hoặc dịch vụ

của nó chưa? Bạn càng hiểu biết về công ty bao nhiêu, bạn càng có niềm tin về nó bấy nhiêu.

Nếu bạn tuân thủ những nguyên tắc trên tức là bạn đang mua những loại cổ phiếu thực sự ưu tú, những loại cổ phiếu có cơ hội phát triển về các chỉ số cơ bản nhất. Những nguyên tắc còn lại thuộc về phạm vi kỹ thuật. Bạn phải cần cả hai chứ không phải chỉ một phương pháp phân tích trong việc lựa chọn chứng khoán.

### **Sáu nguyên tắc chọn thời điểm mua cổ phiếu**

Việc chọn lựa chứng khoán đúng thời điểm cũng không hề kém quan trọng so với việc chọn lựa những chứng khoán ưu tú. Những nguyên tắc dưới đây sẽ giúp bạn chọn lựa chứng khoán đúng thời điểm thích hợp nhất:

1. Kiểm tra đồ thị mỗi ngày để nhận ra những loại cổ phiếu đang hình thành những mô hình kiểu mẫu, và đang được đặt dưới sự tích lũy những vụ mua chuyên nghiệp, mức giá của chúng cũng cần phải gần điểm mua thích hợp.

Phân tích giá cả và khối lượng giao dịch của các loại cổ phiếu đáng quan tâm từ tuần này qua tuần khác. Hãy nhận dạng mức giá mà bạn sẽ mua tại đó. Sau đợt mua đầu tiên của bạn, hãy xác định những khu vực mà bạn sẽ tiếp tục mua thêm trong chiến lược "tăng giá mua trung bình". Người ta thường tiếp tục mua thêm khi giá tăng khoảng 2% tới 3% so với điểm mua ban đầu.



Nếu giá cổ phiếu rớt dưới giá mua 8%, hãy bảo vệ bản thân khỏi những thua lỗ lớn hơn bằng cách bán cổ phiếu ngay lập tức. Kỹ thuật cắt giảm thua lỗ này trong đường dài sẽ giúp bạn thoát khỏi những rắc rối trầm trọng. Cắt giảm thua lỗ là một trong những công cụ quan trọng của các nhà đầu tư thành công.

2. Bạn cần phải nhìn thấy một khối lượng giao dịch tăng hơn 50% trong ngày bạn bắt đầu mua, khi giá chứng khoán phá vỡ những mức giá cũ trong một mô hình cơ bản.

3. Những mô hình cơ bản là "tách và tay cầm", "đụng đáy hai lần", "đáy bằng". Nếu mô hình không phải bất cứ cái nào trong ba mô hình trên, thông thường nó hay có thiếu sót và có khuynh hướng thất bại.

4. Chỉ nên mua những loại cổ phiếu có chỉ số sức mạnh tương đối trên 80. Hãy tránh xa những cổ phiếu có sức mạnh tương đối dưới 70. Đồng thời hãy xem xét chỉ số sức mạnh tương đối có hình thành một xu thế đi lên rõ ràng hay không.

5. Cố gắng thêm vào danh mục đầu tư của bạn những loại cổ phiếu đang hoạt động tốt nhất, đồng thời giảm bớt, hay bán hẳn những cổ phiếu đang hoạt động tồi. Nên nhớ rằng cổ phiếu trong những mô hình cơ bản và gần mức giá cao của nó thì tốt hơn những cổ phiếu đang gần những mức giá thấp gần đây

6. Kiểm tra những đồ thị hàng tháng để tìm xem liệu cổ phiếu có hình thành những mô hình cơ bản dài hạn trong khoảng thời gian vài năm hay không.

## **Đầu tư tăng trưởng và đầu tư trị giá**

### **Điểm khác biệt giữa đầu tư tăng trưởng và đầu tư trị giá**

Những nhà đầu tư tăng trưởng là những người tìm kiếm những công ty có sự phát triển doanh số và lợi nhuận nhất quán, thông thường khoảng 20% hay hơn trong vòng 3 tới 5 năm vừa qua. Những công ty như Schering Pough, Paychex, Cisco Systems, hay Microsoft được xem như những cổ phiếu tăng trưởng vào thập niên 90. Cổ phiếu tăng trưởng thường ít được chi trả cổ tức hoặc chi trả cổ tức thấp bởi vì chúng thường cần lượng tiền mặt lớn để tái đầu tư phát triển thêm thị phần. Tỷ số P/E của cổ phiếu tăng trưởng thường cao hơn những loại cổ phiếu khác. Chỉ đơn giản là vì nó có những bản báo cáo tài chính tốt hơn nhiều so với các công ty khác, các nhà đầu tư thường mua đón đầu chúng.

Một trong những đặc trưng của cổ phiếu tăng trưởng là chúng có những sản phẩm hoặc dịch vụ có chất lượng cao, thông thường là không vĩnh cửu được thay bằng những sản phẩm khác tương tự trong một khoảng thời gian không lâu. Chúng cũng có những lợi nhuận biên và lợi nhuận trên vốn cổ đông cao, thường khoảng từ 17% tới 50%. Đồng thời các nhà phân tích thường nhất trí trong việc dự đoán doanh lợi của chúng tăng một khối lượng đáng kể, một hoặc hai năm nữa.

Những nhà đầu tư tăng trưởng cần chú ý, không có một loại cổ phiếu nào là cổ phiếu tăng trưởng vĩnh cửu, qua một thời gian dài cổ phiếu tăng trưởng sẽ có chiều hướng phát triển chậm dần và sau đó phát triển thị phần tới mức bão hoà không phát triển thêm nữa. Nhà đầu tư cần cân đối lại danh mục đầu tư tại những thời điểm này.

Những nhà đầu tư giá trị thì khác, họ tìm kiếm những công ty mà họ tin rằng nằm dưới giá trị thật. Họ nghiên cứu kỹ các bản cân đối tài khoản và báo cáo lời lỗ, tìm kiếm những dấu hiệu cho thấy những giá trị ẩn náu của công ty, như là một khối lượng tiền mặt lớn chưa sử dụng hay là những tài sản trong sổ sách của công ty nằm dưới giá trị thực, ...

Họ chờ đợi cơ hội mua được cổ phiếu ở những mức giá hời, và mong muốn mua những cổ phiếu có chỉ số P/E thấp, hoặc những công ty có giá thị trường nằm dưới giá trị sổ sách. Những nhà đầu tư giá trị thường được nhận một số cổ tức chiếm một tỷ lệ lớn trong lợi nhuận kiếm được của công ty do công ty thường không còn khả năng phát triển thêm thị phần.

Họ tìm cách mua cổ phiếu tại một mức giá thấp hơn giá trị thực. Những nhà đầu tư giá trị phải chờ thị trường thừa nhận giá trị cổ phiếu của họ, để cổ phiếu tăng giá.

Điều này thường mất một khoảng thời gian khá lâu và đôi khi không bao giờ xảy ra cả.

### **Mua cổ phiếu với chỉ số P/E thấp nghe có vẻ hay hơn. Phải chăng mặc cả luôn tốt?**

Nói chung thị trường chứng khoán là một thị trường đấu giá hai chiều, nơi mà hầu hết cổ phiếu được bán với giá dao động xung quanh cái giá xứng đáng với nó tại thời điểm ấy. Nói cách khác, một cổ phiếu với chỉ số P/E 10 thì nó đáng giá gấp 10 lần doanh lợi kiếm được, một cổ phiếu với chỉ số P/E 35 nghĩa là nó giá trị gấp 35 lần doanh lợi kiếm được. Nếu giá,

hoặc chỉ số P/E của cổ phiếu lên hay xuống là do báo cáo doanh lợi của công ty có tốt như kỳ vọng hay không.

Vì vậy thực sự là không đúng khi cho rằng cổ phiếu là một món hời chỉ bởi vì chỉ số P/E của nó thấp, và ngược lại cũng không đúng nếu cho rằng những cổ phiếu với chỉ số P/E cao là đắt. Điều này rất đơn giản như việc bạn không thể mua một chiếc Mercedes với giá của một chiếc Chevrolet.

Một bài học đơn giản: bạn có những thứ xứng đáng với số tiền bạn bỏ ra. Những công ty tốt nhất trong một nhóm ngành luôn có chỉ số P/E cao hơn nhiều những công ty không thành công trong ngành ấy.

Thực sự có lẽ giá trị duy nhất của chỉ số P/E chỉ là để đánh thức chúng ta về tiềm năng của cổ phiếu. Để làm được điều này chúng ta cần so sánh với chính nó trong quá khứ. Hiện tại chúng đang cao hơn hay thấp hơn. Tại sao. Phải chăng chúng đang có sự phát triển thuận lợi nên có rất nhiều người chịu bỏ ra một cái giá cao hơn để mua chúng. Hay chúng đang có một tương lai tồi tàn nên hiện tại mặc dù giá so với lợi nhuận có thấp hơn cũng không ai muốn mua.

Tất cả những công ty ưu tú trong thập niên 90 như Amgen, Cisco Systems, Microsoft, America online, Ascend, EMC, People Soft... có chỉ số P/E trung bình khoảng 31 trước khi chúng bắt đầu tăng giá gấp năm gấp mười trong những khoảng thời gian ngắn. Và những loại cổ phiếu hàng đầu này đều có một tỷ số P/E trung bình khoảng 70 khi chúng đã có những sự tăng giá khổng lồ.

Một nhà đầu tư giá trị sẽ bỏ qua tất cả những loại cổ phiếu này trong thời kỳ phát triển nhất của nó. Thực sự P/E chỉ là một sự hiểu sai, được

phóng đại thành một công cụ đầu tư thần kỳ. Sự tăng trưởng doanh số và lợi nhuận chính là nguyên nhân quan trọng nhất của việc giá cả cổ phiếu tăng.

Nếu bạn chọn lựa để đầu tư vào các cổ phiếu đơn lẻ, và nếu bạn không là một nhà đầu tư chuyên nghiệp, thực sự không nên đi theo con đường đầu tư giá trị. Hãy đầu tư vào những công ty phát triển tốt nhất. Mua cổ phiếu của những công ty đang dẫn đầu trong lĩnh vực của nó về doanh thu, lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận biên, và doanh thu trên vốn cổ đông. Những công ty đang bành trướng phát triển thị phần tốt nhất so với những đối thủ cạnh tranh của nó.

### **Tại sao lại chọn đầu tư tăng trưởng?**

Hãy nghe William J. O'Neil trình bày quan điểm về việc đầu tư giá trị hay tăng trưởng "Trong cuộc đời kinh doanh của mình tôi đã gặp hàng ngàn nhà đầu tư, tôi chưa hề biết tới một nhà đầu tư không chuyên nghiệp nào, những người có kết quả đầu tư nổi bật, lại sử dụng phương pháp đầu tư giá trị. Tôi biết phải có một vài con người ngoại lệ, nhưng tôi chưa gặp họ bao giờ. Tuy nhiên tôi lại biết hàng tá những nhà đầu tư tăng trưởng mà kết quả kinh doanh thực sự đáng khâm phục, những người trung bình mỗi năm có tỷ lệ lợi nhuận từ 25% tới 50% thậm chí còn nhiều hơn thế nữa."

Người quản lý tiền bạc của công ty William O'Neil + Co., Lee Freestone đã có mức lợi nhuận là 271% vào năm 1998, và trên 100% nửa đầu năm 1999. Năm 1991 lúc mới 25 tuổi anh đã ghi tên mình vào danh sách những nhà đầu tư vô địch toàn nước Mỹ với tài khoản tiền mặt của mình với

mức lợi nhuận 279%. Tất nhiên những kết quả như thế phải tới từ những con người tận tâm, thực sự làm việc hết mình mới có thể tạo ra những kết quả khác thường. Tuy nhiên thật dễ chịu khi biết những gì bạn có thể đạt được nếu bạn chịu tiêu phí thời gian, và làm việc theo một phương pháp nghiêm túc.

Thực sự vẫn có một số nhà đầu tư giá trị gặt hái được những thành công với phương pháp của mình, mà tiêu biểu trong số họ là Warren Buffet. Tuy nhiên không phải ai cũng dễ dàng có được khả năng phát hiện công ty độc đáo, sự nhạy bén đánh giá những đặc quyền của công ty, và sự nhìn nhận chính xác năng lực của những người điều hành công ty như ông.

### **Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010**

*Trên cơ sở thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán TTCK Việt Nam, kết hợp với sự khảo sát và tư vấn của Ngân hàng Phát triển châu Á, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đang tiến hành xây dựng Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam. Hiện tại, cơ quan quản lý đang hoàn thiện bản Dự thảo này và dự kiến sẽ trình Chính phủ xem xét phê duyệt trong thời gian tới.*

Bản Dự thảo được xây dựng dựa trên quan điểm xây dựng một TTCK có quy mô từ nhỏ đến lớn phù hợp với điều kiện và nhu cầu của Việt Nam trong từng giai đoạn, đồng thời đảm bảo phù hợp với các tiêu chuẩn, thông lệ quốc tế; xây dựng thị trường hoạt động an toàn, ổn định, hiệu quả và tôn trọng các quy luật thị trường; Nhà nước phải giữ vai trò quản lý đảm bảo an toàn và tạo động lực phát triển thị trường, đảm bảo tính hệ thống, thống nhất, không cản trở nhau.

Mục tiêu tổng quát

Căn cứ vào nhiệm vụ mà Nghị quyết Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ IX đề ra là "Đẩy mạnh công nghiệp hoá, hiện đại hoá theo định hướng xã hội chủ nghĩa, xây dựng nền tảng để đến năm 2020 nước ta cơ bản trở thành một nước công nghiệp. Đưa GDP năm 2010 lên ít nhất gấp đôi năm 2000. Phát triển nhanh và bền vững thị trường vốn, nhất là thị trường vốn dài hạn và trung hạn. Tổ chức và vận hành thị trường chứng khoán, thị trường bảo hiểm an toàn, hiệu quả,...", bản Dự thảo đã đưa ra 3 mục tiêu tổng quát của TTCK trong vòng 10 năm tới. Thứ nhất, huy động nguồn vốn trong và ngoài nước cho đầu tư phát triển. Thứ hai, góp phần phát triển thị trường tài chính Việt Nam, đảm bảo ổn định và an ninh tài chính, tiền tệ quốc gia. Thứ ba, củng cố, ổn định hoạt động của thị trường, đồng thời mở rộng phạm vi quy mô, nâng cao chất lượng hoạt động, hoàn thiện việc quản lý giám sát thị trường bảo vệ có hiệu quả nguồn vốn đầu tư nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế.

#### Những mục tiêu cụ thể

Về hệ thống hoạt động: Hiện có 19 công ty niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TTGDCK TP.HCM. Dự kiến đến năm 2005, sẽ có 100 công ty niêm yết và đến năm 2010 sẽ có 500 công ty niêm yết. TTGDCK Hà Nội dự kiến mở cửa hoạt động vào năm 2003 với 10 đến 15 công ty niêm yết và đến năm 2010, sẽ có 700 công ty niêm yết trên thị trường này.

Về trái phiếu, cổ phiếu công trình, dự kiến năm 2005 phát hành được từ 5 đến 7 ngàn tỷ đồng và năm 2010 là 10 đến 15 ngàn tỷ đồng đưa vào giao dịch tại TTGDCK.

Về quy mô thị trường: Năm 2002 tổng giá trị thị trường đạt 0,34% GDP, dự kiến năm 2005 là 4%-5% GDP tương đương với 25.000 đến 37.000 tỷ

đồng. Năm 2010, quy mô thị trường vào khoảng 110.000-190.000 tỷ đồng, bằng 15 – 20% GDP.

VỀ tổ chức trung gian tài chính: Quy mô và số lượng tổ chức trung gian tài chính phụ thuộc vào quy mô thị trường. Năm 2002 có 9 công ty chứng khoán, dự kiến năm 2005 sẽ có 15 đến 20 công ty chứng khoán, 3 đến 5 công ty quản lý quỹ đầu tư, 2 công ty định mức tín nhiệm. Năm 2010, dự kiến có 30 đến 36 công ty chứng khoán, 5 đến 10 công ty quản lý quỹ và 2 đến 3 công ty định mức tín nhiệm. Về quỹ đầu tư, dự kiến sẽ có 3 đến 7 quỹ đầu tư vào năm 2005 và 10 đến 16 quỹ đầu tư vào năm 2010.

### Giải pháp thực hiện

Từ mục tiêu tổng quát, Dự thảo Chiến lược dự kiến các giải pháp chính sau đây:

- Tăng cung hàng hoá cho thị trường bằng việc nghiên cứu ban hành các chính sách cho phép chuyển công ty liên doanh thành công ty cổ phần; khuyến khích công ty cổ phần, công ty tư nhân, công ty liên doanh phát hành ra công chúng bằng việc ưu đãi thuế, ưu đãi cho vay thương mại, cho phép đăng ký phát hành khung, khuyến khích các công ty đầu tư mạo hiểm... Khuyến khích đưa thêm các loại cổ phiếu ưu đãi, quyền mua cổ phiếu, trái phiếu công trình, trái phiếu doanh nghiệp chuyển đổi, chứng chỉ quỹ đầu tư,... vào niêm yết. Nghiên cứu các chính sách ưu đãi đối với các quỹ đầu tư như ưu đãi thuế thu nhập tương tự như các nhà đầu tư cá nhân.
- Đẩy mạnh cầu chứng khoán trong và ngoài nước thông qua việc thu hút các nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường. Phát triển các nhà đầu tư có tổ chức tham gia thị trường và khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài.



Nghiên cứu ban hành các chính sách kích cầu như: phát triển chương trình bán cổ phiếu cho người lao động trong doanh nghiệp; nới lỏng các quy định hạn chế và có chính sách ưu đãi thuế cho các tổ chức tín dụng tham gia thị trường; thúc đẩy thành lập các quỹ đầu tư và công ty tư vấn đầu tư, tăng cường khả năng tiếp cận thị trường cho các nhà đầu tư nhỏ; nới lỏng hạn chế đầu tư của nước ngoài; thành lập quỹ bình ổn thị trường,...

- Phát triển các công ty chứng khoán theo hướng nâng cấp quy mô vốn và mở rộng hoạt động nghiệp vụ của các công ty chứng khoán. Dự kiến đến năm 2010, sẽ nâng quy mô vốn tối thiểu của các công ty chứng khoán lên 20 tỷ đồng. Hình thành 4 đến 5 công ty chứng khoán có quy mô lớn, chuyên môn hoá hoạt động bảo lãnh phát hành. Các công ty còn lại chủ yếu chỉ hoạt động môi giới, tư vấn đầu tư tài chính. Ban hành chính sách tiếp tục ưu đãi thuế cho ngành chứng khoán.

- Ngoài ra, sẽ có chính sách phát triển số lượng công ty chứng khoán nhằm tạo sự cạnh tranh khuyến khích các công ty chứng khoán liên doanh với nước ngoài, cho phép sáp nhập các công ty chứng khoán, tiến tới thực hiện việc niêm yết cổ phiếu của công ty chứng khoán.

- Hiện đại hoá các hệ thống và nâng cấp hoạt động của TTGDCK, mà trước hết là nâng cấp hệ thống giao dịch theo hướng đưa hệ thống giao dịch tự động mới vào vận hành, có thể khớp lệnh liên tục hoặc định kỳ. Kết nối mạng diện rộng với các công ty chứng khoán thành viên. Áp dụng hệ thống ngừng giao dịch tự động khi đưa hệ thống khớp lệnh liên tục vào hoạt động. Từng bước tăng thời lượng giao dịch và số lần khớp lệnh trong để phù hợp với nhu cầu giao dịch ngày càng tăng và tăng tính lưu hoạt của thị trường. Dự kiến sẽ tăng lên 3 lần khớp lệnh trong 1 phiên

giao dịch vào năm 2003, từ năm 2005 trở đi, sẽ thực hiện khớp lệnh liên tục.

- Xây dựng và hoàn thiện các tổ chức thị trường, cụ thể: Xây dựng thị trường giao dịch chứng khoán cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ

Đưa TTGDCK Hà Nội vào hoạt động với chức năng tổ chức vận hành thị trường giao dịch các cổ phiếu doanh nghiệp có vốn điều lệ từ 5 tỷ đồng trở lên, theo phương thức khớp lệnh tập trung. Thị trường này trước mắt có cơ chế định giá, thanh toán, lưu ký, giám sát, quản lý tương tự như TTGDCK TP.HCM hiện nay.

Phát triển các TTGDCK thành sở Giao dịch Chứng khoán duy nhất của Việt Nam, độc lập với UBCKNN, với các tổ chức thành viên là các TTGDCK, Trung tâm lưu ký.

Xây dựng thị trường OTC, với cơ chế định giá phi tập trung để hoàn thiện hệ thống TTCK Việt Nam về các phương tiện định giá và tổ chức thị trường, tạo sự linh hoạt và thuận tiện hơn cho người tham gia thị trường.

Xúc tiến hình thành Hiệp hội Chứng khoán Việt Nam, với sự tham gia của mọi đối tượng trên thị trường, hoạt động như một tổ chức tự quản, hỗ trợ cho việc đào tạo quản lý, giám sát nhằm ổn định và phát triển thị trường, ...

Phát triển các tổ chức đăng ký chuyển nhượng chứng khoán. Trước mắt cho phép các TTGDCK tổ chức nghiệp vụ đăng ký chuyển nhượng sở hữu chứng khoán cho các doanh nghiệp. Nghiên cứu bổ sung cơ sở pháp lý cho các định chế cung cấp dịch vụ đăng ký chuyển nhượng chứng khoán, tiến tới cấp phép hoạt động cho các tổ chức này.

Khuyến khích các tổ chức định mức tín nhiệm tham gia thị trường. Trước mắt sẽ

ngiên cứu triển khai cho phép các tổ chức định mức tín nhiệm nước ngoài cung cấp dịch vụ định mức tín nhiệm tại Việt Nam, tiến tới cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam.

Một số giải pháp khác cũng được tính đến trong chiến lược 10 năm, như tăng cường hợp tác quốc tế, tăng cường công tác đào tạo nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán... Tuy nhiên, để thực hiện được những mục tiêu đề ra, các bộ, ngành chức năng cần góp sức giải quyết những vấn đề liên quan. Bản Dự thảo cũng chỉ ra những việc cần làm, như phối hợp với Bộ Tài chính nghiên cứu, ban hành các chính sách ưu đãi thuế, phí đối với thị trường; chính sách liên kết cổ phần hoá với niêm yết, phát hành ra công chúng, phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Phối hợp với Bộ Kế hoạch và Đầu tư nghiên cứu trình Chính phủ ban hành Nghị định chuyển đổi các công ty liên doanh thành công ty cổ phần; thẩm định các dự án về đầu tư cho Trung tâm Giao dịch Hà Nội và hiện đại hoá Trung tâm Giao dịch TP. HCM. Phối hợp với Ngân hàng Nhà nước nghiên cứu trình Chính phủ ban hành Quy định về quản lý ngoại hối đối với nhà đầu tư nước ngoài; thẩm định, cho phép các ngân hàng cổ phần tham gia niêm yết; xây dựng đề án phát hành cổ phiếu, trái phiếu của ngân hàng quốc doanh, ...

**Giữ cho việc đầu tư đơn giản và dễ hiểu**

**Khi bạn chưa có nhiều kinh nghiệm, tránh những loại đầu tư quá rủi ro**

Khi bạn mới khởi sự đầu tư, bạn sẽ được nghe rất nhiều về những cơ hội đầy kích thích có thể tìm kiếm những lợi nhuận khổng lồ. Danh sách những phạm bẫy dành cho những con người đang hồ hởi và cả tin bước chân vào thị trường bao gồm chứng khoán nước ngoài foreign stock, các quỹ đầu tư cố định closed-end funds, chứng khoán giá rẻ low-price stocks, penny stocks, hợp đồng quyền chọn option, hàng giao theo hẹn future, trái phiếu khả hoán convertible bonds, trái phiếu cấp thấp về giá trị junk bond, những loại chứng khoán miễn thuế và các công ty bất động sản. Cũng cần phải coi chừng những công ty bị sàn giao dịch đánh dấu, chúng thường rất nhạy cảm.

Có một quy luật, luôn giữ cho sự đầu tư của bạn đơn giản và dễ hiểu. Mọi thứ sẽ rối tung cả lên, chìa khóa quan trọng để thành công trong đầu tư và cả trong cuộc sống đó là cố làm cho mọi thứ trở nên đơn giản và dễ hiểu. Đồng thời những rủi ro khá lớn là lý do chính để những nhà đầu tư mới hoặc những nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm nên tránh đầu tư vào những thứ đã kể trên.

Khi trong nước của bạn chẳng hề thiếu những công ty xuất sắc tại sao bạn lại đổ tiền vào các công ty nước ngoài. Bạn thực sự hiểu được bao nhiêu về đường lối chính trị cũng như những chính sách kinh tế của một quốc gia xa lạ. Bạn hiểu gì về cơ cấu quản lý thị trường, các công ty bạn định đầu tư cũng như sự vững chắc của đồng tiền của quốc gia ấy.

Rất nhiều quốc gia có một thị trường chứng khoán cực kỳ bất ổn định. Ngay cả những nhà đầu tư thực sự có khả năng cũng không thể thành công trong một môi trường như thế. Bernard Baruch, một nhà đầu tư rất nổi bật của phố Wall đã bị mất khá nhiều tiền bạc vào thị trường Mêhicô.

Cho tới bây giờ vẫn còn rất nhiều người đang sa lầy tại Mêhicô và các quốc gia Nam Mỹ.

Rủi ro gắn liền với các quỹ đầu tư cố định là nó thường rớt ngay sau đợt phát hành đầu tiên và được giao dịch dưới giá trị cơ bản của nó. Giá cả của chúng được xác định duy nhất bằng mức cung và mức cầu. Không có gì đảm bảo chúng có thể được bán bằng với giá trị tài sản của chúng. Mức giảm này được duy trì trong vài năm sau đó.

### **Tại sao không mua những loại cổ phiếu giá thấp?**

Những loại cổ phiếu giá thấp - được bán dưới 15\$ một cổ phiếu - thông thường hấp dẫn mọi người với một lý do duy nhất: rẻ. Nhưng trong khi nó đang quyến rũ mọi người mua chúng với giá rẻ thì hoạt động tài chính của chúng lại rất kém và chậm chạp so với những loại cổ phiếu khác trong ngành.

Bạn có muốn đặt những đồng tiền kiếm được một cách khó nhọc vào những công ty có chất lượng nghèo nàn hay không? Những tổ chức tài chính lớn sẽ không mua những loại cổ phiếu này, ngoài vì những chỉ tiêu cơ bản kém cỏi còn là vì số lượng cổ phiếu giao dịch của chúng quá mỏng không thích hợp với những khoản tiền khổng lồ của các tổ chức tài chính. Và như chúng ta đã biết, chính những tổ chức tài chính là người làm giá cả dịch chuyển trên thị trường. Những loại cổ phiếu tốt không bao giờ được bán ở cái giá \$2, \$4, \$6. Không hề có vận may trong những loại cổ phiếu giá thấp này!

Những loại cổ phiếu vài xu penny stocks, cổ phiếu được buôn bán với giá dưới một đôla còn chứa đựng những thứ tồi tệ hơn. Thêm vào những điều

đã trình bày ở trên, sự khác biệt giữa giá đặt mua và giá đặt bán ask-bid: giá mà tại đó bạn mua hoặc bán cổ phiếu có thể là một cái bẫy cho những người nhẹ dạ. Hãy tưởng tượng một loại cổ phiếu được niêm ở mức giá  $\frac{5}{8}$  để mua và  $\frac{1}{2}$  để bán. Mặc dù sự cách biệt giữa giá mua và giá bán  $\frac{1}{8}$  trông không lớn. Nhưng giá chứng khoán phải tăng tới 20% để bạn có thể hòa vốn.

## **Những quy tắc để xây dựng một danh mục đầu tư hợp lý**

### **Bạn nên phân tán rủi ro như thế nào**

Hầu hết các nhà đầu tư sẽ khuyên bạn nên đa dạng hoá, chia phần tài sản của bạn ra, điều này có nghĩa là phân chia số tiền của bạn trong nhiều kiểu đầu tư với những tỷ lệ khác nhau. Thực sự nguyên tắc này không sai, nhưng bạn nên đi ngược lại những kiến thức thông thường này, ngay cả khi nó có thể gây ra cho bạn đôi chút lo lắng ban đầu. Copy những gì tất cả mọi người đang nghĩ và làm trên thị trường có lẽ sẽ cho bạn cảm giác yên tâm, nhưng thực sự nó không phải điều đáng làm nhất.

Mục tiêu của bạn không chỉ là hành động đúng, mà còn là kiếm được những khoản lợi nhuận có giá trị khi bạn đúng. Điều này được thực thi một cách tốt nhất khi bạn nhốt tất cả trứng của bạn trong vài cái giỏ, hiểu biết về chúng rõ ràng, và theo dõi chúng một cách cẩn thận.

### **Chẳng lẽ không có một chút giá trị nào trong việc đa dạng hoá?**

Đa dạng quá nhiều sẽ dẫn bạn tới sự thiếu hụt về kiến thức cũng như trọng tâm về việc đầu tư của bạn. Nếu một người khuyên bạn nên đầu tư 45% vào cổ phiếu, 80% vào trái phiếu, 10% vào chứng khoán nước ngoài, 10% vào quỹ thị trường tiền tệ Money Market Fund - một dạng quỹ

hỗ tương đầu tư mở rộng đầu tư vào thị trường huy động vốn ngắn hạn, 5% vào vàng, điều này có thể khiến bạn an tâm hơn nhưng đồng thời việc đầu tư rải rác này sẽ làm loãng đi lợi nhuận của bạn. Có lẽ bạn không nên đầu tư vào vàng, chứng khoán nước ngoài, trái phiếu vì nó sẽ làm sụt giảm lợi nhuận chung.

Đồng thời bạn cũng không thể bỏ tất cả số tiền kiếm được vào một công ty nào đó, cho dù công ty ấy có là Microsoft chẳng nữa. Sự sụp đổ của Enron vào cuối năm 2001 cho thấy ngay cả những công ty trông khổng lồ vẫn có thể phá sản như thường. Và bạn hoàn toàn có thể gặp trường hợp thiếu may mắn như thế. Tốt nhất bạn nên bỏ hết tiền bạc định đầu tư vào vài công ty hàng đầu trong những lĩnh vực khác nhau. Điều này có vẻ như là một sự đa dạng hoá hợp lý hơn.

### **Như vậy bạn nên sở hữu bao nhiêu loại chứng khoán?**

Điều duy nhất muốn nhấn mạnh ở đây là bạn chỉ nên đầu tư tối đa vào năm hay sáu loại cổ phiếu, không có lý do gì để nắm giữ 20 loại cổ phiếu khác nhau, bạn sẽ không thể nắm bắt đầy đủ thông tin về chúng và những loại cổ phiếu hoạt động kém trong nhóm sẽ làm giảm lợi nhuận chung.

### **Nếu bạn thấy những loại cổ phiếu mới quá tuyệt thì sao?**

Với số tiền của mình bạn nên quyết định số cổ phiếu bạn sẽ sở hữu, và đừng vượt quá chúng. Nếu bạn giới hạn là sáu và bạn đã sở hữu đủ số, đừng mua loại thứ bảy, ngay cả khi chúng đang rất quyến rũ bạn.

Nếu cổ phiếu mới quá tuyệt vời, hãy bắt buộc mình bán đi loại cổ phiếu kém hấp dẫn nhất trong sáu cái cũ để thay thế. Bạn sẽ kiếm được nhiều tiền hơn nếu bạn tuân thêm điều này.

### **Cách xây dựng một danh mục đầu tư tốt nhất.**

Hãy làm điều này một cách đơn giản, khởi đầu nếu bạn muốn đầu tư \$100000 vào năm loại cổ phiếu, mỗi loại sẽ được đầu tư \$20000. Bạn không cố gắng mua một số lượng cổ phiếu nào đó, bạn chỉ đầu tư một số tiền đã định cho mỗi loại cổ phiếu.

Nhưng đừng bao giờ quá hồ hởi trong việc mua cổ phiếu, đừng mua cả năm loại cổ phiếu một lần. Hãy thi hành từng bước một, hãy để cổ phiếu của bạn tự chứng minh chúng bằng cách chỉ ra một sự phát triển nào đó trước khi bạn đầu tư 100% số tiền.

### **Chiến lược mua các loại cổ phiếu đơn lẻ.**

Chỉ mua một nửa trong tổng số tiền \$20000 của bạn trong lần mua đầu tiên. Nếu cổ phiếu đi xuống, đừng mua thêm nữa, nếu nó rớt tới 8% so với số tiền mua, bán tất cả chúng đi để cắt giảm thua lỗ.

Nhưng nếu cổ phiếu tăng giá khoảng 2% tới 3% so với giá mua ban đầu, và nếu bạn thấy chúng vẫn đang có những dấu hiệu tốt, mua thêm \$6500. Lúc này bạn đã mua hết \$16500 trong tổng số \$20000 định dành cho cổ phiếu đó. Nếu cổ phiếu tiếp tục tăng khoảng 2% tới 3% nữa, mua nốt \$3500 còn lại. Bạn đã thành lập xong vị thế của bạn trong cổ phiếu với tổng số tiền là \$20000 trong khoảng thời gian nó tăng giá 5%. Lúc này hãy cho cổ phiếu một ít thời gian và cơ hội để chúng phát triển.



Khái niệm mua thêm những khối lượng nhỏ hơn trong quá trình cổ phiếu tăng giá khoảng 5% từ giá mua ban đầu được gọi là tiến hành mua theo kiểu kim tự tháp. Chỉ mua với chiến lược trung bình tăng, không thi hành chiến lược trung bình giảm. Không bao giờ thêm tiền vào những loại cổ phiếu đang có những kết quả tồi tàn.

### **Bạn cần biết thêm những gì khi mua cổ phiếu và quản lý danh mục đầu tư của mình?**

Bạn nên dùng đồ thị để xác định thời điểm mua bán thêm chính xác. Đừng theo đuổi những loại cổ phiếu đã tăng giá khá nhiều khi chúng đã ở phía bên kia những mô hình cơ bản. Điều này tuy đúng với phương pháp trung bình tăng nhưng nó sẽ làm cho giá trung bình quá cao, và bạn sẽ chịu rắc rối trong những đợt điều chỉnh tình hình của thị trường.

Nếu giá cổ phiếu rớt 8% từ giá mua ban đầu của bạn, bạn hãy bán tất cả chúng đi để cắt giảm thua lỗ, bằng cách này bạn đã mua một hợp đồng bảo hiểm để bảo vệ bản thân. Bạn sẽ dễ dàng bị những thua lỗ trầm trọng khi bạn không làm gì trong trường hợp này. Nếu bất ngờ chúng tăng giá trở lại, đừng tiếc nuối và hoang mang, hãy coi 8% ấy như phí bảo vệ để tránh khỏi sự khủng hoảng.

Và một điều quan trọng vẫn cần nhắc lại, tất cả các cổ phiếu bạn mua cần phải hội đủ những tiêu chuẩn cơ bản chúng ta đã thảo luận ở phần đầu của cuốn sách. Chúng nên là số 1 trong lĩnh vực của chúng, lợi nhuận mỗi cổ phần phải tăng liên tục trong vòng ba năm qua. Doanh số và lợi nhuận của chúng cũng cần tăng những tỷ lệ đáng kể qua các quý và các năm gần đây. Tìm kiếm sự tăng trưởng của lợi nhuận biên, lợi nhuận vốn

cổ đông phải trên 17%, chỉ số sức mạnh tương đối phải trên 80. Cổ phiếu cần được những tổ chức tài chính lớn quan tâm.

### **Những gì bạn nên làm hại đã sở hữu vài cổ phiếu**

Sau khi bạn sở hữu năm hay sáu loại cổ phiếu, bạn phải theo dõi chúng một cách thận trọng, và tính toán xem loại nào phát triển nhất. Đó có thể là loại cổ phiếu tốt nhất của bạn và là một người dẫn đường thực sự của thị trường.

Bạn sẽ chờ những thời điểm thích hợp để mua thêm những cổ phiếu này. Bạn có thể mua khi lần đầu cổ phiếu bị kéo trở lại giá trung bình 50 ngày. Giá trung bình năm chục ngày sẽ giải quyết những dao động hàng ngày hay hàng tuần và cho một cái nhìn chính xác hơn về xu hướng giá cả. Hoặc bạn có thể mua thêm khi cổ phiếu bắt đầu hình thành một mô hình cơ bản mới, vào thời điểm nó phá vỡ mức giá cơ bản của mô hình tăng thứ hai này.

Con đường để bạn điều hành danh mục đầu tư của mình một cách trôi chảy nhất là nhận ra những cổ phiếu nào đang hoạt động tốt nhất, đổ thêm tiền vào những loại cổ phiếu này, và có lẽ nên giảm bớt một ít vị thế của những loại cổ phiếu đang hoạt động kém nhất trong nhóm.

Khi kỹ năng lựa chọn cổ phiếu của bạn phát triển, một ngày bạn sẽ nhận ra những Microsoft mới. Bạn sẽ biết cách làm thế nào để có thêm tiền đầu tư vào nó, và biến nó thành loại cổ phiếu số một trong danh mục đầu tư của mình.

Để điều khiển danh mục đầu tư của mình một cách chính xác, bạn cần có những quy luật mua và những quy luật bán, nhưng bạn cũng cần biết tất cả các điều có liên quan tới cổ phiếu, thêm chúng vào khi thích hợp, và cuối cùng bán chúng đi khi chúng đã chạm đỉnh và chuẩn bị theo chiều hướng đi xuống.

Nếu bạn tuân theo phương pháp trong cuốn sách này có lẽ bạn sẽ sở hữu những cổ phiếu tốt nhất trong vòng một tới hai năm. Một số ít có thể được bán sớm hơn khi chúng chỉ ra những dấu hiệu xấu rõ ràng.

Bạn không thể đúng trong tất cả những quyết định đầu tư của mình, và điều này cũng không cần thiết. Nhưng khi bạn phạm sai lầm bạn phải dũng cảm thừa nhận nó và tìm cách sửa chữa. Ngay cả khi sở hữu những cổ phiếu hàng đầu bạn cũng cần biết cách điều khiển nó, chuyển nó thành tiền mặt vào những thời điểm hợp lý để tránh sự khủng hoảng.

## **Quy trình thực hiện Một Lệnh giao dịch của Nhà đầu tư Việt Nam**

### **Đặt lệnh mua hay bán chứng khoán**

Nhà đầu tư muốn mua hoặc bán chứng khoán đã niêm yết đều phải đến gặp công ty chứng khoán, thông qua việc ký hợp đồng uỷ thác mua hoặc uỷ thác bán. Khách hàng sẽ đặt lệnh mua, bán chứng khoán với phòng tiếp thị bằng phiếu lệnh. Nội dung chi tiết của lệnh gồm có:

- + a. Lệnh mua hay lệnh bán;
- + a1. Mã khách hàng;
- + b. Tên chứng khoán - mã số chứng khoán;
- + c. Số lượng chứng khoán;
- + d. Giá;
- + e. Điều kiện về thời gian đáo hạn của trái phiếu nếu có

Sau khi kiểm tra tính hợp lệ của phiếu lệnh. Phòng tiếp thị công ty chứng khoán chuyển giao phiếu lệnh cho phòng giao dịch.

Cùng lúc này, một nghiệp vụ rất quan trọng là phòng giao dịch và phòng thanh toán của công ty chứng khoán phải tiến hành kiểm tra tài khoản của khách hàng. Luật quy định khách mua phải có đủ tiền 100% trong tài khoản giao dịch và khách bán phải có đủ 100% chứng khoán.

Công ty kiểm tra lần chót tính hợp lệ của lệnh mua - lệnh bán. Phòng giao dịch chuyển lệnh qua máy cho đại diện giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TTGDCK.

### **Giao dịch tại TTGDCK**

Đại diện giao dịch nhập lệnh mua - bán vào hệ thống máy điện tử của TTGDCK. Chi tiết nạp vào hệ thống là các khoản a, b, c, d, e; cùng với các chi tiết kế tiếp sau đây:

- + f. Số hiệu của lệnh giao dịch;
- + g. Lệnh sửa đổi hoặc huỷ bỏ kèm số hiệu của lệnh gốc
- + h. Giao dịch cho khách hàng, hay giao dịch tự doanh;
- + i. Mã số quản lý đầu tư nước ngoài nếu là người đầu tư nước ngoài;
- + k. Mã số của thành viên;
- + Các chi tiết khác do TTGDCK quy định.

Nếu có sửa đổi hay huỷ bỏ lệnh theo ý kiến khách hàng thì đại diện giao dịch nhập lại lệnh mới kèm số hiệu lệnh gốc. Lệnh mới sửa đổi/huỷ bỏ chỉ hiệu lực khi lệnh gốc chưa được thực hiện\*.

TTGDCK sau mỗi đợt khớp lệnh hiện nay chỉ khớp một lần trong ngày có giao dịch vào lúc 10 giờ sẽ thông báo kết quả cho lệnh được khớp đến đại diện giao dịch và cho công ty chứng khoán về các chi tiết kết quả khớp lệnh đó.

Đại diện giao dịch khi nhận được thông báo của TTGDCK lập tức sẽ báo cho phòng giao dịch của công ty tất cả chi tiết liên quan đến lệnh.

Phòng giao dịch ghi "đã mua hoặc đã bán" vào phiếu lệnh của khách hàng và thông báo cho phòng thanh toán.

TTGDCK xác nhận với đại diện giao dịch về kết quả giao dịch sau khớp lệnh. Chi tiết xác nhận gồm có:

1. Tên chứng khoán;
2. Khối lượng mua và bán;
3. Tên mã số của bên thành viên đối tác;
4. Ngày, thời gian giao dịch được thực hiện;
5. Số hiệu của lệnh được thực hiện;
6. Các chi tiết cần thiết khác theo quy định của TTGDCK.

### **Kết thúc phiên giao dịch**

Phòng giao dịch tổng hợp kết quả giao dịch trong ngày và chuyển đến phòng thanh toán kèm phiếu lệnh đã được thực hiện.

Phòng thanh toán lập báo cáo thanh toán và bù trừ về chứng khoán và tiền vốn rồi chuyển cho phòng lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán của TTGDCK.

Phòng lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán so khớp số liệu và thực hiện thủ tục thanh toán, đồng thời gửi thông báo cho ngân hàng thanh toán của hai bên đối tác mua - bán để thanh toán vốn đã giao dịch.

Các công ty và ngân hàng thanh toán vốn ngân hàng hoạt động lưu ký thực hiện tác nghiệp về thanh toán vốn.

Trong trường hợp công ty chứng khoán chưa kịp thanh toán trong thời hạn quy định, TTGDCK sẽ dùng quỹ hỗ trợ thanh toán thực hiện thay cho công ty chứng khoán. Sau đó tính lãi, phạt và các hình thức chế tài khác đối với công ty chứng khoán - quy định tại các điều 61 - 62 của Quy chế lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán ban hành theo QĐ số 05/UBCKNN ngày 27/3/99 của UBCKNN.

Chúng ta có thể dễ nhận ra một điều rằng, theo diễn tiến về trình tự và phương thức khớp lệnh, cùng với một số quy định và thực tế ban đầu, thì vai trò của người môi giới khá mờ nhạt, nghề nghiệp của họ trong giai đoạn này có vẻ buồn tẻ. Cả các công ty chứng khoán cũng vậy, xem ra cũng chưa thực sự giúp được gì nhiều cho nhà đầu tư. Có thể nói, khách đầu tư chưa được chăm sóc một cách đúng nghĩa theo bài bản rất chu đáo của TTCK. Họ còn phải tự làm tự chịu nhiều thứ, trong khi tiền phí giao dịch họ phải trả lại khá cao.

### **Cách thức đo lường hiệu quả thực hiện**

Nhà đầu tư sử dụng một số chỉ báo indicator để đo lường giá trị chứng khoán trong danh mục của họ. Chẳng hạn họ so sánh các mức giá cao nhất và thấp nhất lên xuống suốt quá trình giao dịch trong 1 ngày, 1 tuần hay 1 năm để xác định xem liệu chứng khoán ta muốn khảo sát đã tăng hay giảm giá trị. Phần này ta sẽ bàn đến thêm hai chỉ báo rất thông dụng và hữu ích, giúp cho ta xác định các chứng khoán nào mua là tốt.

## Lợi suất yield

Lợi suất ở đây liên quan đến số tiền mà ta kiếm được trong một năm, dưới dạng tiền lãi interest và cổ tức dividends. Lợi suất càng cao thì mức thu về trên vốn đầu tư **ROI** của ta càng cao. Lợi suất được diễn đạt theo một bách phân. Ví dụ, một lợi suất 5% trên khoản đầu tư 100 USD có nghĩa là ta đã kiếm được 5 USD. Bằng cách biến đổi các khoản thu nhập theo số tuyệt đối sang dạng phần trăm, người đầu tư có thể dễ so sánh về giá trị hai chứng khoán là các cổ phiếu và trái phiếu khác nhau.

Lợi suất hiện thời current yield của cổ phiếu và trái phiếu là một chỉ báo tham khảo cần thiết được liệt kê trên các trang tài chính hoặc báo cáo tài chính. Tuy nhiên, chúng ta cũng có thể tự tính được các lợi suất quá khứ và hiện tại một cách dễ dàng. Đối với cổ phiếu, ta hãy tổng các khoản cổ tức được trả hằng năm cho mỗi cổ phần chia cho giá thời điểm một cổ phần. Các khoản cổ tức chia thì đã có trên báo cáo hằng năm của công ty. Nếu ta muốn có số đo lợi suất so với giá hiện thời để xem mức độ cổ tức theo thời giá ta lấy cổ tức chia cho giá thị trường hiện tại của cổ phần những người chuẩn bị mua bán cần thông số này. Nếu muốn tính lợi suất so với giá lúc mua past yield ta lấy cổ tức chia cho giá ta đã bỏ ra mua trong quá khứ, để biết đồng vốn đã bỏ ra đang cho "thu nhập" thế nào những người đang nắm giữ cổ phiếu đôi khi muốn biết số này.

Lấy ví dụ, giả sử ta kiếm được 2 USD một năm từ khoản cổ tức trên một cổ phần có giá trị là 50 USD, sau đây là công thức tính lợi suất:

$$2 \text{ Cổ tức hằng năm} / 50 \text{ Giá mỗi cổ phần} = 0,04 \text{ hay là } 4\%$$

Để tính lợi suất hiện hành của một trái phiếu, ta chia tiền lãi nhận được hằng năm cho giá thị trường của trái phiếu đó. Chẳng hạn, ta có trái phiếu mệnh giá 1000 USD, nhận lãi sáu tháng một lần - ta tập gọi cho quen là "6 tháng một lần" thay vì "một năm hai lần" là để tránh lẫn lộn giữa năm lịch và năm trái phiếu - mỗi lần là 60 USD. Nếu giá trái phiếu trên thị trường hiện nay là 1200 USD thì lợi suất hiện hành được tính là:

*120 Tiền lãi một năm / 1200 Giá trái phiếu hiện thời = 0,10 hay là 10%*

Nhìn vào đây ta đoán biết là lãi suất thị trường nay nằm ở khoảng 10%, cho nên giá trái phiếu cũ đã có lãi suất cao 12% nay được bán với giá cao hơn mệnh giá.

### **Tỷ lệ P/E Tỷ lệ giá/thu nhập**

P/E là cách viết tắt của "Price/Earnings" giá thị trường/ thu nhập. Đây là cách so sánh giữa giá thị trường của một cổ phần thường với lợi nhuận mặc nhiên thuộc về cổ phần đó tính trên cơ sở năm tài chính của niên hạn gần nhất. Phép chia này có nội dung khá đơn giản là vậy, nhưng nó nói lên được nhiều điều để ta dẫn đo. Một tỉ lệ P/E cao có thể cho ý nghĩa rằng chứng khoán công ty này đang được định giá cao hơn mức lợi nhuận mà công ty làm ra được. Ngược lại, tỉ lệ P/E thấp có nghĩa là cổ phiếu công ty đó đã bị định dưới giá. Các tỷ lệ P/E đối với các cổ phiếu của ngành công nghiệp bình quân là từ 12 đến 15.

Tuy nhiên ta cần thận trọng khi tham khảo số đo này - cũng như nhiều số đo khác - bởi nó còn tùy thuộc vào độ tin cậy của các yếu tố được sử dụng để tính toán. Sự đồng bộ, mức độ phát triển và hội nhập của thị trường và cơ chế công ty cũng cần được xem xét.



Cũng giống như lợi suất, tỉ lệ P/E thường được in trên các trang báo tài chính, nhưng ta cũng có thể tính được dễ dàng. Trước hết ta tìm thu nhập sau thuế của công ty trong báo cáo tài chính hằng năm dòng cuối cùng của báo cáo lợi tức. Kế tiếp ta cũng dựa vào báo cáo hằng năm để có được số cổ phần đang lưu hành. Lấy lợi tức sau thuế chia cho tổng số cổ phần ta có lợi tức cho mỗi cổ phần EPS = earning per share. Kế đến ta xem trên báo giá hiện tại của cổ phần đang khảo sát là bao nhiêu, rồi lấy giá cổ phần đó chia cho lợi tức trên mỗi cổ phần EPS.

Thế là ta có được tỉ lệ P/E. E ở đây tức là EPS.

Để nắm rõ vấn đề, ta thử tính tỉ lệ P/E của cổ phần công ty SACOM vào năm 2000 như dưới đây:

Năm 1999 lãi sau thuế của SACOM là 25.500.000.000 đồng, số cổ phần đang lưu hành của SACOM là 12.000.000 cổ phần. Giá cổ phần này vào thời điểm 6-2000 là 15.000 đồng. Ta có:

$$EPS \text{ lợi tức mỗi cổ phần} = 25.500.000.000 \text{ đ} / 12.000.000 = 2.083,3 \text{ đ}$$

$$PE \text{ Giá/lợi tức} = 15000 \text{ đ} / 2083,3 \text{ đ} = 7,2$$

Nhưng vào giữa tháng 12-2000 giá cổ phiếu SACOM là 30.000 đồng, tỉ lệ P/E của cổ phần này vào thời điểm đó được tính toán như sau:

$$P/E \text{ Giá/Lợi tức} = 30.000 \text{ đ} / 2.083,3 = 14,4$$

Nếu có thể so sánh nhiều P/E khác ta sẽ có nhiều điều rút ra lý thú và bổ ích cho các đánh giá về đầu tư mà ta đang quan tâm. Tất nhiên với điều kiện là hệ thống số sách phải thể hiện trung thực, thông tin cần kịp thời

và tin cậy. Đây là những nội dung hội nhập không thể thiếu được trong quá trình xây dựng một TTCK công bằng, trung thực và lành mạnh để làm phương tiện phát triển kinh tế thị trường.

### **Khái quát về quỹ đầu tư: Một định chế đầu tư trung gian ưu việt**

Khi tìm hiểu về thị trường chứng khoán TTCK, ta thường nghe nói đây là một loại thị trường chuyên sâu và cao cấp. Điều đó không sai, tuy nhiên người đầu tư đừng vội bán khoán. Một khi thị trường đã hội nhập, những thông tin phổ cập sẽ nhanh chóng cung cấp cho chúng ta kiến thức cơ bản và nhiều phương thức đầu tư để người quan tâm chọn lựa. Một thị trường hoạt động ổn định và tốt luôn duy trì một hệ thống "tiện ích" hiệu quả để làm hạ tầng và đặt cơ sở phát huy niềm tin. Trong đó có các định chế trung gian được "hoà mạng" trong một hệ thống luật lệ và quy chuẩn rõ ràng.

Ta đã biết, người đầu tư dù bất cứ dạng nào khi đã tham gia làm ăn trading trong TTCK đều phải thông qua và được trợ giúp bởi các nhà môi giới broker hoặc kinh doanh dealer chứng khoán. Tuy nhiên, dù được thông tin và tư vấn đến đâu chăng nữa nhà đầu tư vẫn được xem như là người tự quyết định tối hậu, và do đó hiệu quả đầu tư của họ xét cho cùng lệ thuộc vào các điều kiện và phẩm chất cá nhân. TTCK lại tập hợp cơ man nào là các sản phẩm securities đa ngành, thế nên, cho dù người đầu tư có tập trung vào một lãnh vực nào thì cũng không làm sao nắm vững hết các chiều hướng chuyển biến một cách ngọn ngành. Đa số người đầu tư lại là những người không chuyên nghiệp. Một số nhà đầu tư khác, nhất là nhà đầu lớn phải thuê các cố vấn riêng. Những nhà đầu tư vì lý do nào đó không thể tự quản lý việc mua bán trong các danh mục của mình, họ có

thể mở các trương mục uỷ thác phân quyền advisory account, hoặc những trương mục uỷ thác toàn quyền discretionary account tại các nhà môi giới brokerage. Nhưng còn một định chế rất tiện lợi khác giúp các nhà đầu tư, nhất là các nhà đầu tư nhỏ, thực hiện đầu tư tốt nhất vào TTCK đó là các quỹ đầu tư.

Chuyên đề này cho chúng ta một hiểu biết cần thiết về cách đầu tư này.

Trước tiên có thể nói ngay được đây là cách "đầu tư vào các quỹ đầu tư". Người đầu tư không hưởng lợi trực tiếp từ các cổ phần trái phiếu được mua bán trên TTCK mà họ sẽ chia sẻ hiệu quả do một quá trình mua bán chứng khoán tập trung theo "ngọn cờ" của quỹ này. Hoạt động này không khác nào mua cổ phần công ty; chỉ khác là công ty này chuyên làm ăn trên TTCK.

Gọi là "quỹ đầu tư" là cách nhận dạng theo cơ cấu bản chất và mục đích. Về hình thức hoạt động, người ta có khuynh hướng gọi đó là các "công ty đầu tư". Một công ty đầu tư có thể được tổ chức theo cấu trúc cổ phần corporation hoặc một tổ hợp vốn uỷ nhiệm trust. Loại tổ hợp vốn này được chế định bằng luật theo đó tài sản được uỷ nhiệm quản lý cho các cá nhân hay định chế quản lý chuyên nghiệp trustee. Đảm nhận nhiệm vụ này ở Mỹ có các công ty quản lý uỷ thác trust corporation hoặc các sở quản lý uỷ thác trust department trong các ngân hàng thương mại, họ hưởng phí theo một bách phân hàng năm trên tổng tài sản, thường là 1%.

Các công ty đầu tư investment company là phương tiện để các nhà đầu tư đưa các khoản tiền của họ vào để có được yếu tố đầu tư đa dạng và điều kiện quản lý chuyên nghiệp. Nếu nó được tổ chức theo dạng công ty cổ

phần, việc quản lý sẽ do một hội đồng quản trị directors đảm nhận, khác với loại tổ hợp vốn uỷ nhiệm như đã phân tích ở trên.

Người đầu tư được lợi gì khi tham gia vào các công ty đầu tư? Trước hết và quan trọng hơn cả là khả năng đầu tư đa dạng. Một cá nhân thường thường bậc trung với số vốn hạn chế khó có thể đa dạng hoá tối ưu danh mục đầu tư của mình. Nhưng bằng phương thức kết hợp vốn cùng với nhiều người khác trong các công ty đầu tư, cá nhân đó có điều kiện chia phần lợi trong một tập hợp các chứng khoán được đa dạng một cách tối đa.

Lợi ích khác do các công ty đầu tư mang lại là trình độ quản lý chuyên nghiệp. Nhiều nhà đầu tư nhỏ hoặc ở mức trung bình thường khó đạt hiệu năng quản lý các hoạt động đầu tư của mình một cách khôn ngoan nhất, họ cũng không có khả năng hoặc thấy không còn có lợi nếu phải trả các khoản phí cần thiết để "mua" sự quản lý chuyên nghiệp riêng cho mình. Bằng cách chung vốn tập thể vào các quỹ đầu tư, những cá nhân này có thể yên tâm sẽ được các nhà điều hành chuyên nghiệp quản lý đầu tư của mình, với một chi phí thấp hơn nhiều trường hợp họ phải tự lo một mình.

Một lợi ích nổi bật nữa của các công ty đầu tư là các cổ phần góp vốn vào quỹ này có tính thanh khoản. Điều này có nghĩa là nếu nhà đầu tư muốn rút lui khỏi tổ chức đầu tư này họ có thể bán lại phần tài sản của họ với một giá phải chăng để chuyển thành tiền mặt trong một thời gian ngắn. Do các chứng khoán mà các công ty này mua bán thường thuộc những loại đầu tư có điều kiện bán nhanh nhất, cho nên những người mua cổ phần công ty đầu tư không phải lo bị chôn vốn. Họ có thể thực hiện

thanh lý việc nắm giữ của họ vào bất cứ ngày nào có giao dịch, ở mức giá được công bố hiện hành và nhận tiền sau một khoảng thời gian qui định, thường là một tuần. Việc tính toán giá cổ phần của quỹ đầu tư rất đơn giản vì tổng tài sản của quỹ đầu tư hầu hết là các chứng khoán có độ lưu hoạt cao, giá của nó được cập nhật vào sau mỗi phiên giao dịch, dựa vào TTCK.

Giới thiệu khái lược như vậy để ta thấy khả năng hấp dẫn và thuyết phục mà công cụ này có thể đem lại, đặc biệt cho những người đầu tư bậc trung và nhỏ hoặc những người chọn đầu tư theo thế thủ. Tuy nhiên, tại các nước có cơ chế thị trường phát triển, đây là tổ chức trung gian đầu tư thu hút rất đa dạng các giới đầu tư.

Trong chừng mực nào đó, ta có thể hiểu những người đầu tư vào các công ty đầu tư khác với những người đầu tư vào TTCK, đồng thời cũng không giống hoạt động tiết kiệm hoặc mua trái phiếu. Xét về mặt thuận tiện, độ tin cậy và sự hấp dẫn của chúng, nhất là để thu hút những nguồn tiết kiệm nhỏ, ta thấy khó có một hình thức đầu tư thay thế nào tốt hơn. Ngoài ra các quỹ đầu tư còn là định chế có thể giúp gia tăng giao dịch trên TTCK.

Vì lý do đó mà các cơ sở pháp lý ban đầu của việc thiết lập thị trường chứng khoán tại Việt Nam đã sớm đưa loại tổ chức này vào các quy định cơ cấu. Tìm hiểu một cách có hệ thống về các quỹ đầu tư như vậy là điều bổ ích và cần thiết.

### **Các loại Quỹ đầu tư**

Quỹ đầu tư là một tổ chức đã được xã hội thừa nhận rộng rãi. Lịch sử hình thành các quỹ rất gần với ý nghĩa là để đáp ứng nhu cầu xã hội hoá đầu tư, diễn tiến theo một quá trình chọn lọc, được bổ sung hoàn thiện dần để ta có ngày nay các quy chuẩn vận hành khoa học. Loại hình này phát triển rất hiệu quả tại Hoa Kỳ và được hệ thống bằng một bộ luật ban hành từ năm 1940. Đây là căn cứ tham khảo cho hầu như tất cả các quỹ đồng dạng trên thế giới.

Trước khi chúng ta tìm hiểu sâu hơn vào các loại quỹ đầu tư, để dễ theo dõi, cần có vài hiểu biết làm cơ sở.

**Thứ nhất**, bất kỳ quỹ đầu tư nào cũng có một điểm chung, chúng đều là các trung gian danh mục đầu tư portfolio intermediaries. Việc của chúng là thu nạp tiền của quần chúng góp vào và thay mặt quần chúng đem tiền đó đi đầu tư. Theo suy nghĩ của quần chúng, những nhà quản lý danh mục của một quỹ đầu tư có khả năng sẽ sắm vai giỏi hơn một nhà đầu tư trung bình trong thị trường - Đó là một trong những lý do quan trọng giải thích sự đón nhận nhiệt tình của quần chúng trước những tổ chức được xem là "giỏi xoay xở" này.

**Thứ hai**, khuynh hướng gọi chung chúng là "quỹ" fund. Thực ra, bản chất của các quỹ này là huy động vốn để tạo thế mạnh tập trung và lâu dài vì động cơ doanh lợi, cho nên chúng được liệt vào dạng và được chế định như các doanh nghiệp. Đây là lý do để ngay từ đầu người ta gọi chúng là "công ty đầu tư" investment company. Xin được mở ngoặc để lưu ý chúng ta không nên lẫn lộn với thuật ngữ "investment banker" là dạng ngân hàng đầu tư chuyên bảo lãnh phát hành chứng khoán. Ngoài ra, còn có sự khác nhau cơ bản giữa các công ty đầu tư hay quỹ đầu tư là tính có cần thiết

duy trì một bộ máy quản lý management hay không. Những loại có duy trì bộ máy để quản lý công việc hằng ngày, chẳng hạn các quỹ mở và quỹ đóng - ta sẽ tìm hiểu sau - lại được gọi thêm một tên khác là "management company", hay đầy đủ hơn là "management investment company". Tiếng Việt có thể tạm dịch là "công ty đầu tư chuyên nghiệp".

Trong quá trình tiếp cận, do thói quen và để cho thuận tiện, người ta thường gọi chung một cách phổ biến là quỹ đầu tư hoặc công ty đầu tư cho tất cả các loại. Nhưng khi nghe đến quỹ hỗ tương thì đó lại chỉ là một dạng đặc thù của công ty đầu tư chuyên nghiệp.

### **Công ty phát hành chứng chỉ có giá mặt**

Loại công ty đầu tư này phát hành các chứng chỉ thuộc dạng nợ, chào bán theo một mức lãi mặc định. Một chứng chỉ có giá mặt face-amount certificate thể hiện bản chất như một hợp đồng giữa người đầu tư và người phát hành, trong đó người phát hành bảo đảm sẽ trả một khoản tiền cụ thể được ghi cho người đầu tư vào một ngày nhất định trong tương lai. Các chứng chỉ này thường được mua theo cách trả góp định kỳ, nhưng cũng có thể bằng cách trả trọn một lần. Người mua chứng chỉ phải trả một khoản phí bán và phí quản lý quỹ. Các chứng chỉ có thể được hoàn lại trước kỳ đáo hạn và được tính theo ngang giá bỏ cuộc surrender value – theo quy định giống như trong ngành bảo hiểm. Ngày nay do sự cạnh tranh của nhiều định chế đầu tư thay thế khác hấp dẫn và thuận lợi hơn nên loại chứng chỉ có giá mặt này không còn phát huy tác dụng trên các thị trường hiện đại.

### **Quỹ đầu tư uỷ thác theo đơn vị**

Quỹ đầu tư uỷ thác theo đơn vị UIT - Unit Investment Trust là dạng được thành lập theo một kế ước indenture, hay một công cụ tương đương về mặt pháp lý và được giám sát thừa uỷ nhiệm bởi một cá nhân hay tổ chức thường là tổ chức. Việc lập quỹ chứng khoán ban đầu sẽ được một cố vấn đầu tư thu xếp gộp vào trong một danh mục, rồi phân ra thành các đơn vị unit để bán cho người đầu tư, thông qua các nhà môi giới. Các đơn vị như vậy thường được bán theo giá trị tròn 1.000 USD ở Mỹ trong lần phát hành đầu tiên. Các nhà môi giới bảo lãnh phát hành tương đồng thời là người duy trì hoạt động mua đi bán lại các đơn vị đó. Giá cả của các đơn vị lại tùy thuộc vào biến động giá cả chứng khoán trong danh mục mà quỹ này nắm giữ. Quỹ đầu tư uỷ thác theo đơn vị chỉ phát hành các chứng khoán khả hoàn redeemable securities - chính là các unit, mỗi unit của quỹ này mang một khoản lợi không chia tương đương với các chứng khoán cơ sở mà nó đại diện. Đó là phần mà người đầu tư được hưởng. Người mua các đơn vị đầu tư này phải trả một khoản phí ban đầu cho người môi giới bán, thường là 4%. Chính khoản phí cao như vậy mà các nhà đầu tư ngắn hạn thấy không có lợi khi đầu tư vào loại quỹ này. Danh mục đầu tư của quỹ nói chung gần như được duy trì cố định theo chiều dài tồn tại của nó, chính vì vậy sự quản lý điều hành danh mục đầu tư hằng ngày trở nên không cần thiết. Do đó thay vì phải tự xoay sở quản lý manage, người ta chỉ cần thuê giám sát supervise là đủ và việc này do các trustee đảm nhận.

Các đặc điểm chủ yếu để các quỹ được xem là một tổ chức đầu tư uỷ thác theo đơn vị, tách biệt với dạng quỹ đầu tư khác, được xác định như sau:

- Các UIT không có hội đồng quản trị B.O.D



- Các UIT không thuê chuyên viên phụ trách về đầu tư và
- Các UIT có danh mục đầu tư tĩnh, không mua bán chứng khoán theo cách năng động.

Danh mục đầu tư của các quỹ đầu tư uỷ thác UIT thường sử dụng chứng khoán cơ sở là các trái phiếu công ty, trái phiếu địa phương và trái phiếu chính phủ.

### **Công ty đầu tư chuyên nghiệp**

Loại quỹ đầu tư điển hình và phổ biến nhất hiện nay là các công ty đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp management company. Có hai loại công ty đầu tư chuyên nghiệp. Loại thứ nhất để ngỏ cơ cấu vốn và cổ phần gọi là "công ty đầu tư mở" open-end. Loại quỹ mở này có đặc trưng với việc phát hành các cổ phần khả hoàn redeemable share - công ty mua lại. Loại thứ hai là công ty đầu tư đóng closed-end investment company. Các cổ phần loại quỹ đóng không thể bán lại cho công ty mà sẽ được mua bán trên thị trường như các loại chứng khoán công ty.

Lý do để người ta gọi là "management company" bởi vì công việc đầu tư loại này được quản lý chuyên nghiệp theo một danh mục gồm những chứng khoán phù hợp với mục tiêu đã quy định trong các văn tự thành lập. Mỗi ngày, thường là vào cuối các phiên giao dịch thị trường, công ty đầu tư chứng khoán phải xác định giá trị danh mục đầu tư của mình hoặc giá trị tài sản thuần của mỗi cổ phần NAV.

- Các công ty đầu tư đóng - quỹ đóng:

Các công ty đầu tư đóng closed- end investment company thường xây dựng cơ cấu vốn capitalization thông qua phát hành cổ phần một lần một. Tổ chức này có thể phát hành cổ phần thường common cổ phần ưu đãi preferred hoặc các trái phiếu bong, giống như một công ty cổ phần sản xuất kinh doanh truyền thống.

Cơ cấu vốn trong công ty đầu tư đóng được xem là ổn định. Ngoại trừ các đợt phát hành huy động vốn tập trung, các công ty này không phát hành cổ phần dây dưa và cũng không thu lại các cổ phần đã phát hành. Các cổ phần sau khi phát hành sẽ được mua đi bán lại trên các thị trường thứ cấp, có thể là tại sàn giao dịch các exchange hoặc trên thị trường không tập trung OTC – over-the-counter market. Do đó mà nó có thể được tính thêm tiền huê hồng hay một khoản kê giá lên markup do các dealer thực hiện.

Giá thị trường của các cổ phần loại quỹ đóng này sẽ được dựa trên các lực lượng cung cầu quyết định, theo cách như các chứng khoán thông thường khác, hơn là trực tiếp liên hệ với giá trị thuần. Bởi vậy, các cổ phần của công ty đầu tư đóng được mua bán ở mức cao hơn hoặc thấp hơn giá trị thuần. Tại các nước có TTCK các công ty loại này còn được gọi một cách phổ biến hơn là "các quỹ mua bán tự do" publicly traded funds.

- Các công ty đầu tư mở - quỹ mở:

Các công ty đầu tư mở open- end management company, được gọi phổ biến là quỹ hỗ tương mutual fund, được phát hành liên tục các cổ phần mới để tăng vốn, đồng thời sẵn sàng thu hồi lại các cổ phần đã phát hành tùy theo ý của cổ đông và ở mức giá trị thuần. Cổ phần của quỹ chỉ có

một loại là cổ phần thường, về căn bản, chúng được mua tại các công ty đầu tư, và muốn bán lại cũng chỉ được bán cho nơi đó.

Các quỹ đầu tư hỗ tương làm chủ một danh mục đầu tư các loại chứng khoán, đồng thời về nguyên tắc các cổ đông là chủ của các chứng khoán đó. Mỗi người đầu tư làm chủ một phần lợi chưa được chia, tích trong bó chứng khoán cơ sở đó. Không một cá nhân nào có một quyền lợi riêng trong bất cứ một tài sản cụ thể nào lập nên danh mục đó.

Cơ cấu vốn của quỹ hỗ tương được để mở, và được gia tăng lượng vốn đầu tư thu nhận từ các cổ đông mới không giới hạn, vì vậy mà người ta gọi đây là quỹ mở. Các cổ phần sở hữu công ty đầu tư mở do tính chất của chúng được gọi là chứng khoán khả hoàn redeemable. Cũng do tính chất như vậy, nếu có tình huống nhiều người muốn thanh lý đầu tư của họ để lấy tiền thì vốn của quỹ hỗ tương sẽ teo lại.

- **Đầu tư đa dạng hay không đa dạng:**

Một công ty đầu tư chứng khoán có thể thuộc loại đa dạng hoá đầu tư, hay không đa dạng, được đánh giá theo một chuẩn mực nhất định. Để được xem là một công ty đa dạng - điều trở nên rất quan trọng trong việc bán các cổ phần của một quỹ mở - danh mục đầu tư đó phải thể hiện theo một tiêu chí cụ thể. Chúng có thể là loại đa dạng giữa các ngành công nghiệp hoặc giữa các công ty khác nhau trong các ngành công nghiệp tương tự, sự đa dạng cũng có thể thể hiện giữa các vùng địa lý hoặc là sự pha trộn các loại công cụ chứng khoán nhất định nào đó. Sự đa dạng, như ta có thể đã biết, là một kỹ thuật quản lý rủi ro kết hợp, đặc biệt đây còn

là tiếp cận đầu tư làm cho các quỹ hỗ tương có sức hấp dẫn quần chúng đầu tư rộng rãi.

Tuy nhiên không phải tất cả các công ty đầu tư chứng khoán đều hội đủ các yếu tố để được chính thức thừa nhận là đa dạng. Theo bộ luật về công ty đầu tư ban hành năm 1940 của Hoa Kỳ, một công ty đầu tư được đánh giá là đa dạng khi nó đáp ứng được phép thử 75 – 5 - 10 sau đây:

- 75% tổng tài sản của quỹ phải được đầu tư vào các chứng khoán do các công ty khác phát hành nằm ngoài bản thân công ty đầu tư đó hoặc các công ty có quan hệ thành viên với nó. Phần tiền mặt khả dụng nằm trong tài khoản mua bán và các giá trị đầu tư tương đương tiền mặt các chứng khoán ngắn hạn của chính phủ và trong thị trường vốn ngắn hạn được tính là một phần trong cơ cấu 75% đầu tư cần thiết này.

- Không sử dụng hơn 5% tổng số tài sản để đầu tư mua chứng khoán của bất kỳ một công ty cổ phần nào.

- Không được sở hữu cổ phần của một công ty cổ phần nào đó vượt quá 10% giá trị của công ty đó.

Các điều kiện của phép thử trên đây diễn ra chủ yếu trong môi trường có giao dịch TTCK. Giả định một quỹ hỗ tương có tổng tài sản là 100 tỷ đồng phép thử sẽ được áp dụng như sau:

- Quỹ này phải đầu tư ít nhất là 75 tỷ vào các chứng khoán công ty cổ phần sở hữu đại chúng.

- Không được đầu tư quá 5 tỷ đồng 5% của 100 tỷ vào riêng một công ty cổ phần đại chúng nào.

- Và nếu công ty cổ phần đại chúng X nào đó có quy mô cổ phần thường đang lưu hành trong công chúng với giá trị là 30 tỷ đồng chẳng hạn, thì quỹ này chỉ có thể sở hữu tối đa 3 tỷ đồng cổ phần thường tức 10% giá trị 30 tỷ đồng tại công ty X đó thôi.

Như đã phân tích ở các phần trên đây, ta thấy quỹ đầu tư hỗ trợ công ty đầu tư mở là loại hình có ưu thế hơn cả. Nhờ đáp ứng được hầu hết các mong đợi của quần chúng đầu tư nói chung. Chính vì vậy mà quỹ hỗ trợ phát triển mạnh như nấm. Những thông tin tổng hợp của Mỹ gần đây cho biết, lượng quỹ hỗ trợ đã leo qua con số 8.000 và chưa chịu dừng. Nhưng không phải chỉ ở con số, đáng nói hơn là các quỹ này thường hoạt động trên cơ sở chuyên ngành và chuyên nghiệp cao, sự đa dạng về chuyên môn mà mỗi quỹ đó đại diện cộng với đặc tính phấn đấu để được công nhận đạt phép thử đa dạng 75- 5- 10 đã giúp tạo ra một ấn tượng thu hút và sự chú ý đặc biệt của những thực thể mới tiếp cận TTCK. Các đội hình tập thể này còn được xem là "hiền" và làm ăn trong một hành lang có luật lệ chăm sóc kỹ nên TTCK Việt Nam đang có định hướng nghiên cứu áp dụng. Thật ra, ngay ở Hoa Kỳ, người ta cũng ưu ái chúng hơn.

### **Quỹ hỗ trợ đầu tư**

Như một ngôi sao, quỹ hỗ trợ đã vượt lên khỏi những tổ chức quỹ khác để xây dựng riêng cho mình một hình ảnh có sắc thái thuyết phục. Sự phát triển nhanh của quỹ hỗ trợ đồng thời với việc hình thành nên các nhóm quỹ chuyên nghiệp. Những loại quỹ này khác nhau chủ yếu ở mục đích đầu tư. Ta sẽ tìm hiểu các quỹ hỗ trợ tại các thị trường đã ổn định có xu hướng tổ chức và hoạt động thế nào.

## Quỹ đa dạng cổ phần thường

Các quỹ loại này quản lý một danh mục đầu tư gồm hầu hết là cổ phần thường. Bản thân dòng quỹ này theo đuổi nhiều mục đích đầu tư khác nhau tùy theo chính sách của từng quỹ cụ thể. Có quỹ bảo thủ chỉ đầu tư vào các cổ phần chất lượng cao nhất blue-chip. Các cổ phần blue - chips thuộc về các công ty dẫn đầu trong một ngành công nghiệp, có thành tích xuất sắc phát triển lợi nhuận và trả cổ tức. Có quỹ theo đuổi cách đầu tư tiến công, nhằm đến cổ phần các công ty tăng trưởng growth stock là chủ yếu. Những cổ phần tăng trưởng thuộc về các công ty có lợi nhuận đạt trên mức trung bình, mạnh dạn nghiên cứu, sở hữu nhiều sáng chế giá trị, chú trọng xây dựng nhiều đơn vị bán hàng thuận thực và tiến công. Và đặc biệt công ty tăng trưởng có một chính sách giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư phát triển công ty hơn là chia cổ tức, cho nên cổ tức được chia không đáng kể hoặc không chia. Cũng có loại quỹ cổ phần thường đa dạng diversified common stock fund là loại có mục tiêu chọn cổ phần của các công ty tăng trưởng vừa phải và đảm bảo một thu nhập hiện hành phải chăng.

## Các quỹ thu nhập

Các quỹ thu nhập income fund theo đuổi mục tiêu đúng như tên gọi của chúng là phải đạt được thu nhập hiện hành cao. Loại quỹ hỗ tương này đầu tư vào các công ty có mức chi trả cổ tức cao tương ứng với giá thị trường của cổ phiếu đó.

## Các quỹ quân bình

Quỹ quân bình balanced funds duy trì một danh mục đầu tư có các mức tương ứng về tài sản nắm giữ thể hiện bằng các trái phiếu, cổ phần ưu đãi, cũng như cổ phần thường. Mọi tương quan về một cơ cấu đầu tư như vậy sẽ thay đổi tùy theo thời gian, bảo đảm thích ứng với các điều kiện thị trường, nhưng luôn hiện hữu một cấu trúc cân bằng căn bản nào đó. Các quỹ quân bình có khuynh hướng biến động ít hơn các quỹ hỗ tương cổ phần thường, mức sụt giảm và tăng giá đều ít ở các giai đoạn thị trường biến động lớn.

### Các quỹ trái phiếu

Loại quỹ này đầu tư thuần túy vào các trái phiếu và có mục đích rõ ràng là sự ổn định về thu nhập. Các quỹ trái phiếu có thể được miễn thuế tax - exempt bond funds nếu đầu tư vào các loại trái phiếu thuộc dạng được miễn thuế thu nhập. Quỹ đầu tư hỗ tương trái phiếu đô thị hoặc trái phiếu chính phủ có độ ổn định và an toàn nhất.

### Các quỹ đầu tư thị trường vốn ngắn hạn

Quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn money market funds đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn dưới một năm. Chúng được xếp loại dựa theo thứ chứng khoán được giữ trong danh mục đầu tư đó. Tiêu biểu của quỹ đầu tư vốn ngắn hạn là đầu tư vào các thương phiếu commercial paper và các chứng chỉ ký thác certificate of deposit. Ở Mỹ các loại quỹ này rất phổ biến vì các sản phẩm trao đổi vốn ngắn hạn rất phong phú và nhiều quỹ chỉ cần đầu tư vào các loại chứng khoán của chính phủ và các giấy nợ miễn thuế khác để đạt được độ an toàn và ổn định cao.

### Các quỹ cổ phần ưu đãi và trái phiếu

Đây cũng là một quỹ hỗ tương đầu tư theo thể thủ nữa. Loại quỹ này đầu tư vào các chứng khoán bậc cao senior securities. Các chứng khoán bậc cao này có ưu tiên trả lãi và vốn gốc trước nhất. Đại diện cho loại senior là các loại trái phiếu và cổ phần ưu đãi. Mục đích của quỹ là đáp ứng mong đợi cho người đầu tư muốn có thu nhập hiện hành ổn định và cần một sự bảo đảm an toàn cho vốn gốc.

### Các quỹ chuyên sâu

Các quỹ Chuyên sâu specialized funds đầu tư phần lớn tài sản vào một ngành kỹ nghệ nào đó, ví dụ kỹ nghệ hoá học, viễn thông, máy văn phòng, ... hoặc bất cứ ngành nào khác được ghi trong cáo bạch huy động prospectus của quỹ. Một quỹ chuyên sâu cũng có thể có mục tiêu đầu tư vào một vùng địa lý nào đó hoặc có thể đầu tư tài chính ở nước ngoài. Ở Việt Nam, một số quỹ có gốc nước ngoài đã có mặt khoảng vài ba năm nay. Ví dụ: Dragon Capital, Vietnam Fund, ...

Những tên gọi để phân loại quỹ trên đây là có tính tương đối và các loại quỹ có thể còn rất phong phú. Chẳng hạn có "quỹ hỗ tương mục đích song đôi" dual purpose fund phát hành hai loại cổ phần theo "gu" của mỗi khách hàng. Ai muốn thu nhập đều đều thì mua "cổ phần thu nhập" và tất cả cổ tức mà quỹ nhận được sẽ được chia cho loại cổ phần này. Những người đầu tư khác muốn kiếm thu nhập giá lên capital gain thì mua các "cổ phần doanh lợi" gains share - của quỹ và nhận tất cả tiền lời chênh lệch trích trong danh mục đầu tư của quỹ đó.

### Nhóm quỹ trực hệ



Gọi là nhóm quỹ trực hệ family of funds vì đây là một tập hợp các quỹ hỗ tương được điều hành trong cùng một công ty đầu tư chuyên nghiệp. Nhà đầu tư thỉnh thoảng có thể điều chuyển vốn đầu tư của mình giữa hai quỹ hỗ tương trong cùng một nhóm quỹ trực hệ và chỉ chịu mức phí tương trưng. Như vậy, một nhà đầu tư có cổ phần trong một quỹ tăng trưởng có thể rút khoản vốn đó khỏi quỹ tăng trưởng và cùng lúc chuyển qua một quỹ vốn ngắn hạn hay một quỹ trái phiếu trong cùng một tập đoàn quỹ hỗ tương đầu tư mà không phải chịu thêm một khoản phí bán nào khác. Việc đầu tư vào một tập đoàn công ty đầu tư cho phép thực hiện sự uyển chuyển như vậy thì thật là tiện lợi cho người đầu tư.

Trong hoạt động đầu tư tài chánh vào các quỹ đầu tư, một sự thay đổi quan điểm của người đầu tư có thể đưa đến việc họ quyết định chuyển đổi quỹ fund switching. Chẳng hạn việc chuyển đổi quỹ xảy ra khi người đầu tư thay đổi khuynh hướng đầu tư từ tiến công đánh lên bullish sang tâm lý bi quan hướng xuống bearish. Lúc đó, chẳng hạn, người đầu tư sẽ bán cổ phần của họ trong một quỹ tăng trưởng, đồng thời chuyển vốn đó sang một quỹ đầu tư vốn ngắn hạn. Nhưng do phí phát sinh trong quá trình như vậy có thể cao, nên việc chuyển đổi quỹ trong nội bộ một "nhóm quỹ trực hệ" sẽ là điều kiện tốt nhất.

Người đầu tư vào quỹ đầu tư luôn luôn phải chịu một khoản chi phí cho hoạt động của quỹ. Mức độ của tỉ lệ trích thu cho chi phí này liên quan đến các khoản chi cần thiết trong quá trình đầu tư và duy trì tổ chức như chi phí quản lý, phí giám hộ, tư vấn đầu tư, quản lý chuyển nhận... Mức này được tính trên tài sản thuần và nói chung, quỹ có đường lối càng tiến công bao nhiêu thì tỉ lệ chi phí đó càng cao bấy nhiêu.

## **Quỹ đầu tư được thành lập như thế nào?**

Các quỹ hỗ tương thực chất giống như các công ty cổ phần. Các tổ chức này huy động vốn của quần chúng đầu tư bằng cách bán cổ phần của mình dưới hình thức này hay hình thức khác. Để thực hiện điều này, họ còn có mối liên hệ cũng như sử dụng sự trợ lực của nhiều đơn vị trong hệ thống kinh tế thị trường, chủ yếu có sự hiện diện của thị trường chứng khoán. Vì lãnh vực kinh doanh nói chung thuộc loại nhạy cảm, liên đới trong một môi trường đặc biệt, việc định hình và duy trì hoạt động như vậy được một hành lang pháp luật chế định rõ ràng và nghiêm minh. Ở Mỹ, bất cứ một tổ chức hay công ty nào có nhân thân dưới đây đều phải đăng ký hoạt động với Ủy Ban Chứng khoán và Thị trường Chứng khoán SEC:

- Có hoạt động kinh doanh đầu tư, tái đầu tư, sở hữu, nắm giữ hay mua đi bán lại chứng khoán, hoặc
- Có 40% hoặc hơn tài sản của công ty được đầu tư vào các loại chứng khoán.
- Có nguồn vốn góp đại chúng từ 100 người trở lên.

Hoạt động của các tổ chức buộc phải đăng ký như vậy sẽ dựa vào quy chế dành cho các công ty đầu tư. Theo luật lệ của Hoa Kỳ hiện nay, các công ty đầu tư phải đáp ứng một số điều kiện cơ bản, theo các quy định và một ít hạn chế, như trình bày dưới đây.

## **Đăng ký hoạt động**

Muốn phát hành cổ phần huy động vốn ngoài công chúng một công ty đầu tư cần có các điều kiện:

- Cơ cấu vốn sáng lập tối thiểu là 100.000 USD, người ta gọi đây là vốn hạt giống seed money.
- Số người đầu tư tại thời điểm phát hành ra công chúng đã là 100 người.
- Các mục đích đầu tư được định ra rõ ràng làm căn cứ hoạt động xuyên suốt sau khi huy động.

Một khi công ty đã xác định mục đích đầu tư sẽ theo đuổi của mình thì không được đi lệch hoặc thay đổi mục đích đó nếu không có sự bỏ phiếu chấp thuận của đa số các cổ phần đang tồn tại ngoài thị trường.

Công ty đầu tư mở còn bị ràng buộc bởi hai điều kiện nữa:

- Chỉ có một loại chứng khoán được lưu hành loại khả hoàn -redeemable
- Tỷ lệ vay nợ trên tổng tài sản của quỹ phải nhỏ hơn 33%.

Các quỹ mở không được phát hành cổ phần ưu đãi hoặc trái phiếu nhưng được phép vay ngân hàng, miễn sao cơ cấu tổng tài sản trên nợ không được nhỏ hơn 3 lần.

### **Các yêu cầu về thủ tục đăng ký và phát hành**

Những thông tin cần thiết cho thủ tục đăng ký thường bao gồm:

- Loại hình công ty đầu tư mà quỹ này dự định hoạt động.
- Các kế hoạch dự trù để huy động vốn theo hình thức vay mượn.
- Dự hướng của công ty, nếu có, để tập trung đầu tư vào một ngành kinh tế riêng nào đó.
- Các kế hoạch dự trù đầu tư vào bất động sản hay một số thị trường hàng hoá khác.

- Những điều kiện theo đó các chính sách đầu tư có thể được thay đổi với sự thông qua một cuộc đầu phiếu của các cổ đông.
- Tên đầy đủ, địa chỉ,... của các thành viên nội bộ, và trình bày kinh nghiệm kinh doanh của mỗi thành viên quản lý và thành viên hội đồng quản trị suốt 5 năm năm gần nhất.

### **Các chứng khoán chào bán liên tục là gì?**

Đó là các cổ phần của công ty đầu tư mở. Các cổ phần này dù được phát hành liên tục cũng phải và chỉ được bán theo cáo bạch prospectus - tài liệu công khai về công ty và về loại chứng khoán đang được bán. Tất cả các sự bán ra như vậy sẽ luôn kèm theo một cáo bạch là để nhà đầu tư không thể bị lừa lộn. Thông thường, các công ty đầu tư chứng khoán dạng mở không tự mình đứng ra phân phối cổ phần mà nhờ một nhà bảo lãnh phát hành chuyên nghiệp lo chuyện này và được chia phần phí bán sales charge. Việc bán các cổ phần của quỹ mở được thực hiện và nhận một khoản phí bán không quá 8,5% trên giá chào bán gọi là POP, public offering price. Trong khi đó mua bán cổ phần của quỹ đóng được thực hiện trên TTCK nên khách hàng phải trả hoa hồng môi giới hoặc mua bán qua các nhà buôn chứng khoán đã làm giá lại markup - markdown.

### **Các loại chứng khoán phát hành bởi công ty đầu tư**

- **Cổ phiếu thường**, đây là loại chứng khoán vốn sở hữu quỹ, được phát hành cho những nhà đầu tư muốn trực tiếp tham gia và chia sẻ kết quả trong danh mục đầu tư của quỹ.

- **Trái phiếu**, chỉ có các quỹ đóng mới được phép phát hành chứng khoán nợ. Tuy vậy cơ cấu tài sản trên nợ cũng phải duy trì khả năng trang trải là trên 300%.

- **Cổ phiếu ưu đãi**, các quỹ đóng cũng được phát hành cổ phiếu ưu đãi nhưng phải được sự thông qua của các cổ đông thường. Cổ phiếu ưu đãi cũng bị chi phối bởi một giới hạn trong cơ cấu vốn của quỹ để duy trì lợi ích cho cổ phần thường. Bách phân tổng tài sản trên cổ phần ưu đãi phải lớn hơn 200%.

### **Những giới hạn hoạt động của quỹ đầu tư**

Theo luật 1940 của Mỹ quy định thì một quỹ đầu tư không được:

- Mua chứng khoán theo phương thức của "tài khoản bảo chứng" margin account.
- Tham gia vào phương thức bán non short sale.
- Dự phần vào các loại tài khoản đầu tư hay mua bán liên kết.

### **Quyền của cổ đông trong quỹ đầu tư**

Các cổ đông nắm cổ phần thường đang tồn tại bên ngoài được tham gia biểu quyết theo số đông các vấn đề sau đây:

- Những thay đổi về cơ cấu vay nợ đối với quỹ mở.
- Phát hành hoặc bảo lãnh các loại chứng khoán khác không phải là loại cổ phần của quỹ.
- Mua hay bảo lãnh bất động sản hoặc cho vay nợ.
- Thay đổi hình thức hoạt động của quỹ.
- Thay đổi các chính sách về việc áp dụng phí bán.
- Chấm dứt hoạt động như một quỹ đầu tư.
- Thay đổi chính sách đầu tư đã công bố và theo đuổi.

Ngoài các quyền trên đây mà các quỹ phải trưng ra đầu phiếu, các cổ đông của bất cứ một quỹ đầu tư nào còn được hưởng tất cả các quyền lợi bình thường khác dành cho các cổ đông của bất kỳ loại cổ phiếu công ty nào. Tuy nhiên trong nhiều trường hợp, đa số nhà đầu tư lại thường thờ ơ hoặc xử sự thụ động so với những gì mà pháp luật đã dành cho họ. Nói là nói vậy thôi. Trong thực tế, quỹ đầu tư hiện nay rất được quần chúng đầu tư ưa chuộng, nhất là ở chỗ nó tri hành theo luật lệ của thị trường chứng khoán nên sòng phẳng hơn. Ta có thể nghiên cứu thêm về cơ chế điều hành và các đặc thù khác để xem có đúng đây là một loại quỹ "hiền"?

### **Quỹ đầu tư được điều hành và hoạt động thế nào?**

Các công ty đầu tư, đặc biệt là công ty đầu tư mở, nhìn chung có bản chất giống như công ty cổ phần sở hữu công cộng. Thế nhưng về điều hành, do đặc điểm chuyên sâu và các thuộc tính của một tổ chức kinh doanh tài chính, sự chi phối trong hoạt động phân nhiệm rất rõ ràng cho những chức năng khác nhau.

### **Nhiệm vụ của hội đồng quản trị**

Các cổ đông của công ty đầu tư sẽ bầu ra hội đồng quản trị. Hội đồng này cũng tổ chức bộ máy giám đốc tương tự như các công ty sản xuất kinh doanh. Các chức danh lãnh đạo của bộ máy đó quan tâm tập trung các mặt về mục tiêu đầu tư, chiến lược dài hạn, tài chính để đầu tư, hiệu quả sử dụng tài chính cash flow, kế toán và quản trị điều hành chung. Họ không trực tiếp quản lý danh mục đầu tư. Theo luật 1940 của Mỹ, 40% thành viên của hội đồng quản trị là những người độc lập với quỹ. Điều này có nghĩa là không quá 60% thành viên có thể là những người đang làm

việc cho quỹ, đó có thể là nhân viên, nhà bảo lãnh phát hành hoặc làm tư vấn đầu tư.

### Nhiệm vụ của nhà tư vấn đầu tư

Công ty đầu tư hợp đồng với các cổ vấn đầu tư bên ngoài, gọi là các nhà quản lý danh mục đầu tư portfolio manager để lo toan việc quản lý đầu tư có hiệu quả cao cho số tiền tài sản mà công ty đã huy động. Đây là chức danh rất quan trọng thực sự làm ra lợi nhuận cho quỹ. Họ đảm đương việc kinh doanh hằng ngày, thực hiện chiến lược đầu tư, chịu trách nhiệm trước hội đồng quản trị và cổ đông về kết quả khai thác quỹ. Bên lại họ được hưởng một khoản dịch vụ phí, thường là một bách phân hàng năm trên tài sản của quỹ, không quá 1%.

Các nhà tư vấn đầu tư làm việc thông qua một hợp đồng chi tiết ký với hội đồng quản trị của quỹ, thông qua đa số phiếu thuận của cổ đông và được tham khảo lại mỗi năm sau đó. Hợp đồng tư vấn đầu tư có thể ký với cá nhân nhà tư vấn hoặc một công ty quản lý chuyên nghiệp, có thời hạn không quá hai năm.

### Nhiệm vụ đại diện quản lý chuyển nhận

Đại diện quản lý chuyển nhận transfer agent hay còn gọi là đại diện dịch vụ khách hàng customer services agent được các quỹ đầu tư hợp đồng để lo việc ấn hành cổ phần mới và huỷ bỏ các cổ phần thu hồi. Đại diện quản lý chuyển nhận thường quán xuyến luôn công việc trả cổ tức và phân phối lợi nhuận đầu tư capital gain. Họ cũng có thể thực hiện một số chức năng khác như gửi báo cáo định kỳ và các mẫu thư uỷ nhiệm bầu cử cho người đầu tư.

## Nhiệm vụ ngân hàng giám hộ

Các công ty đầu tư, đặc biệt là các quỹ hỗ tương, phải nhờ một ngân hàng nhà nước, công ty quản lý uỷ thác, hay các định chế đủ chức năng khác, làm nhà giám hộ cho mình. Các tổ chức giám hộ là nơi giữ tiền và chứng khoán của quỹ. Nhà giám hộ không thực hiện bất cứ chức năng quản lý, chức năng giám sát, chức năng đầu tư nào của quỹ, đồng thời tổ chức này cũng không can dự vào hoạt động bán cổ phần của quỹ đó. Các tổ chức giám hộ không được phép đưa ra bất cứ sự bảo đảm nào đối với các cổ đông liên quan đến vấn đề an toàn trong đầu tư. Thường thường các tổ chức giám hộ này có thể kiêm luôn công việc của đại diện quản lý chuyển nhận. Các ngân hàng giám hộ còn có tác dụng mặc nhiên giúp duy trì công tác hoạt động của quỹ đầu tư trong sáng và tích cực hơn, thông qua yêu cầu giới hạn việc giao dịch tài khoản đối với một số chức danh nào đó của công ty đầu tư, và bản thân ngân hàng cũng phải tuân theo những quy định chung về mặt điều hành của pháp luật đối với quỹ đầu tư.

## Nhiệm vụ của nhà bảo lãnh phân phối

Nhà bảo lãnh phân phối là nhà bao tiêu gốc của quỹ. Nhà bảo lãnh sponsor tham gia vào một hợp đồng độc quyền với công ty đầu tư cho phép họ mua cổ phần của công ty đó theo giá trị tài sản thuần hiện hành. Sau đó họ có thể bán lại cho công chúng thông qua các nhà tự doanh chứng khoán dealer hoặc một lực lượng bán hàng do chính nhà bảo lãnh tổ chức, với giá chào bán sau cùng POP. Các nhà trung gian tham gia vào việc bán trực tiếp ra công chúng được hưởng một khoản chiết khấu trong phạm vi phí bán. Hợp đồng mà nhà bảo lãnh ký với công ty đầu tư thường có giá trị là



hai năm và mỗi năm được chuẩn thuận lại bởi hội đồng quản trị và đa số cổ đông. Các nhà bảo lãnh được hưởng một bách phân trong phạm vi phí bán sales charge và thường họ chịu trách nhiệm lo liệu về văn tự bán và các khoản xúc tiến khác.

### Mua bán cổ phần quỹ hỗ tương

Trong khi các cổ phần công ty đầu tư đóng closed - end được mua bán trên các TTCK bình thường như các cổ phần doanh nghiệp thì các cổ phần công ty đầu tư mở chỉ được bán lại cho chính công ty đã huy động vốn đó. Do đó việc tính toán và quy định các phương thức liên quan đến việc xác định và áp dụng các trị giá trở thành một yêu cầu cần thiết và phải rõ ràng.

- **Cổ phần quỹ hỗ tương được bán thế nào?**

Câu trả lời xác định là chỉ được bán ở mức "giá chào bán cho quần chúng đầu tư" POP - public offering price. Sự khẳng định này rất quan trọng bởi vì luật pháp không cho phép các định chế trung gian hoạt động có tính chất đầu cơ hoặc kinh doanh đối với cổ phần sở hữu quỹ hỗ tương.

Quần chúng đầu tư đây là "người tiêu thụ" sau cùng. Các thành viên hoạt động trong ngành chứng khoán có thể được mua cổ phần của quỹ có hưởng mức giảm giá, nhưng đó chỉ là khoản thù lao được quy định bằng các văn bản thoả thuận nghiêm minh và duy nhất cho mục đích đáp ứng lại lệnh của khách hàng muốn đầu tư vào quỹ hỗ tương. Tuy nhiên các thành viên đó cũng có thể mua cho mục đích đầu tư của mình và như vậy nếu họ muốn bán các cổ phần đã mua đó, thì phải và chỉ được bán lại cho quỹ đầu tư liên quan mà thôi.

- **Xác định giá cổ phần của quỹ hỗ tương:**

Tại các thị trường đã ổn định, luật pháp quy định các quỹ hỗ tương phải tính toán giá trị cổ phần tối thiểu mỗi ngày một lần, và thường là ngay sau giờ đóng cửa các phiên giao dịch của TTCK. Giá áp dụng cho việc mua hay bán lại được dựa trên giá sắp đến sẽ được tính toán và công bố.

Người ta gọi quá trình này là cách áp giá phía trước forward pricing.

Chẳng hạn, nếu có một lệnh mua đưa ra vào lúc 10 giờ sáng và phiên giao dịch chỉ kết thúc sau 4 giờ chiều, thì giá cả để mua sẽ không thể nào biết được cho đến khi giá trị thuần được tính toán sau 4 giờ chiều hôm đó.

Việc mua cổ phần được thực hiện ở giá cổ phần thuần NAV cộng với phí bán sales charge - đối với loại phí bán chịu trước và khi bán lại, cổ phần đó được thực hiện với giá cổ phần thuần trừ đi một lệ phí thu hồi redemption fee.

**Giá trị thuần mỗi cổ phần:** Giá cổ phần thuần NAV của quỹ hỗ tương là bình quân của tổng giá trị thuần của quỹ chia cho tổng số cổ phần đang lưu hành. Giá thực tế bán ra cho công chúng POP là giá NAV cộng thêm một khoản phí bán. Tổng giá trị thuần của quỹ được xác định bằng chênh lệch giữa tổng tài sản của quỹ gồm giá thị trường hiện hành của toàn bộ chứng khoán đang được nắm giữ cộng với tiền mặt trừ đi tổng các khoản nợ.

**Những tác động làm thay đổi giá cổ phần thuần:** Do giá trị thuần được tính và lệ thuộc vào các hàng hoá chứng khoán đang được quỹ mua bán hoặc nắm giữ, những thay đổi của nó có thể do nhiều khía cạnh, nhưng chủ yếu thể hiện khuynh hướng chung như sau:

- Giá cổ phần thuần sẽ tăng khi giá trị gốc chứng khoán cơ sở trong danh mục tăng, hoặc danh mục đầu tư đó nhận được thu nhập từ tiền lãi trên các chứng khoán nợ mà nó nắm giữ

- Một sự sụt giảm giá cổ phần thuần sẽ xảy ra khi giá gốc chứng khoán cơ sở trong danh mục giảm, hoặc cũng có thể do là sau một đợt trả cổ tức hoặc lợi nhuận đầu tư cho các cổ đông.

- **Phí bán:**

Phí bán của quỹ hỗ tương là phần được cộng thêm vào giá cổ phần NAV của quỹ này. Phí bán sales load hay sales charge được tính theo phần trăm trên giá chào bán ra công chúng POP. Phần trăm này được tính bằng cách lấy chênh lệch của giá POP và giá NAV chia cho giá POP.

Ví dụ: Một quỹ hỗ tương nêu giá cổ phần trên báo vào một ngày nào đó ở mức 139.444đ - 151.570đ giá NAV người đầu tư bán lùi và giá POP người đầu tư đi mua. Phí bán tuyệt đối sẽ là 12.126đ chênh lệch 151.570đ - 139.444đ tức khoảng 8% trên giá bán ra cho người đầu tư.

Theo quy định của Mỹ, phí bán không được vượt quá 8,5% và tùy thuộc vào lượng mua ít hay nhiều mua dưới 1.000 USD phải chịu phí 8,5%, nhưng mức này chỉ còn 1% nếu lượng mua trên 500.000USD.

Phí bán chủ yếu là để trả cho những người được quỹ hỗ tương thuê hoặc tham gia trong quá trình bảo lãnh phát hành. Trường hợp quỹ nào không phải thuê tổ chức phát hành tự phát hành lấy thì quỹ đó sẽ bán ra cho công chúng cổ phần của mình theo giá thuần NAV. Người ta gọi dạng này là quỹ không thu phí bán no - load fund.

Gọi là phí bán, nhưng trong thực tế khoản phí này có thể thu vào lúc người đầu tư đi mua cổ phần của quỹ hoặc cũng có thể thu vào lúc người đầu tư đi bán lại cổ phần cho quỹ. Nếu phí được cộng vào giá cổ phần thường NAV khi mua thì gọi là phí trả trước front end load. Nếu phí được thu vào lúc người đầu tư bán lại thì gọi là phí trả sau back- end load. Phí trả sau càng thấp nếu ta giữ cổ phần đó càng lâu. Chẳng hạn giữ được năm đầu chịu mức 8%, năm thứ hai chịu 7%, năm thứ ba 6%, vân vân. Phí trả sau như vậy được giảm dần đến zéro, ví dụ đủ 8 năm chẳng hạn. Các thang bậc và phương thức quy định liên quan phải được nêu rõ ràng trong các cáo bạch.

- Các phương thức mua cổ phần quỹ hỗ tương:

Ngày nay để thuận lợi cho nhiều người đầu tư nhỏ có điều kiện tham gia vào quỹ hỗ tương, điều này có nghĩa là tham gia đầu tư vào TTCK, các quỹ đã đưa ra nhiều cách đầu tư rất thuận tiện. Người đầu tư có thể mua trả dứt một lần hoặc theo một kế hoạch tích lũy.

Phương thức mua dứt theo gói được các nhà đầu tư có sẵn một món tiền nhàn rỗi hoặc dồi dào tài chính thực hiện. Cách này không có gì phải bàn nhiều. Riêng phương thức đầu tư theo kế hoạch tích lũy được thực hiện thông qua một hợp đồng, theo đó, người đầu tư sẽ đưa vào những khoản tiền bổ sung trên một căn bản được xem là liên tục, có thời đoạn là mỗi tháng hoặc mỗi quý. Cách đầu tư này có thể được tiến hành theo một kế hoạch tự nguyện nào đó, phù hợp với nhà đầu tư nhỏ hoặc tích góp.

Thông thường các kế hoạch tự nguyện yêu cầu người đầu tư phải bỏ ra một khoản tối thiểu nào đó ban đầu. Nhà đầu tư sẽ tự phát biểu dự định

của mình về khoản sẽ đóng vào tiếp theo trong các khoảng thời gian cố định. Nếu người đầu tư không muốn hoặc không thể bỏ vào các khoản đầu tư bổ sung nữa thì cũng chẳng sao. Không có chuyện bị phạt vì công ty đầu tư cũng chẳng có gì bị thiệt tuy nhiên đây chỉ là vì để tạo thuận lợi trong môi trường đầu tư đã có hướng chuyên nghiệp, chứ bình thường ở thị trường mới nổi vẫn có thể khó thực hiện. Phí bán được tính trên suốt chặng kế hoạch.

Ngoài ra, các quỹ hỗ tương đầu tư còn đem lại cho nhà đầu tư nhiều sự thuận lợi khác, chủ yếu là chịu theo những mong muốn phổ biến của quần chúng đầu tư xoay quanh yêu cầu nhập vào hay thoát ra hoặc để thực hiện một kế hoạch tài chính tương đối phù hợp hơn cho bản thân họ.

### **Clone Fund - Quỹ hỗ tương phiên bản; Closed fund - Quỹ hỗ tương khép**

Chúng ta đã có dịp tìm hiểu về các loại quỹ hỗ tương. Đây là loại quỹ mở được tổ chức để đầu tư chuyên sâu vào chứng khoán theo ngành, theo công cụ hoặc một số đặc tính khác. Nhiều quỹ hỗ tương sau một thời gian phát triển có cơ cấu vốn tăng lên rất lớn.

Những anh chàng khổng lồ như vậy có thể đánh mất lợi thế đầu tư của mình trong nhiều trường hợp. Đây chính là lý do để các quỹ hỗ tương phiên bản ra đời.

Quỹ đầu tư phiên bản clone fund là một quỹ hỗ tương xuất phát từ một quỹ hỗ tương khác. Quỹ hỗ tương khác đó chính là quỹ mẹ, đã tăng trưởng với quy mô vốn hình ra, làm cho tầm quản lý và đầu tư bị hạn chế. Chẳng hạn, một quỹ lớn quá thông thường không thể thiết lập các

quan hệ đầu tư tại các công ty nhỏ hay mới phát hành đại chúng lần đầu. Do vậy sẽ cần đến một quỹ mới nhỏ hơn "xuất kích" để đảm đương cùng mục tiêu như quỹ mẹ của nó, vốn có thâm niên và quy mô lớn đang cùng tồn tại. Mặc dù quỹ mẹ và quỹ đầu tư phiên bản quỹ con cùng theo đuổi các mục tiêu tương tự nhau, các quỹ này mua bán các chứng khoán hàng hoá khác nhau, và thông thường hoạt động theo các bộ máy quản lý quỹ khác nhau. Điều này sẽ trở nên cần thiết một khi đã có sự quá tải về khả năng bao quát của quỹ hổ tương mẹ, và cũng để tận dụng các lợi thế của bản thân quỹ phiên bản con đang được tổ chức gọn nhẹ hơn.

Nhiều nhà chuyên môn tài chính tin rằng các quỹ hổ tương khi đã phát triển lớn đến một mức độ nào đó sẽ lại gây tiêu cực cho hiệu năng đầu tư của họ. Các nhà quản lý các quỹ hổ tương có lượng vốn khổng lồ bị hạn chế ở lượng chứng khoán có thể được mua thêm vào danh mục của mình, lý do là vì đặc trưng của các giao dịch mà quỹ này thực hiện có quy mô đặc biệt lớn. Một quỹ lớn thường không thể thiết lập một vị thế giao dịch mua chứng khoán của một doanh nghiệp nhỏ, đơn giản chỉ vì số lượng cổ phần mua bán quá khiêm tốn. Giá như quỹ đó có thể giành được một "phần bánh" trong doanh nghiệp nhỏ, lượng đầu tư như vậy sẽ thể hiện một góc quá bé so với tài sản của nó, và điều này chẳng có ý nghĩa tích cực gì lắm đối với hoạt động đầu tư của quỹ.

Tương tự, một quỹ lớn có thể gặp khó khăn về thanh khoản trong việc bung ra một giao dịch lớn đối với một loại chứng khoán chẳng may có lượng mua bán yếu ớt. Vào năm 1995, giám đốc quỹ Fidelity's Magellan, quỹ đầu tư chứng khoán vốn lớn nhất và thành công nhất của Mỹ, đã cần đến ít nhất là hai tháng để bán cho hết phần sở hữu 11,8 triệu cổ phiếu của công ty Micron Technology!

Trong lúc đó, một quỹ hỗ tương tương đối nhỏ có thể tham gia vào các vị thế đầu tư cổ phần của cả các doanh nghiệp nhỏ lẫn lớn, lại không phải lo lắng gì chuyện giao dịch của mình sẽ tác động lên giá cả chứng khoán. Các quỹ đầu tư cũng có thể trở nên khác xoay xở hơn khi chúng phát triển thái quá. Tài sản vốn nhiều hơn nghĩa là giao dịch mua bán nhiều hơn, và một số lượng chứng khoán lớn hơn phải được tăng cường theo dõi... Một khi diễn tiến đã có dấu hiệu bất kham, các nhà bảo trợ phát hành chứng chỉ đầu tư cho các quỹ hỗ tương được yêu cầu tìm cách giữ ổn định về quy mô, ngăn không cho một quỹ phát triển thêm nữa bằng thủ tục cho khép quỹ lại theo đó việc bán chứng chỉ cho các nhà đầu tư mới sẽ bị ngưng lại.

Việc khép quỹ lại như vậy thường được tiếp nối bởi việc giới thiệu một quỹ mới là phiên bản của quỹ vừa mới khép. Quỹ này thường có một chủ trương và triết lý đầu tư giống như quỹ mẹ của nó. Ở Mỹ, các quỹ con này sau khi ra đời thường mang tên giống hệt tên quỹ đã khép. Tuy nhiên, vì cần có sự phân biệt, tên đó được mang thêm con số "II" La Mã kế bên. Chẳng hạn vào năm 1985, quỹ Windsor được khép lại và các nhà đầu tư mới được giới thiệu để tham gia vào một quỹ kế tục của quỹ này đang đồng thời được mở ra và có tên là Windsor II, đây là phiên bản của quỹ Windsor. Windsor dù đã được khép lại nhưng vẫn tồn tại song hành.

Tương tự là trường hợp của quỹ Putnam Fund for Growth & Income, quỹ này được khép vào năm 1994, lập tức đưa con "sinh sản vô tính" của nó ra đời để tiếp nối sự nghiệp lấy tên là Putnam Fund for Growth & Income II.

Điều thú vị là báo chí Mỹ đã từng đặt vấn đề khá nghiêm túc chung quanh câu hỏi: các quỹ "nhái" này có tốt như quỹ gốc không?

Red Green, biên tập của báo chuyên ngành Mutual Fund News Service của bang California, đã có một phân tích sắc sảo dưới đây:

*Rocky II* ứng với *Rocky* - những cái tên được cấu tạo một cách đặc trưng trong thị trường tài chính. Các quỹ hồ tương phiên bản chính là những bản sao của các quỹ đang tồn tại. Các quỹ này được lập nên vì một số lý do. Các nhà quản lý quỹ hồ tương đầu tư có lẽ đã rút ra được kết luận có tính qui luật rằng quỹ đầu tư càng lớn ra bao nhiêu thì việc nắm giữ và quản lý nó càng khó bấy nhiêu. Tỷ lệ nghịch giữa hiệu quả với quy mô vượt khổ này đã được kiểm chứng nhiều trong thực tế, cho nên các clone fund mới trở thành giải pháp.

Cũng có thể việc lập ra một quỹ mới là kết quả của ý đồ của một tổ chức tài chính muốn đưa ra một cơ cấu tính giá mới cho các chứng chỉ đầu tư của mình, hoặc bắt nguồn từ việc điều chỉnh, có khi chỉ là chút đỉnh, về mục tiêu đầu tư... Sau hết, khi một tập đoàn nào đó mở đầu thành công một hình thái quỹ mới, những người khác sẽ bắt chước làm theo và đó là điều không tránh khỏi. Ví dụ: Là người đi tiên phong, Benham Target Maturities đã dọn đường cho các nhà đầu tư có dự trù kế hoạch về hưu sau này bằng cách lập nên một loạt các quỹ trái phiếu không trả lãi zero -coupon bonds funds. Chỉ một năm sau thôi, tập đoàn Scudder đã nối gót làm theo y hệt.

Thật ra, cũng không có lý lẽ nào được xem là nguyên tắc để giải thích việc tại sao một quỹ phiên bản đã sắm vai tồi hay tốt hơn quỹ gốc. Qua nhiều năm, Pioneer Fund thường thể hiện hiệu quả vượt trội hơn Pioneer II - nhưng rồi sau đó Pioneer II lại qua mặt ngoạn mục Pioneer Fund!. Tuy nhiên, người đầu tư nên luôn ghi nhớ rằng hai quỹ như thế là hai



*thực thể khác nhau. Chúng thường được điều hành bởi hai nhà quản lý danh mục khác nhau, một số trường hợp có thể chúng theo đuổi các quan điểm đầu tư khác nhau, và cả phí áp dụng cũng có thể khác. Từ đó, khi muốn tìm hiểu về một quỹ phiên bản mới nào đó ta cần dựa vào một ít nguyên tắc đơn giản. Trước hết hãy xem xét thử quỹ gốc đã làm ăn ra sao - rõ ràng đây là mảng bằng chứng rất quan trọng. Và thứ đến, cần nghiên cứu xem những sự khác biệt giữa chúng là gì.*

Trình bày trên đây cũng đã hé mở cho chúng ta thấy một quỹ mở đến khi cần thiết cũng phải được "đóng" lại một cách tự nguyện. Những quỹ mở đã phát triển quá độ có thể làm cho chiếc áo quản lý không còn phát huy và bản thân những anh khổng lồ đó sẽ nhận ra ngay mình càng trở nên nặng nề nếu cứ "mở" tiếp tục. Họ sẽ quyết định đóng lại. Nhưng chính xác là "đóng bớt" thôi chứ không đóng hẳn, trạng huống này thuật ngữ gọi là "closed fund", ta có thể diễn đạt là quỹ hỗ tương đầu tư được khép lại, hay gọi "quỹ khép" cho gọn. Quỹ khép là quỹ hỗ tương đã quá no, không còn phát hành chứng chỉ đầu tư cho những người mới đang muốn tham gia vào quỹ. Tuy nhiên nó cũng có thể tiếp tục bán cho những cổ đông hiện hữu.

Có mấy điểm ta cần lưu ý. Thứ nhất, khi quỹ đã được khép closed, không nhất thiết phải có một quỹ phiên bản clone ra đời. Thứ hai, quỹ khép closed fund vẫn là một quỹ hỗ tương vẫn là loại quỹ mở không nên nhầm lẫn với quỹ đóng closed – end fund - chính vì vậy mà bài này mới có ý giới thiệu thuật ngữ "khép" để dịch cùng từ "closed". Và thứ ba, ta cần lưu ý thêm một lần nữa, đó là, quỹ này mới chỉ khép thôi chứ không đóng cửa, nó vẫn đang hoạt động và có khi vẫn rất dữ dội. Các quỹ khép không có sự chuyển đổi bản chất pháp lý nào, mặc dù, tùy theo luật lệ nó cũng có

thể làm thủ tục chuyển qua quỹ đóng. Nhưng thực tế sẽ không đơn giản như vậy, vì ta nên nhớ rằng người đầu tư khi tham gia vào một quỹ đầu tư nào đó họ thường có khuynh hướng theo "gu".

Các loại công ty đầu tư, dù đang giương lên ngọn cờ của loại quỹ nào đi chăng nữa, đều mang hơi hướng đang cạnh tranh một cách tế nhị với khả năng thu hút vốn của các định chế tài chính khác.

### **Quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ theo quy chế của Việt Nam**

Sau khi có các cơ sở pháp lý về thị trường chứng khoán TTCK tại Việt Nam, cụ thể là sau Nghị định 48/1998/NĐ/CP, cùng với một số văn kiện quan trọng khác, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước Việt Nam SSC đã ban hành quy chế về tổ chức và hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ. Bài này chỉ khái quát lại một số điểm nổi bật để người đọc tham khảo.

Theo tinh thần của quy chế, chỉ có hai loại quỹ căn bản được đề cập, đó là quỹ đầu tư chứng khoán đóng quỹ đóng và quỹ đầu tư chứng khoán mở quỹ mở. Như thế, mặc nhiên có thể hiểu là các hình thái quỹ khác không hoặc chưa được thành lập. Theo định nghĩa của quy chế, một quỹ được gọi là đóng khi người đầu tư không thể bán lại chứng chỉ đầu tư cho quỹ đó trong suốt thời gian tồn tại của quỹ. Ngược lại, đối với quỹ mở, người đầu tư được quyền bán lại chứng chỉ đầu tư cho quỹ mà họ đã mua.

Tham gia trong quá trình hoạt động của quỹ chủ yếu có công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát. Công ty quản lý quỹ là thực thể đứng ra quản lý quỹ, phát hành chứng chỉ đầu tư, cử người điều hành, quản lý hoạt động và chịu trách nhiệm về hiệu quả và pháp lý của quỹ. Ngân hàng giám sát đảm nhận việc bảo quản, lưu ký các chứng khoán hàng hoá mà quỹ nắm giữ để kinh doanh, lưu giữ các hợp đồng kinh tế, các chứng từ có liên quan tới tài sản của quỹ, đồng thời giám sát hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ.

Theo nội dung của quy chế thì công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán là hai thực thể được cơ cấu và tổ chức khác nhau. Về nguyên tắc, công ty quản lý quỹ cùng lúc có thể khai sinh và quản lý nhiều quỹ độc lập nhau. Đồng thời có sự độc lập cả về tài sản, các nghĩa vụ tài chính giữa công ty quản lý quỹ và một quỹ đầu tư nào đó.

Người điều hành quỹ là người được công ty quản lý quỹ chỉ định để trực tiếp điều hành hoạt động của một quỹ. Trong khi công ty quản lý quỹ được tổ chức và hoạt động như một doanh nghiệp, có đầy đủ tư cách pháp nhân, có hội đồng quản trị và hệ thống hành chính nhân sự,... thì quỹ đầu tư là một tập hợp có điều lệ và tài sản độc lập nhưng không có bộ máy điều hành riêng gắn trực tiếp với nó. Quỹ đầu tư không có pháp nhân mà chỉ có "đại hội những người đầu tư" do công ty quản lý quỹ hoặc ngân hàng giám sát triệu tập có điều kiện và tùy thuộc vào tình huống được nêu trong quy chế. Các quỹ đầu tư khi được tổ chức theo quy chế của SSC thì thực chất có thể xem là các sản phẩm của công ty quản lý quỹ đầu tư. Tuy nhiên, theo định nghĩa của quy chế, chúng lại được xem là tài sản "uỷ thác" cho công ty quản lý quỹ để quản lý Điều 3.I. Đồng thời quyền lợi và nghĩa vụ đối với một quỹ của công ty quản lý quỹ nào

có thể được chuyển nhượng cho một công ty quản lý quỹ khác Điều 15 của quy chế, nếu được Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước chấp thuận.

Một số quy định về cơ cấu vốn và điều kiện đầu tư của công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư, được nêu đặc trưng trong quy chế, như sau tập trung chủ yếu ở điều 14 của quy chế:

- Một quỹ đầu tư chứng khoán, nói chung, cả quỹ đóng hoặc quỹ mở, phải đầu tư tối thiểu 60% tổng giá trị tài sản của quỹ vào chứng khoán đầu tư tài chính.
- Một quỹ không được nắm giữ quá 15% tổng giá trị chứng khoán đang lưu hành của một công ty cổ phần đại chúng đã phát hành chứng khoán.
- Một quỹ không được sử dụng quá 10% tổng giá trị tài sản của mình để đầu tư tập trung vào chứng khoán đang lưu hành của riêng một công ty đại chúng nào đó đã phát hành chứng khoán.
- Một quỹ không được nắm giữ quá 10% tổng vốn cổ phần của một công ty không niêm yết, đồng thời không được sử dụng quá 5% tổng giá trị tài sản của quỹ để đầu tư vào riêng tại một công ty không niêm yết nào đó.
- Một quỹ không được nắm giữ quá 30% tổng giá trị tài sản của các công ty trong cùng một tập đoàn hay một nhóm công ty có quan hệ sở hữu lẫn nhau.
- Công ty quản lý quỹ không được phép dùng vốn và tài sản của các quỹ do mình quản lý để mua quá 49% tổng giá trị chứng khoán đang lưu hành của một tổ chức phát hành đã tham gia TTCK hoặc một công ty không niêm yết.

Theo như các điều kiện được liệt kê trên đây, phép trừ 75 – 5 - 10 trong bài trình bày về "Các Loại Quỹ Đầu Tư" theo luật 1940 của Hoa Kỳ, thì ở ta phép trừ này có thể hiểu tương ứng là 60 – 10 – 15:

- 60% tài sản hoặc hơn phải được đầu tư vào chứng khoán,
- Chỉ được sử dụng 10% hoặc ít hơn tài sản của quỹ để đầu tư tập trung vào cổ phần của một công ty đại chúng,
- Không được nắm giữ quá 15% tổng trị giá cổ phần đang lưu hành của một công ty đại chúng.

Một quy định khác cần lưu ý là quỹ mở, theo quy chế của SSC, có số lượng chứng chỉ phát hành hạn chế theo một mức tối đa đã được đăng ký và chấp thuận. Điều này có nghĩa gần như là tổng vốn huy động của quỹ mở bị giới hạn trước. Không giống như cơ chế huy động và quản lý vốn của một mutual fund quỹ hỗ tương mà ta đã khảo sát trước đây.

So lại với các phân tích chung về quỹ đầu tư mà ta đã có dịp tìm hiểu, một số quy định cốt lõi trong quy chế quỹ đầu tư của ta có những sự khác nhau rất cơ bản. Nhân tiện, để có một khái niệm so sánh, ta có thể nêu lại dưới đây một số thông tin có liên quan đã đề cập trong loạt bài về quỹ đầu tư, hầu giúp cho việc tham khảo và nhận dạng dễ dàng hơn. Cách tổ chức quỹ theo luật 1940 của Mỹ có những điểm khác ta như sau:

- Các quỹ đầu tư thường được tổ chức theo một thực thể kinh doanh tài chính có tổ chức độc lập, phục vụ quyền lợi và theo khuynh hướng của người đầu tư. Về nguyên tắc công ty và quỹ là một. Nhưng cũng có thể được tổ chức hoặc hợp nhất thành nhóm quỹ dưới một công ty lãnh đạo,

theo thể thức tập đoàn điều phối đặc biệt cho các quỹ hỗ trợ đầu tư chuyên sâu khác nhau theo trục hệ "gia đình", như trong các "family of funds". Người đầu tư mua cổ phần của quỹ là các cổ đông, họ có quyền lợi và nghĩa vụ giống như bất cứ cổ đông của một công ty đồng dạng nào khác.

- Các công ty đầu tư chuyên nghiệp đầu tư trong TTCK có thể được tổ chức và điều hành theo cơ chế quỹ đóng hoặc quỹ mở. Quỹ đóng có vốn cổ phần cố định, hay được xem là cố định. Quỹ mở, còn gọi là quỹ hỗ trợ mutual fund, vốn huy động có thể tăng lên liên tục, nếu số lượng cổ phần chứng chỉ quỹ đầu tư gia nhập cao hơn số cổ phần hoàn lại để rút lui, cũng có thể nó sẽ bị ngày càng teo lại nếu số cổ phần hoàn lại để rút lui nhiều hơn cổ phần gia nhập.

- Các công ty đầu tư đăng ký hoạt động với Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước có ý nghĩa giống như các công ty cổ phần muốn phát hành cổ phần ra đại chúng. Các công ty đầu tư không phải là thành viên của các TTCK. Việc điều hành sinh lợi cho quỹ được thực hiện bằng hợp đồng thuê có thời hạn với các nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp và thường là các chuyên gia lão luyện đã có thành tích xuất sắc trên các thị trường tài chính và chứng khoán. Việc mua bán chứng khoán hàng hoá được thực hiện thông qua cơ chế của TTCK, với đầy đủ các thủ tục như một khách hàng.

Nỗ lực dành cho sự ra đời của quy chế công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư là một cột mốc quan trọng và là quyết tâm lớn của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước Việt Nam, có ý nghĩa thúc đẩy hoạt động đầu tư tài chính tại nước nhà vào buổi đầu còn mới mẻ, nhất là quá trình cổ phần hoá, hợp

nhất các định chế về mặt luật cho các loại công ty và đặc biệt là sự hình thành của thị trường chứng khoán. Những cơ sở nền tảng của quy chế là rất cần thiết để triển khai. Việc thích ứng và hoàn chỉnh sẽ cần có thời gian.

## **Trái phiếu trong TTCK: Nền tảng trái phiếu và cách tính toán lợi suất - phần 1**

Trong thời gian khởi động thị trường chứng khoán TTCK tại Việt Nam ta được nghe nhiều đến khả năng mở đầu với một khối lượng giao dịch nghiêng về trái phiếu. Tuy nhiên, đó không phải là chuyện riêng ở Việt Nam mà là đặc điểm phổ biến của hầu như tất cả các TTCK trên thế giới.

Ở Mỹ chẳng hạn, tỷ trọng huy động vốn bằng phát hành mới cổ phiếu chỉ dao động khoảng từ 5 đến 7%, còn lại là trái phiếu. Do đó thị trường trái phiếu có thể rất lớn, lớn hơn cả chục lần thị trường cổ phiếu là chuyện bình thường. Sự vận hành của thị trường trái phiếu đã được các nước có hệ thống tài chính chuyên sâu chuẩn hoá, phát triển và điều hành như một công nghệ. Những nguyên tắc nền tảng và phương thức tính toán nhìn chung được xây dựng và tuân thủ theo khái quát khoa học có độ phổ biến cao.

### **Tổng quát**

Trái phiếu dù ẩn bất cứ dưới hình thức nào cũng chỉ là một công cụ giấy nợ. Người phát hành đi vay nợ thông qua cam kết trong trái phiếu có nghĩa vụ trả gốc và lãi cho người mua giữ trái phiếu đó.

Trong quan hệ về trái phiếu, người ta thường nhắc đến thuật ngữ "nghĩa vụ". Đó là sự ràng buộc về pháp lý đối với người phát hành phải thực thi lời hứa trả lãi định kỳ thường là hai lần mỗi năm theo thông lệ của TTCK cho người cầm trái phiếu. Thu nhập của người đầu tư mua trái phiếu cho vay thể hiện gần như chắc chắn ở phần lãi "cứng" này cho tới khi nào nhà phát hành chưa làm xong nghĩa vụ trả nợ. Thuật ngữ nghĩa vụ

obligation trong quan hệ luật và tài chính có khi được khái quát hoá là món nợ.

Nếu cổ phiếu chỉ hạn chế trong phạm vi các công ty cổ phần thì các trái phiếu có sự tham gia rộng hơn nhiều về phía các chủ thể phát hành. Bởi vì không chỉ có công ty cổ phần, mà còn các công ty quốc doanh, chính phủ trung ương và địa phương, ... đều có thể huy động tài chính bằng phương tiện trái phiếu.

Các điều kiện căn bản

- Thứ nhất là mệnh giá: Khác với cổ phần, mệnh giá trái phiếu là yếu tố được xác lập rất rõ ràng, vì đây là cơ sở đặt nền móng cho các quan hệ nghĩa vụ suốt chiều dài tồn tại của trái phiếu. Trong tiếng Anh, mệnh giá thường được diễn đạt bằng từ face value; nhưng họ cũng dùng rất phổ biến các từ face amount, principal amount, hay par value. Mệnh giá trái phiếu thường được định chuẩn ở các số càng chẵn càng tốt nhiều zero, tùy theo giá trị đồng bạc ở mỗi nước, đồng thời cũng là để giúp cho việc giao dịch thuận tiện. Thường thường mỗi thị trường sẽ có những mệnh giá được chuộng nhất và được khuyến khích sử dụng. Ví dụ ở Mỹ hiện nay khi nói đến trái phiếu trong TTCK thì dân chúng có thói quen liên tưởng ngay đến loại 1.000USD. Loại 5.000USD cũng phổ biến nhưng không bằng loại 1.000USD. Những loại nhỏ hơn 1.000USD gọi là "baby bond" trái phiếu nhỏ lẻ được các công ty cần huy động vét thường là để lập quỹ hoàn trái hoặc hoán nợ cho các loại trái phiếu trả lãi cao đã huy động trước đó nhưng không nhỏ hơn 1.000USD. Các baby bond phải chịu phí giao dịch đắt hơn.

Tại Việt Nam, trong thời gian khởi động để chuẩn bị cho việc ra đời TTCK, ta cũng đang quan tâm đến một mệnh giá đồng bộ để đáp ứng yêu cầu kỹ thuật trong giao dịch. Có thể nói, Ngân Hàng Đầu Tư Phát Triển VN BIDV là nhà phát hành tiên phong loại trái phiếu tiêu chuẩn này, vào tháng 11 và 12 năm 1999, với các mệnh giá chuẩn là 10.000.000 VNĐ và 1000 USD.

- Thứ hai là lãi suất: Đây là thành tố xác định quyền lợi về thu nhập định kỳ phần cứng cho người sở hữu trái phiếu chủ nợ. Thuật ngữ tiếng Anh gọi đây là coupon, coupon rate hoặc nominal yield, cả ba từ này khi diễn đạt trong khung cảnh lãi suất trái phiếu thì không có gì khác nhau cả. Ở Việt Nam ta đã quen gọi lãi suất theo tháng, nhưng sau này khi tiếp cận trái phiếu cần nhớ lãi suất đó được tính trên cơ sở một năm. Tiền lãi, theo thông lệ đã phổ biến, được trả cứ nửa năm một lần, nên khi tính toán ta cần chia đôi lãi năm ra hai phần bằng nhau. Chẳng hạn trái phiếu mệnh



giá 10.000.000đ, lợi suất danh nghĩa nominal yield = lãi suất = rate of interest là 10% thì mỗi sáu tháng trái phiếu đó nhận được 500.000đ, và từ đó tính ra tháng, ra ngày. Điều này xem chừng quá đơn giản, nhưng lại là những cơ sở chi li không kém phần phức tạp và không thể xem thường, nhất là đối với các nhân viên trực tiếp làm việc tại các tổ chức trong TTCK. Chẳng hạn khi họ phải xác định ngày cho việc tính lãi dồn lại accrued interest để phân định quyền lợi khi mua bán trái phiếu.

- Thứ ba là thời gian đáo hạn: Với tất cả các loại trái phiếu bình thường, việc hoàn trả lại tiền gốc sẽ được thực hiện vào ngày đáo hạn maturity. Ngày đáo hạn còn là cơ sở quan trọng để xác định các kỳ trả lãi. Do kỳ trả lãi được xác định mỗi năm hai lần, các báo cáo tài chính tiếng Anh và giới chuyên nghiệp thường sử dụng các mẫu tự viết tắt để chỉ các kỳ trả lãi cho từng loại trái phiếu. Ví dụ: trái phiếu J&J, trả lãi vào ngày 1 tháng Giêng và 1 tháng Bảy; trái phiếu F&A trả lãi vào ngày 1 tháng Hai và 1 tháng Tám; J&D trả lãi ngày 1 tháng Sáu và 1 tháng Chạp dương lịch,...

Tại các thị trường phát triển, việc quy định số ngày trong năm và phương pháp đếm ngày được chuẩn hoá tùy theo loại trái phiếu. Ở Mỹ trái phiếu công ty và trái phiếu đô thị được tính theo năm có 360 ngày và tháng có 30 ngày kể cả tháng Hai. Nhưng trái phiếu chính phủ thì lại tính một năm là 365 ngày và tháng tính theo ngày lịch thực tế.

Có 3 loại cơ cấu đáo hạn căn bản của một đợt phát hành trái phiếu.

1. Loại trái phiếu có thời hạn cố định term bonds đáo hạn tất cả cùng một lúc.

2. Loại trái phiếu đáo hạn theo nhóm serial bonds từng kỳ, loại này được phát hành một đợt nhưng có kỳ đáo hạn khác nhau theo lịch trình định trước. Ví dụ: một trái phiếu đô thị có lượng phát hành 100 tỷ đồng có lịch đáo hạn mỗi năm 5 tỷ suất trong chiều dài tồn tại của đợt đó là 20 năm.

3. Loại trái phiếu đáo hạn kết hợp balloon bonds đáo hạn từng phần nhưng đa phần là vào kỳ cuối cùng. Ví dụ một đợt phát hành trái phiếu "balloon" có thể mỗi năm thu hồi 3% giá trị phát hành ban đầu trong vòng 20 năm, rồi sau đó tất toán 40% còn lại vào năm đáo hạn. Từ balloon cho ta khái niệm phần phình ra nằm ở cuối trái bóng.

Để phù hợp với kế hoạch sử dụng tài chính và tính toán hiệu quả kinh tế, một nhà phát hành có thể bán trái phiếu trải ra qua vài ba năm, họ sẽ thu xếp đợt phát hành theo từng sê-ri tách biệt.

Các hình thức phát hành

Trái phiếu vô danh:

Loại trái phiếu không ghi tên người sở hữu cả trên tờ trái phiếu lẫn trên sổ sách của nhà phát hành gọi là trái phiếu vô danh. Ai cầm trái phiếu là chủ, nên tiếng Anh gọi đó là "bearer bond". Trái phiếu này có phiếu trả lãi đi liền theo. Đến kỳ trả lãi, người cầm trái phiếu tách phiếu lãi tương ứng ra rồi gửi cho nơi phụ trách trả lãi, thường được các ngân hàng hoặc bưu điện đảm nhận. Khi đáo hạn, người cầm giữ trái phiếu gửi trả tờ trái phiếu lại cho nơi được chỉ định để nhận tiền gốc.

Trái phiếu ký danh.

Trái phiếu ký danh registered bond có ghi tên và địa chỉ của người sở hữu người giữ = holder trên tờ trái phiếu và trong sổ sách của nhà phát hành. Loại này có thể thực hiện theo hai cách: chỉ ký danh phần gốc thôi hoặc ký danh đầy đủ.

- Một trái phiếu gọi là chỉ ký danh phần gốc registered as to principal only thì tên và địa chỉ của người sở hữu sẽ được ghi nhận, mục đích là để cho người phát hành biết mà gửi trực tiếp các thông tin, thông báo và trả tiền gốc cho người sở hữu khi đáo hạn. Các khoản tiền lãi được nhận bằng các coupon trả lãi giống như trường hợp trái phiếu vô danh.

- Một trái phiếu ký danh đầy đủ fully registered bond khi tên và địa chỉ của người sở hữu được ghi ra để dùng cho các mục đích liên hệ, trả tiền gốc khi đáo hạn và cả việc trả lãi định kỳ cũng sẽ được thực hiện đích danh. Dạng trái phiếu này có thể không cần coupon, bởi vì nhà phát hành cứ đến kỳ trả lãi là gửi chi phiếu cho người sở hữu đã được đăng tên.

Ngày nay tại các thị trường phát triển, một dạng ký danh đầy đủ đang được thực hiện rộng rãi và đã trở thành ưu thế, đó là hình thức bút toán ghi sổ book entry form. Với sự trợ giúp của ngành điện toán, quyền sở hữu được hệ thống vi xử lý quản theo dữ liệu, không cần có tờ trái phiếu in theo lối cổ điển. Ai muốn có tờ trái phiếu "sờ được" thì phải yêu cầu và trả chi phí. Vào những tháng cuối năm 1999, ngân hàng BIDV tại Việt Nam cũng đã công bố tiến hành khai thác phương thức này.

Giá cả

Theo thông lệ và yêu cầu chuẩn hoá trong kỹ thuật giao dịch nhất là ở thị trường thứ cấp, giá trái phiếu được biểu thị theo một bách phân của mệnh giá. Chẳng hạn, nếu mệnh giá trái phiếu là \$1.000 giá yết 100 có nghĩa là 100% của \$1.000. Giá này gọi là ngang mệnh giá par. Nếu giá trái phiếu để là 95 có nghĩa rằng nó bằng 95% mệnh giá, đối với trái phiếu mệnh giá \$1.000 thì giá đó là \$950. Khi giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá thì

người ta gọi nó đang nằm ở mức discount, ta có thể tạm dịch cho dễ phân biệt là mức âm giá.

Trường hợp giá nêu 110 thể hiện giá trị bằng 110% mệnh giá, tức giá trái phiếu đang ở mức \$1.100 so với mệnh giá \$1.000. Nếu giá thị trường cao hơn mệnh giá thì thuật ngữ thị trường gọi là mức premium, cũng vậy, ta tạm dịch là mức dương giá.

Mức dương	103%	\$1030	
	102%	\$1020	Trái phiếu giao dịch trên mệnh giá
	101%	\$1010	
Ngang mệnh giá	100%	\$1000	
	99%	\$990	
Mức âm	98%	\$980	Trái phiếu giao dịch dưới mệnh giá
	97%	\$970	

Ta nên gọi là mức âm giá, mức dương giá chủ yếu là để phân biệt tương đối so với mệnh giá gốc thôi. Nếu gọi là thấp/cao hoặc tăng/giảm... có thể dễ bị lẫn lộn với khái niệm lời/lỗ hay mắc/rẻ, những thứ vốn cần có một cơ sở xác định và cách xem xét khác. Vì bản thân việc mua trên hay dưới mệnh giá chưa thể nào xác định được giá đắt, giá rẻ hay chuyện lời lỗ. Chuyện lời lỗ khi đọc tới các phần sau ta sẽ rõ hơn. Còn nếu gọi discount là chiết khấu thì trong điều kiện này ai chiết khấu cho ai và chiết khấu bao nhiêu, ví dụ một thương vụ mua giá 95 bán lại giá 96 sẽ phải diễn đạt thế nào, và nhất là trường hợp giá ở mức premium phải gọi sao cho ổn?

Theo quy ước, mỗi nấc 1% của mệnh giá được gọi là một điểm. Nếu giá một trái phiếu thay đổi từ 95 lên 96 chẳng hạn, thì nó tăng một điểm point. Giá thực tăng từ \$950 lên \$960. Do đó một điểm của trái phiếu mệnh giá \$1.000 có giá trị tuyệt đối là 10 USD. Trong thông tin về TTCK, chúng ta cần nhớ thuật ngữ điểm sử dụng trong từng khung cảnh diễn đạt sẽ rất khác nhau.

Giá cả trái phiếu được mua dĩ nhiên là quan trọng rồi. Nhưng yếu tố có liên quan sát sườn đến việc giao dịch trái phiếu sẽ là lợi suất yield, tức tỷ lệ thu nhập mà người đầu tư nhận được. Chính đây mới là lĩnh vực nghiệp vụ rất cần hăm đi nấu lại cho nhuyễn khi tính đến chuyện lời/lỗ hay cao/thấp. Ta sẽ bàn đến ở các mục sau trong chuyên đề này.

## Kế hoạch đảm bảo nợ Debt service

Trong một đợt phát hành trái phiếu, tổ chức phát hành luôn luôn phải lập một kế hoạch trả nợ và quản lý đợt vay nợ dựa trên kế hoạch này. Đây là một biện pháp nhằm bảo vệ người mua trái phiếu cho vay, đồng thời là để giữ cho thị trường trái phiếu đảm bảo được sự vận hành lành mạnh.

Nội dung kế hoạch đảm bảo nợ gồm các khoản chi phí trả lãi, các khoản trả lùi vốn gốc và các yêu cầu về quỹ dành riêng sinking fund - kiểu đóng hụi chết để phục vụ cho đợt nợ được huy động. Có hai phương thức lập kế hoạch trả nợ:

### Phương thức đều đặn:

Cách thu xếp một kế hoạch chi trả nợ theo phương thức đều đặn level debt service sẽ tạo ra các khoản chi trả có số tiền bằng nhau theo lối cào bằng, nhưng phần thể hiện tiền gốc và phần thể hiện lãi sẽ thay đổi theo thời gian. Việc tính toán một chuỗi tiền bằng nhau trong suốt thời gian tồn tại của trái phiếu không phải là một phép tính tài chính đơn thuần mà sẽ dựa nhiều vào kế hoạch kinh doanh của công ty để so lại với dòng tiền cash flow trong một quá trình làm ăn.

### Phương thức giảm dần:

Đối với một kế hoạch đảm bảo trả nợ giảm dần decreasing debt service, tiền gốc đã huy động của người mua trái phiếu sẽ được trả thành từng đợt có quy mô bằng nhau. Khi những khoản tiền gốc bằng nhau được hoàn trả đều đặn ta có hệ quả là tiền lãi sẽ giảm dần, do đó mà tổng gộp lại sẽ có các khoản tiền của lần trả sau nhỏ hơn lần trả trước. Hiệu lực thu xếp theo cách như vậy cho ra một kế hoạch gồm những khoản tiền ngày một giảm đi.

### Lợi suất

Những thông tin về lợi suất yield, thông qua khảo sát về cách tính toán để xác định chúng, sẽ cung cấp cho ta một hiểu biết và nhận dạng mềm hơn khi tiếp cận cũng như đầu tư vào trái phiếu.

### Lợi- suất- danh- nghĩa:

Lợi suất danh nghĩa nominal yield là cách gọi khác của lãi suất trái phiếu rate of interest mà tổ chức phát hành cam kết về mức trả cho người cầm trái phiếu mỗi năm. Lãi suất này được giữ cố định, không thay đổi cho nên mới gọi là cứng từ khi phát hành đến khi trái phiếu được thu hồi. Như vậy một trái phiếu có lãi suất 10%, mệnh giá 10.000.000đ chẳng hạn thì

mỗi năm sẽ nhận 1.000.000đ tiền lãi. Nếu lãi được trả thành hai kỳ mỗi năm thì mỗi sáu tháng người sở hữu sẽ nhận 500.000đ.

Lợi- suất- hiện- hành:

Lợi suất hiện hành current yield đo lường mức độ thu nhập mà người đầu tư nhận được so với số tiền thực mà họ đã bỏ ra mua trái phiếu. Số tiền thực đó hầu như luôn luôn khác với mệnh giá. Khi tiếp cận với việc tính toán lợi suất hiện hành là ta đã bước một chân mạo hiểm hoặc đang dạo chơi vào thị trường trái phiếu rồi đấy, gọi nôm na đó là đầu tư trái phiếu. Lợi suất hiện hành được tính bằng cách lấy tiền lãi cứng nhận được hằng năm theo cách tính lợi suất danh nghĩa chia cho giá thị trường của trái phiếu tại thời điểm, gọi là khoản đầu tư.

*Lợi suất hiện thời = Tiền lãi cứng hàng năm/ Giá thị trường*

Ví dụ: Một trái phiếu có lãi suất lợi suất danh nghĩa 10%, mệnh giá 10.000.000đ, được mua với giá 8.000.000đ thì lợi suất hiện hành sẽ là 12,5%. Theo công thức trên ta có:  $1.000.000 / 8.000.000 = 12,5\%$

Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn Yield- To- Maturity/YTM:

Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn thể hiện mức độ thu nhập dựa trên một sự đo lường toàn diện từ lúc mua trái phiếu cho đến ngày đáo hạn. Đây là một lợi suất quan trọng, được các nhà tài chính và đầu tư trái phiếu quan tâm hàng đầu khi họ muốn khảo sát thu nhập của một trái phiếu, bởi vì nó bao hàm cả tiền lãi hằng năm nhận được lẫn sự gia tăng hay sụt giảm về giá trị so sánh với mệnh giá vào thời điểm đáo hạn.

Khi tính toán lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn, toàn bộ giá trị được mất trong suốt thời gian đo lường sẽ được đem ra xem xét. Nếu tính đúng tính đủ khoản này có khi phải cần đến một phép lãi kép, đơn giản vì đồng tiền nhận được hay bỏ ra ngay hôm nay luôn có giá trị khác trong tương lai. Như thế, lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn phản ánh một phép tính kết hợp các số tiền thu nhập thật sự so với khoản đầu tư thật sự.

Tại các thị trường chứng khoán đã được chuẩn hoá cao, khi đề cập đến lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn, nó có thể được gọi gọn lại là lợi suất yield. Để diễn đạt lợi suất, người ta còn dùng các khái niệm tương tự, như điểm hoặc điểm cơ bản basis - mỗi điểm cơ bản của trái phiếu bằng 1/100 của 1%, gọi là basis point = 1% point. Đây là cách quy ước được khái quát hoá để có thể nhận dạng và hiểu nhanh. Do đó mà nếu một trái phiếu có mức 10% lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn thì người ta sẽ gọi gọn là 10% lợi suất, hoặc 1.000 điểm cơ bản 1.000 basis.

Thuật ngữ điểm- cơ- bản basis được rút ra từ cách diễn đạt lợi suất. Các lợi suất được viết bằng phần trăm % gồm phần số nguyên phía trước và số lẻ thập phân phía sau. Ví dụ: 6,25% hoặc 6% 6,00%. Các cách biệt liên nhau giữa hai số lẻ thập phân phía sau là 1/100% hay 0,01%. Đại lượng 0,01% đó chính là một điểm- cơ- bản basis point. Như vậy 1% yield bằng 100 basis points. Do đó mà trái phiếu cho lợi suất 6,25% có 25 điểm- cơ- bản cao hơn loại trái phiếu cho lợi suất 6,00%.

## **Nền tảng trái phiếu và cách tính toán lợi suất - phần 2**

Cách tính toán lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn

Thực tế áp dụng phổ biến trên các thị trường giao dịch chứng khoán hiện nay, một cách mặc nhận, các lợi suất dùng để thông tin giá trái phiếu được dựa trên căn bản của lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YTM. Trường hợp giá được yết dựa trên một loại lợi suất khác thì thường sẽ được xác định rõ. Người ta quy ước rằng, khi mua trái phiếu, người đầu tư quan tâm đến thu nhập toàn bộ từ ngày mua theo giá thị trường đến ngày đáo hạn, do đó mà lợi suất YTM được dùng làm căn cứ. Cách tính toán lợi suất YTM thông thường nhất là sử dụng một máy tính chuyên dùng, hay bằng một phần mềm chuyên biệt. Máy sẽ cho kết quả nhanh chóng sau khi nhập vào các dữ liệu về: ngày giao nhận settlement date, # tiền và hàng được giao cho các nhà môi giới, lãi suất danh nghĩa coupon rate, ngày đáo hạn maturity và giá cả.

Tuy nhiên, trước khi hoặc trong khi chưa có sự trợ giúp của phương tiện điện toán, việc tính toán YTM có thể được dựa vào một bảng tra quy chuẩn. Dựa vào bảng tra này ta có thể tính được lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn khi biết được ngày đáo hạn, lãi suất danh nghĩa và giá trái phiếu. Hoặc ta cũng có thể tính được giá mua tương ứng khi biết ngày đáo hạn, lãi suất danh nghĩa và lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn. Bảng tra làm cơ sở tính toán này được gọi là "bond basis book" vì thực ra đó là một quyển sách. Bảng này được lập sẵn theo từng mức lãi suất trái phiếu mẫu coupon rate hay nominal yield. Từ mỗi mức lãi suất đó, giá trái phiếu được tính ra dựa vào các lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn yield - cho sẵn và cách nhau 10 điểm cơ bản và thời gian đáo hạn.

Nếu trái phiếu lấy chuẩn mệnh giá là 1.000 như của Mỹ thì bảng tra ở phần 8% có dạng như sau: xem bảng minh họa

Giả định một người đầu tư muốn mua một trái phiếu có lãi suất danh nghĩa 8% để kiếm lợi 7,70% trong 18 năm rưỡi, ta dùng bảng để xem giá mua trái phiếu đó là bao nhiêu?

Cột lợi suất, tức lợi suất- đến- khi- đáo- hạn, nằm dọc bên trái và thời gian đáo hạn ghi số năm và số tháng nằm ở hàng ngang trên cùng. 21 - 6 nghĩa là 21 năm và 6 tháng. Người đầu tư trong ví dụ ở đây muốn mua loại trái phiếu 8% đã phát hành để kiếm lợi 7,70% để duy trì lợi suất 7,70% là bởi trái phiếu này đang được giao dịch dương giá premium - cao hơn mệnh giá. Dọc cột đọc ở lợi suất 7,70 và hàng ngang thời gian 18- 6 ta tra được giá trái phiếu đó là 102,93. Ta nhớ lại cách yết giá của trái phiếu là theo % mệnh giá, do đó 102,93% của mệnh giá \$1.000 là \$1.029,30.

8%		Năm và tháng						
Yield	18- 6	19- 0	19- 6	20- 0	20- 6	21- 0	21- 6	22- 0
7.00	110.29	110.42	110.55	110.68	110.80	110.29	111.03	111.14
7.10	109.19	109.31	109.42	109.54	109.64	109.75	109.85	109.94
7.20	108.11	108.21	108.31	108.41	108.50	108.60	108.68	108.77
7.30	107.04	107.13	107.22	107.30	107.38	107.46	107.54	107.61
7.40	105.99	106.07	106.14	106.21	106.28	106.35	106.41	106.47
7.50	104.96	105.02	105.08	105.14	105.19	105.25	105.30	105.35
7.60	103.94	103.99	104.03	104.08	104.12	104.16	104.20	104.24
7.70	102.93	102.97	103.00	103.04	103.07	103.10	103.13	103.16
7.80	101.94	101.96	101.99	102.01	102.03	102.05	102.07	102.09
7.90	100.96	100.98	100.99	101.00	101.01	101.02	101.03	101.04
8.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
8.10	99.05	99.04	99.03	99.02	99.01	99.00	98.99	98.98
8.20	98.11	98.09	98.07	98.05	98.03	98.01	97.99	97.98
8.30	97.19	97.16	97.13	97.10	97.07	97.04	97.01	96.99
8.40	96.28	96.24	96.20	96.16	96.12	96.08	96.05	96.02
8.50	95.38	95.33	95.28	95.23	95.19	95.14	95.10	95.06
8.60	94.49	94.43	94.37	94.32	94.26	94.21	94.16	94.12
8.70	93.62	93.55	93.48	93.42	93.36	93.30	93.24	93.19

8.80	92.76	92.68	92.60	92.53	92.46	92.40	92.34	92.28
8.90	91.91	91.82	91.74	91.66	91.58	91.51	91.44	91.38

Trường hợp thời gian đáo hạn rơi vào giữa hai kỳ trên bảng tra thì ta sẽ tính toán dựa vào hai cực chuẩn. Ví dụ trường hợp trên mà có thời gian đáo hạn trong 18 năm 9 tháng chẳng hạn, thì ta tra thời hạn 18- 6 có giá là 102,93 và thời hạn 19- 0 có giá là 102,97, thì giá trái phiếu đó tương ứng là 102,95, theo cách tính sau:

$$102,93 + 102,97/2 = 102,95$$

Tương tự ta có thể tính cho từng tháng hoặc nửa tháng cách đo, ... tùy theo yêu cầu.

Giới thiệu một trình tự tính toán lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn

Tổng quát, lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn được tính theo công thức:

Thu nhập hằng năm annual ROI / Giá trung bình của trái phiếu average price

Khi muốn tính lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YTM, ta nên theo trình tự sau đây:

### 1. Tính thu nhập hằng năm ROI:

- Nếu mua ở mức âm giá discount - dưới mệnh giá thì chênh lệch âm giá đó được phân bổ prorated cho mỗi năm và thu nhập hằng năm được xác định bằng phép tính:

Thu nhập hằng năm ROI = Tiền lãi cứng nhận mỗi năm + Chênh lệch âm giá được phân bổ

Nếu mua ở mức dương giá premium - trên mệnh giá thì chênh lệch dương giá cũng được phân bổ tương tự, nhưng khi tính thu nhập hằng năm thì số tiền đó sẽ được trừ đi bớt khỏi tiền lãi nhận được hằng năm.

Thu nhập hằng năm ROI = Tiền lãi nhận mỗi năm - Chênh lệch dương giá được phân bổ

Ta nên lưu ý rằng trái phiếu dù được mua dưới hay trên mệnh giá, vào thời điểm thanh lý khi đáo hạn cũng chỉ được hoàn vốn theo mệnh giá.

### 2. Cách tính giá trung bình của trái phiếu:

$$\text{Giá trung bình} = \text{Giá mua} + \text{Mệnh giá} / 2$$

### 3. Tính lợi suất YTM.



Khi đã tính được thu nhập hằng năm ROI tùy theo trường hợp và giá trung bình, ta sẽ tính được lợi suất YTM.

Lợi suất YTM = Thu nhập hằng năm ROI / Giá trung bình

Ví dụ: trái phiếu có lãi suất danh nghĩa 8%, được mua với giá 110 tức \$1100, chênh lệch dương \$100 và đáo hạn trong vòng 10 năm thì lợi suất YTM sẽ được tính như sau:

\* chênh lệch dương giá phân bổ:  $\$100 : 10 = \$10$

\* Thu nhập hằng năm ROI trái phiếu mua trên mệnh giá, chênh lệch dương giá làm giảm lãi năm \$10:  $\$80 - \$10 = \$70$

\* Giá trung bình

$\$1100 + \$1000 / 2 = \$2100 / 2 = \$1050$

\* Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YTM:

$\$70 / \$1050 = 0,0666 = 6,66\%$ .

Ta cũng có thể tự cho một ví dụ khác khi mua trái phiếu ở mức âm giá rồi dựa vào trình tự để tính lợi suất YTM.

Hai trái phiếu giá âm discount bonds có thể sẽ có lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn khác nhau. Ví dụ, có hai trái phiếu 8%, một đáo hạn 5 năm, một đáo hạn 10 năm. Giá mua bằng nhau, giả định \$900. Thế nhưng, người cầm trái phiếu 10 năm đáo hạn thì phải chờ một thời gian dài gấp đôi mới hưởng trọn \$100 chênh lệch âm giá, họ kiếm được \$10 phân bổ mỗi năm, hay 1% thu nhập gia tăng. Trong khi đó, người cầm trái phiếu 5 năm đáo hạn, phần chênh lệch âm giá \$100 mà họ hưởng được chỉ phân bổ có 5 năm thôi, do đó họ kiếm được mặc nhiên \$20 mỗi năm, hay 2% tăng thu nhập. Như vậy trái phiếu đáo hạn 10 năm sẽ có lợi suất YTM nhỏ hơn trái phiếu đáo hạn 5 năm.

Giá cả so với lợi suất

Khi chưa có một tiếp cận sâu vào trái phiếu, và nhất là thị trường trái phiếu, ta rất dễ tự hỏi "trái phiếu có lãi suất cứng, mệnh giá không thay đổi thì có gì hấp dẫn để mua bán?" Đọc xong phần này ta sẽ có một khái niệm hoàn toàn khác.

Tuy lãi suất được ghi trên trái phiếu có giá trị áp dụng cố định suất đòi trái phiếu đó, nhưng khi lãi suất toàn cảnh ngoài thị trường thay đổi, thì các trái phiếu phát hành sau đó sẽ có lãi suất cao hơn hay thấp hơn các trái phiếu hiện hữu. Các trái phiếu hiện hữu loại cựa trào lúc đó trở nên "lỗi

thời" so với các trái phiếu mới, do đó mà tự bản thân chúng sẽ phải "thích ứng" để tồn tại, hay nói cách khác giá trị hay giá của trái phiếu "đã có tuổi" đang trôi nổi trên thị trường đó sẽ thay đổi. Ở đây ta thấy trước tiên có ba yếu tố tối thiểu hiện diện, gần như là yếu tố cần, làm cơ sở vận động trong thị trường trái phiếu, đó là lãi suất trái phiếu - lãi suất thị trường - và sự ra đời các trái phiếu mới.

Khi lãi suất chung ngoài thị trường interest rates tăng, trái phiếu hiện hữu trên thị trường trở nên kém hấp dẫn, lãi suất của chúng thấp hơn lãi suất của các trái phiếu mới phát hành, do đó mà giá trị hay giá của chúng sẽ giảm. Ngược lại, nếu lãi suất thị trường giảm thì giá trị hay giá của trái phiếu đang lưu hành sẽ tăng do nó được đánh giá cao hơn loại trái phiếu mới có lãi suất thấp hơn.

Kết luận sẽ cho ta một khái niệm cơ bản: giá trái phiếu và lợi suất có liên quan thay đổi nghịch nhau, ta có thể hiểu theo minh họa dưới đây:

Lợi suất

Tương quan thay đổi giữa lãi suất thị trường đưa đẩy đến hậu quả thay đổi giá của trái phiếu hiện hữu là một khái niệm rất quan trọng, kết luận lô gích của vấn đề là:

Lãi suất tăng, giá giảm

Lãi suất giảm, giá tăng

Đó là cách nói gọn cho dễ nhớ. Còn khi liên tưởng vấn đề ta phải hiểu lãi suất là lãi suất thị trường và giá là giá trái phiếu cũ hiện đang lưu hành. Chính xác hơn đó là diễn biến nghịch có tính nhân quả giữa khoản đầu tư và lợi suất.

Các thay đổi về giá cả trái phiếu và hệ quả lợi suất trái phiếu

Kết luận mà ta vừa có được từ khảo sát trong phần trên như đã nói rất quan trọng. Bởi lẽ, khi lãi suất thị trường thay đổi thì giá của trái phiếu trên thị trường sẽ thay đổi theo. Khi giá của trái phiếu thay đổi thì hệ quả là lợi suất yield của trái phiếu đó sẽ thay đổi. Giá giao dịch trái phiếu trên thị trường so với mệnh giá nằm ở ba mức: bằng giá par, âm giá discount và dương giá premium. Ta sẽ khảo sát ba mức giá giao dịch trên xem chúng sẽ cho các lợi suất ra sao. Giả định loại trái phiếu khảo sát có mệnh giá 10.000.000đ, lãi suất 10% năm và đáo hạn 10 năm.

*Trái phiếu bằng mệnh giá:*

Trái phiếu bằng mệnh giá par bond khi được người đầu tư mua với giá 10.000.000đ.

- Lợi suất- danh- nghĩa chính là lãi suất trái phiếu 10%.
- Lợi- suất- hiện- hành: Người đầu tư bỏ ra 10.000.000đ, mỗi năm nhận lãi 1.000.000đ, do đó lợi suất hiện hành cũng 10%.
- Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn: Trái phiếu được mua bằng mệnh giá và sẽ được thanh toán bằng mệnh giá khi đáo hạn, không có một khoản chênh lệch hay thu nhập nào khác cho nên lợi-suất- đến-khi-đáo-hạn cũng chỉ là 10%.

Tóm lại trái phiếu giao dịch bằng mệnh giá có đặc điểm lợi suất như sau:

Lợi- suất- danh- nghĩa = Lợi- suất- hiện- hành = Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn

*Trái phiếu âm giá discount bond:*

Một khi lãi suất thị trường tăng cao hơn 10%, những trái phiếu mới được phát hành sẽ có lãi suất cao hơn 10%. Người mua trái phiếu mới nhận lãi cao hơn người cầm trái phiếu cũ. Điều này làm cho trái phiếu cũ có lợi suất danh nghĩa 10% phải giảm giá xuống thấp hơn mệnh giá khi giao dịch, điều này có ý nghĩa để tạo ra một lợi suất tương ứng có tính cạnh tranh với trái phiếu mới đang cho lợi cao hơn. Nếu trái phiếu 10% cũ được mua với mức

9.000.000đ 90% mệnh giá chẳng hạn, thì trái phiếu đó có đặc điểm về lợi suất như sau:

- Lợi- suất- danh- nghĩa hưởng lãi định kỳ không thay đổi.
- Lợi- suất- hiện- hành sẽ cao hơn lợi suất danh nghĩa, do khoản đầu tư ít hơn chỉ 9.000.000đ mà vẫn hưởng lãi như cũ 10% của mệnh giá 10.000.000đ. Ta có:

$$1.000.000đ / 9.000.000đ = 11,11\%$$

- Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn trong trường hợp này sẽ còn cao hơn lợi suất- hiện- hành. Bởi vì người đầu tư bỏ ra 9.000.000đ, đáo hạn nhận được 10.000.000đ. Chênh lệch 1.000.000đ này làm gia tăng thu nhập đầu tư tính đến khi đáo hạn. Việc tính toán lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn có thể tra bằng bảng tra trái phiếu hoặc tính tương đối bằng cách dùng công thức trong phần trên, trường hợp này ta có 11,57%.

Các loại lợi suất trong một trái phiếu âm giá luôn luôn có đặc điểm tương quan như sau:

Lợi- suất- danh- nghĩa < Lợi- suất- hiện- hành < Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YTM

Lợi suất đến khi đáo hạn 11,75%

Lợi suất hiện hành 11,11%

Lợi suất danh nghĩa 10%

*Trái phiếu dương giá premium bond:*

Trái phiếu có giá dương trên mệnh giá là trường hợp ngược lại của trái phiếu âm giá, xuất hiện khi lãi suất thị trường giảm, trái phiếu phát hành mới sẽ có lãi suất giảm thấp hơn 10% so với loại trái phiếu đang được dùng làm ví dụ. Lúc này người đầu tư vì một động cơ nào đó sẵn sàng chịu trả cao hơn mệnh giá để mua lại loại trái phiếu 10%, thay vì họ cũng có thể mua loại trái phiếu mới phát hành bằng mệnh giá, nhưng với lãi suất thấp hơn 10%. Đó là cách lý giải dễ hiểu do đâu mà trái phiếu có một giá dương trên mệnh giá. Nếu giá trái phiếu ta đang dùng để minh họa được mua với giá 11.000.000đ dương 1.000.000đ trên mệnh giá thì:

- Lợi suất danh- nghĩa vẫn được duy trì 10% nguyên thủy như cam kết khi mới phát hành 1.000.000đ một năm.

- Lợi- suất- hiện- hành bị giảm đi do tiền bỏ ra đầu tư mua cao hơn 11.000.000đ nhưng thu nhập mỗi năm không tăng 10% của 10.000.000đ bằng 1.000.000đ.

$$1.000.000đ / 11.000.000đ = 9,09\%$$

Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn còn thấp hơn lợi- suất- hiện- hành. Bởi vì dù chi ra cao hơn mua giá 11.000.000đ khi đáo hạn người đầu tư cũng chỉ được hoàn vốn "với giá chính thức" 10.000.000đ. Chênh lệch đã trả cho phần dôi lên lúc mua với giá thị trường được phân bổ đều cho từng năm và kéo lợi suất "tính đúng tính đủ" YTM xuống thấp nhất so với hai loại lãi suất trên. Tính toán lợi- suất YTM này ta thấy nó vào khoảng:

$$1.000.000đ - 100.000đ / 10.500.000đ = 900.000đ / 10.500.000đ = 8,57\%$$

10.500.000đ là trung bình giá của 11.000.000đ và 10.000.000đ

Kết luận khái quát được từ một trái phiếu giao dịch dương giá sẽ luôn luôn cho ta mối liên quan về lợi suất như sau:

Lợi- suất- danh- nghĩa > Lợi- suất- hiện- hành > Lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YTM

Lợi suất hiện hành 10%

Lợi suất danh nghĩa 9,09%

Lợi suất đến khi đáo hạn 8,57%

Trong các phần trên ta đã thấy chính yếu tố lãi suất thị trường interest rates thay đổi đã làm giá trái phiếu dịch chuyển lệch khỏi mệnh giá, điều này đồng ý nghĩa với việc nó làm cho lợi suất dịch chuyển lệch khỏi lãi suất trái phiếu cũ lãi suất cứng một tỉ lệ tương ứng.

Hai yếu tố quan trọng khác liên quan đến tâm lý đầu tư gồm uy tín của tổ chức phát hành và thời gian đáo hạn của trái phiếu. còn tiếp

## **Nền tảng trái phiếu và cách tính toán lợi suất - phần 3**

### **Lợi suất và uy tín tổ chức phát hành**

Uy tín của tổ chức phát hành ảnh hưởng không nhỏ đến lợi suất và giá trái phiếu. Ở đây một lần nữa người ta nhắc đến quy luật mạo hiểm trong làm ăn giữa "cơ hội thu lợi nhiều và khả năng rủi ro cao". Dù trái phiếu là một quan hệ nợ, nhưng nghĩa vụ và phẩm chất của người đi vay tổ chức phát hành để huy động = issuer sẽ có chừng mực khác nhau.

Những "chừng mực" đó nên được hiểu một cách tương đối trong thế giới riêng của trái phiếu và thường không liên quan gì tới tính trung thực hay bị hiểu lầm là lừa đảo. Trái phiếu với các chất lượng khác nhau hầu như được bày ra công khai theo kiểu "hàng nào giá đó", hay sự tương quan giữa chất lượng và giá cả. Những chừng mực đó có thể là bản chất ngành nghề, loại hoạt động hay một thực trạng làm ăn đang gặp khó khăn có độ rủi ro cao thấp khác nhau. Do đó mà trong thị trường trái phiếu, người đầu tư có thần kinh mạnh sẵn sàng chấp nhận các tổ chức phát hành có thể bị rủi ro cao, bù lại nếu tốt đẹp họ sẽ hưởng hoa hồng cao. Khác nào phần thưởng dành cho những người đã ghé vai chia lửa khi một doanh nghiệp bị sóng gió hoặc lúc khởi đầu nan và nay đã ngon lành!

Việc xếp hạng trái phiếu được các tổ chức phân tích chuyên nghiệp đảm nhận và công bố. Nổi tiếng nhất hiện nay là các hãng của Mỹ như Moody's, Standard & Poor's, và Fitch's Investors Service hoạt động không

những tại thị trường Mỹ mà còn cho nhiều thị trường khác trên thế giới. Họ xếp hạng chứng khoán bằng ký hiệu mẫu tự gần giống nhau theo cấp độ cao thấp như sau:

Moody's	S&P's	Fitch's	
Aaa	AAA	AAA	Thượng hạng
Aa	AA	AA	Cao
A	A	A	Trên trung bình
Baa	BBB	BBB	Trung bình
Ba	BB	BB	Thường
B	B	B	
Caa	CCC	CCC	
Ca	CC	CC	
C	C	C	
	D	DDD	
		DD	
		D	

Định kỳ, các tổ chức phân tích sẽ duyệt lại các hạng được xếp, và theo đó một trái phiếu có thể xuống hạng hoặc lên hạng. Loại trái phiếu AAA, chẳng hạn, được mô tả là loại có khả năng trả lãi và gốc đặc biệt mạnh. Trong khi đó, loại CCC được đánh giá là có thể mất khả năng thanh toán default hay bị nghi ngờ nhiều về khả năng trả lãi và tiền gốc.

Ở Mỹ, luật lệ khuyến cáo các nhà đầu tư mang danh nghĩa tổ chức institutional investor - đang quản lý tiền của quỹ chúng hay của người khác chỉ nên đầu tư vào trái phiếu từ loại được xếp hạng BBB trở lên luật Prudent Man, với yêu cầu cần vừa sáng suốt vừa thận trọng. Các loại trái phiếu nằm trong khung xếp hạng đó còn được giới chuyên nghiệp xem là loại dành cho hoạt động đầu tư. Còn các loại từ B xuống thấp hơn

dành cho mục đích đầu cơ những người mua thường không vì giá trị mà có thể chỉ đặt kỳ vọng vào một tương lai tốt hơn để có thu nhập cao hơn mức bình thường.

Một thể hiện uy tín giảm sút qua đánh giá sẽ là dấu hiệu rủi ro tăng, lợi suất các trái phiếu loại này do đó bị buộc phải tăng để gỡ gạc!, điều này làm cho giá trái phiếu đang lưu hành của loại đó giảm. Diễn tiến nhân quả giữa giá cả và lợi suất thể hiện ở đây rất rõ.

Ngược lại, nếu trái phiếu được xếp hạng tăng lên thì độ an toàn của nó tăng, lợi suất trái phiếu của tổ chức phát hành sẽ giảm, hoặc giá trái phiếu của họ đang giao dịch trên thị trường sẽ tăng.

Nhà phát hành phải có yêu cầu và trả chi phí cho việc phân tích và xếp loại trái phiếu. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng chỉ có các trái phiếu có lượng phát hành tương đối lớn mới cần xếp hạng. Điều này không có nghĩa là các trái phiếu có quy mô phát hành nhỏ thì có độ tin cậy kém, đơn giản chỉ là vì nó quá nhỏ nên chẳng bỏ thôi

### **Lợi suất so với đáo hạn**

Người đầu tư có chung một tâm lý muốn hưởng cao hơn khi cho vay mua trái phiếu dài hạn. Bởi vì những món tiền bỏ ra cho người khác sử dụng càng lâu càng dễ bị rủi ro: Tâm lý muốn thu hồi vốn càng nhanh này có thể được "xoá dịu" bằng thu nhập hấp dẫn. Do đó mà trái phiếu có đáo hạn dài hơn sẽ có lợi suất cao hơn trái phiếu đáo hạn ngắn hơn. Nói chung, các trái phiếu có đáo hạn khác nhau sẽ có lợi suất khác nhau.

*Đường biểu diễn trái phiếu đường cong lợi suất:*

Đường biểu diễn trái phiếu được thể hiện trên một đồ thị quy chiếu có trục hoành ghi thời gian đáo hạn và trục tung là lợi suất. Nối các điểm quy chiếu tương ứng từng lợi suất đối với mỗi đáo hạn ta sẽ có được đường biểu diễn của một trái phiếu. Đường này luôn cho kết quả là một đường

cong do những giới hạn có tính ước lệ bởi vậy cho nên người ta thường gọi đó là đường cong lợi suất yield curve

- *Đường cong thường:*

Các lợi suất nhìn chung có khuynh hướng tăng khi có đáo hạn dài. Đường cong lợi suất thể hiện các lợi suất thấp tương ứng với các đáo hạn ngắn, và lợi suất cao ứng với đáo hạn dài theo một chiều hướng mặc nhiên thì đó là đường cong thường normal yield curve.

Loại đường cong này thường thể hiện những điều kiện kinh tế bình thường tại hầu hết các thị trường. Do đặc điểm có tính ước lệ ta có thể thấy lợi suất sẽ biến đổi trong khoảng nào đấy thôi, đáo hạn ngắn hơn hoặc dài hơn nó có thể chỉ thay đổi rất ít hoặc không thay đổi nữa.

- *Đường cong nghịch chuyển:*

Tuy nhiên trong một vài bối cảnh thị trường, lợi suất không phải lúc nào cũng diễn biến bình thường hay dương tuyến positive. Chẳng hạn vào thời kỳ có các điều kiện kinh tế đặc biệt như lạm phát cao, nhu cầu vốn trong nền kinh tế tăng mạnh và vượt khả năng đáp ứng vượt cung, lúc đó đường biểu diễn sẽ là một đường cong nghịch chuyển inverted yield curve.

Ta lưu ý là lợi suất trong đoạn kỳ có thể ở mức rất cao, cao nhất đối với các đáo hạn ngắn và giảm dần khi thời gian đáo hạn dài hơn. Lợi suất sẽ hạ nhanh xuống trong một thời gian hợp lý đủ để các thành tố của nền kinh tế điều chỉnh. Sau đó lợi suất sẽ hồi chuyển bình thường, và lần nữa ta thấy nó sẽ thay đổi rất ít và rồi hầu như giữ nguyên đối với các đáo hạn dài.

Thuật ngữ tiếng Anh gọi là các đường cong thường, ngoài normal còn có positive dương, ascending ngẩng lên, hay upward sloping yield curve dốc



lên. Tương ứng với đường cong nghịch là negative âm, descending hạ xuống, hay downward sloping yield curve dốc xuống.

- Biến động lợi suất so với đáo hạn:

Khi ta vẽ hai đường cong thường và nghịch chuyển lên cùng một đồ thị ta sẽ thấy lợi suất biến động nhiều ở các trái phiếu càng ngắn hạn rồi giảm dần ở các trái phiếu càng dài hạn. Hay có thể nói những trái phiếu càng dài hạn lợi suất càng tiến đến ổn định. Sự cân bằng sẽ xuất hiện và tạo ra một đường biểu diễn lợi suất thẳng, đó là giai đoạn trung dung.

Cũng cần lưu ý rằng trong thực tế, khi diễn đạt lợi suất tại một thời điểm, không thể có dạng đồ thị "kép" này. Đây chỉ là dạng phối để tham khảo hay phục vụ cho mục đích minh họa.

### **Biến động giá so với thời gian đáo hạn**

Tham khảo về biến động lợi suất so với thời gian đáo hạn trên đây cho kết luận: Lợi suất của trái phiếu đáo hạn ngắn sẽ biến động nhiều hơn trái phiếu đáo hạn dài. Nhưng giá cả trái phiếu lại có biến động ngược lại. Các trái phiếu đáo hạn dài có giá cả biến động nhiều hơn giá trái phiếu có đáo hạn ngắn. Để cho dễ khảo sát đặc điểm này, trước tiên ta cần nhớ lại nội dung về "sự thay đổi của giá trái phiếu và hệ quả lợi suất" đã trình bày trong các phần trên: Đối với trái phiếu âm giá discount bond thì lợi suất tăng, giá giảm. Đối với trái phiếu dương giá premium bond thì lợi suất giảm, giá tăng.

Như ta đã biết, lãi- suất- thị- trường interest rates tạo ra tương quan nhân quả giữa lợi suất và giá trái phiếu. Khi lãi- suất- thị- trường tăng thì các trái phiếu mới phát hành sẽ có coupon cao hơn, hấp dẫn hơn coupon của các trái phiếu đang trôi nổi. Coupon vốn là "hương hoa" của trái phiếu, nhưng coupon không thể thay đổi được nên các trái phiếu đang trôi nổi nếu không muốn bị loại ra khỏi "chợ đời" thì chỉ còn cách phải hạ giá. Điều

này mặc nhiên buộc các "chị" đó sẽ phải tăng lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YTM lên, chí ít cũng ngang bằng với "hương hoa của đàn em", để vẫn cạnh tranh, duy trì hấp dẫn, nhất là vì cái cơ phải còn tồn tại cho hết đời. Nghiêm túc!.

Một phần lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn YLM của trái phiếu âm giá phản ánh trong phần tăng lên từ khoản đầu tư ban đầu so với thời điểm đáo hạn đã mua giá thấp hơn mệnh giá và được trả nợ bằng mệnh giá. Thời gian chờ đợi để nhận khoản gia tăng này càng dài bao nhiêu thì nhà đầu tư càng "muốn" khoản đó nhiều hơn bấy nhiêu - có khác nào tâm lý so bì. Do đó ta suy ra được rằng, để có cùng một mức tăng lợi suất, giá của loại trái phiếu dài hạn phải giảm nhiều hơn giá của trái phiếu ngắn hạn - nói cách khác chênh lệch âm giá của trái phiếu dài hạn cần tăng tương ứng với thời gian, để giữ mức phân bổ theo năm không thay đổi, tức giá trái phiếu đó phải thấp hơn. Nếu chỗ này chưa được rõ ràng thì ta có thể dùng công thức tính YTM để nghiệm lại dạng dễ tiếp thu hơn.

Trường hợp ngược lại, khi có một bối cảnh lãi- suất- thị- trường sụt giảm, các trái phiếu mới phát hành sẽ có coupon thấp hơn coupon của các trái phiếu cũ đang lưu hành. Các trái phiếu cũ do đó có lợi thế và hấp dẫn hơn trái phiếu mới, vì đương nhiên còn được nhận lãi cao dài dài. Vì vậy mà giá của chúng sẽ dương cao hơn mệnh giá. Giá dương cao là kết quả mặc nhiên của sự nội chỉnh, vì lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn của trái phiếu cũ sẽ hội nhập giảm theo cách miễn cảm với lãi suất thị trường hay coupon trái phiếu mới.

Một phần lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn của trái phiếu dương giá có phản ánh phần hao hụt từ khoản đầu tư ban đầu so với khi nó đáo hạn từ giá mua cao giảm xuống đúng mệnh giá. Khi mua trái phiếu, người đầu tư đã trả một chênh lệch cao hơn mệnh giá premium, do đó, thời gian để khấu

trừ càng dài bao nhiêu thì họ "sẵn sàng" chấp nhận trả khoản đó cao bấy nhiêu. Từ đó suy ra, cùng một mức giảm lợi suất sẽ cho kết quả giá trái phiếu dài hạn tăng nhiều hơn giá trái phiếu ngắn hạn. Để cho đỡ mệt óc ta có thể hiểu vấn đề qua một liên tưởng đơn giản: Cùng một công cụ để chọn lựa, loại nào xài lâu hơn sẽ có giá cao hơn.

Như vậy, chúng ta cần nhớ một khái quát quan trọng: Khi lãi- suất- thị trường tăng thì các trái phiếu dài hạn có khả năng sụt giá nhiều hơn các trái phiếu ngắn hạn. Khi lãi- suất- thị- trường giảm thì các trái phiếu càng dài hạn có giá tăng nhiều hơn. Giảm nhiều hơn hay tăng nhiều hơn đó cho ta kết luận: sự thay đổi của lãi suất thị trường làm cho giá của trái phiếu dài hạn biến động nhiều hơn giá trái phiếu ngắn hạn.

### **Các trường hợp giải ngân trái phiếu trước đáo hạn**

*Điều kiện thu hồi:*

Một đặc trưng của các loại chứng khoán có thu nhập cố định là tổ chức phát hành có thể trả tiền lại để thu hồi trái phiếu trước khi đáo hạn. Cổ phần ưu đãi preferred stock cũng có điểm tương tự. Tuy nhiên, các điều khoản về đặc điểm thu hồi call features này phải được xác định cụ thể trên các văn kiện lúc phát hành.

Đặc điểm có thể thu hồi callable tạo điều kiện thuận lợi cho tổ chức phát hành, vì họ có sẵn trong tay một khả năng quyết định còn để mở đó. Điều này rất cần thiết và là vũ khí lợi hại đối với các cam kết dài hạn như trái phiếu. Họ sẽ sử dụng quyền thu hồi khi lãi- suất- thị- trường giảm, chi phí vốn có thể điều chỉnh xuống thấp, bằng cách thu hồi các trái phiếu có coupon cao và phát hành trái phiếu mới lãi suất thấp hơn. Cũng có thể sau một thời gian làm ăn tích lũy khá, tài chính công ty lạc quan cho nên công ty không còn cần phải duy trì gánh nặng lãi trái phiếu, họ sẽ thu hồi toàn bộ hay một phần trái phiếu đã phát hành.

Tuy nhiên, tâm lý chung của người sở hữu trái phiếu là không muốn trái phiếu mà họ đang nắm giữ bị thu hồi trước đáo hạn. Bởi vì trái phiếu bị thu hồi là loại hầu như có coupon trả lãi cao hơn loại mới phát hành ngoài thị trường. Điều kiện thu hồi thể hiện trên trái phiếu còn có thể làm cho trái phiếu chùng mực nào đó khó bán hơn.

Nhằm để bảo vệ người đầu tư và tránh sự tùy tiện của tổ chức phát hành, các thị trường luôn đặt ra các quy định về thời gian tối thiểu không được thu hồi, và thường đòi hỏi các nhà phát hành chỉ được thực hiện điều khoản thu hồi ở mức hoàn trả cao hơn mệnh giá. Tất cả các thông tin và các điều kiện thực hiện thu hồi đó sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến người đầu tư và môi trường đầu tư, nên cần được phổ biến rõ ràng và có sự cân nhắc.

*Thu hồi bằng quỹ tích lũy:*

Các công ty có phát hành trái phiếu thường lập ra một quỹ chuyên dùng gọi là quỹ tích góp hay quỹ để riêng, theo kiểu "đóng hụi chết", nên tiếng Anh gọi là "sinking fund", trên cơ sở những khoảng tiền trích giữ mỗi năm. Quỹ này, dù vậy, chưa hẳn chỉ dùng để thu hồi trái phiếu. Nhưng đó thường là mục đích chính. Nó phục vụ cho việc thu hồi từng phần trái phiếu dựa theo các điều kiện thu hồi đã xác định trước. Quỹ thu hồi có thể được lập theo cách bắt buộc hoặc tùy nghi. Bắt buộc là khi có quy định công ty phải trích bỏ tiền vào đó mỗi năm và ấn định luôn cả lượng tiền gốc cần thu hồi theo thời gian. Tùy nghi là chỉ trích tiền vào quỹ khi tình hình tài chính cho phép và chỉ thu hồi khi có điều kiện khả dĩ. Người ta gọi chung các cách thu hồi bằng quỹ trích lập này là thu hồi bằng quỹ tích góp sinking fund call.

*Lập quỹ hoán nợ:*

Việc lập quỹ tài trợ hoán nợ refunding là để thu lại các chứng khoán của công ty đang lưu hành có coupon cao hơn lãi- suất- thị- trường. Biện pháp tình thế này được thực hiện sau một quá trình thị trường có lãi suất giảm liên tục. Doanh nghiệp sẽ phát hành một đợt phát hành mới với lãi suất thấp hơn và dùng số tiền huy động được vào mục đích hoá giải toàn bộ hay một phần thường chỉ một phần nợ cũ nặng lãi. Trái phiếu phát hành mới đó gọi là trái phiếu tài trợ refunding issue hay refunding bond.

Luật lệ về tài chính và chứng khoán luôn cần chế định và giám sát chặt chẽ các hoạt động mang hơi hám "kỹ thuật" này, nhằm mục đích bảo vệ người đầu tư và ngăn ngừa những thủ thuật kiểu "nước hoa Thanh Hương". Những biện pháp được áp dụng như: thủ tục công khai bắt buộc, chuyển đổi ngay tiền huy động mới sang trái phiếu chính phủ, hợp đồng lưu giữ lượng huy động với bên thứ ba trong tài khoản escrow, thường là với một ngân hàng,... và đương nhiên phải có cam kết chỉ dùng nguồn tài chính này để trả lãi và gốc trái phiếu cũ mua lại.

*Tùy chọn bán lui cho tổ chức phát hành:*

Một số loại trái phiếu, thường là trái phiếu đô thị hay địa phương, có điều khoản đặc biệt về khả năng hoàn lại trái phiếu để nhận tiền gọi là put hay tender option. Những trái phiếu có đặc điểm này cho phép người sở hữu có thể yêu cầu tổ chức phát hành thu hồi trái phiếu và trả lại tiền, thường là bằng mệnh giá, trước ngày đáo hạn. Tùy theo tình hình và điều kiện quản lý của từng tổ chức huy động, những trái phiếu mang đặc điểm bán lui được này có thể chỉ có giá trị vào một thời điểm quy định thôi, hoặc dễ dàng hơn, bắt đầu có hiệu lực vào một ngày nào đó và lặp lại mỗi năm sau đó. Đây là một ân huệ dành cho người mua các trái phiếu dài hạn, nhưng đồng thời họ cũng phải chấp nhận một lãi suất thấp, thông thường tương đương với trái phiếu ngắn hạn.

Ngoài ra, tại nhiều thị trường tài chính, còn có vài loại trái phiếu "bán lui" đặc biệt khác. Ví dụ loại "trái phiếu bán lui tẩm độc" poison-put bond cho phép người sở hữu có quyền bán lui lại trái phiếu để lấy tiền, thường là bằng hoặc cao hơn mệnh giá, trong trường hợp công ty trở thành mục tiêu bị mua đứt take-over theo một ý đồ để tiếm quyền quản lý, và vì người đầu tư không thích ở lại với những người chủ mới của công ty đó nữa, họ có quyền bán đi, theo kiểu cho bỏ ghét. Đặc điểm của trái- phiếu- bán- lui- tẩm- độc là một công cụ không kém lợi hại và thâm thúy.

*Lợi- suất- đến- khi- thu- hồi:*

Việc tính toán lợi suất đôi khi rất cần sự chính xác, do đó mà ta cần biết ngoài các loại lợi suất đã phân tích trên, còn các lợi suất thường được quan tâm khác là lợi- suất- đến- khi- thu- hồi yield- to- call hoặc lợi- suất- đến- khi- bán- lui yield- to- put. Hai lợi suất này có cách tính gần giống nhau. Đối với lợi- suất- đến- khi- thu- hồi thì cách tính tương tự như cách tính lợi- suất- đến- khi- đáo hạn YTM. Chỉ khác là thời gian đến khi thu hồi years to call thì luôn luôn ngắn hơn thời gian đến khi đáo hạn year to maturity, do đó sẽ có hệ quả:

- Trái phiếu được mua âm giá có lợi- suất- đến- khi- thu- hồi sẽ luôn cao hơn lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn.
- Trái phiếu được mua dương giá thì lợi- suất- đến- khi- thu- hồi sẽ lệ thuộc vào tương quan giữa giá mua và giá thu hồi. Nếu giá mua cao hơn giá thu hồi thì lợi- suất- đến- khi- thu- hồi sẽ thấp hơn lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn. Nếu giá mua thấp hơn giá thu hồi thì lợi- suất- đến- khi- thu- hồi sẽ cao hơn YTM.
- Trái phiếu mua bằng mệnh giá thì hai loại lợi suất này bằng nhau.

Chúng ta có thể tự cho vài ví dụ và dùng trình tự tính toán như cách tính lợi- suất- đến- khi- đáo- hạn, chỉ cần thay thế yếu tố cho phù hợp, thì sẽ dễ nhận dạng và nhớ lâu hơn.

### **Một ví dụ về cách đăng giá yết của trái phiếu công ty**

Ta sẽ khảo sát một ví dụ chào giá của thị trường Mỹ. Khi tìm hiểu về cách chào giá trái phiếu của Mỹ, ta cần lưu ý một khác biệt rất căn bản: trái phiếu nhà nước phần lớn được chào theo các cách biệt 1/32 increment: gia số - gọi theo lối dân dã Việt Nam có thể là "giá", trong khi đó, trái phiếu công ty lại được chào với các cách biệt 1/8 trên một điểm trái phiếu 1 điểm trái phiếu bằng 1% mệnh giá - kể từ năm in 1997 số lẻ cổ phiếu được tính 1/16, dự trù năm 2000 sẽ tính đến 5% rồi 1%. Ta có thể xem minh họa chào giá trái phiếu chính phủ trong bài "chứng khoán chính phủ". Ví dụ dưới đây là một trích đăng giá yết trên báo mệnh giá chuẩn các trái phiếu minh họa là \$1.000.

1	2	3	4	5
Trái phiếu	Lợi suất hiện hành	Giá trị giao dịch \$1.000	Giá đóng cửa	Chênh lệch
ABC 7s02	8,21	160	85 <sup>1/4</sup>	+3/8
BAC 9s07	cv	87	52	-2
CAB Zr08	...	120	16 <sup>1/4</sup>	...
DAB 7s01f	...	15	65 <sup>5/8</sup>	...

Cột 1: Chỉ tên của công ty phát hành, lợi suất danh nghĩa và năm đáo hạn. 7s02 là coupon 7% đáo hạn năm 2002, chữ s separate dùng để phân biệt giữa hai con số thôi, nó không có ý nghĩa gì khác. CAB Zr08 là trái phiếu không mang lãi zero coupon của CAB, đáo hạn năm 2008. Còn DAB 7s01f, chỉ khác chữ "f" flat, đây là dấu hiệu cho biết trái phiếu đang được giao

dịch không còn được tính lãi. Một số công ty có tình trạng đặc biệt thì trái phiếu không còn được trả lãi, ví dụ chờ phá sản.

Cột 2: Chỉ lợi suất hiện hành current yield theo cách tính tương ứng với giá thị trường. Ký hiệu "cv" convertible là loại trái phiếu có đặc tính chuyển đổi được ra cổ phần thường. Thị trường Việt Nam ta có thể dùng chữ "cđ" chẳng hạn.

Cột 3: Chỉ giá trị giao dịch, nhân với \$1.000. Ví dụ 160 là \$160.000, 87 là \$87.000,... là số được bán trong ngày.

Cột 4: Chỉ giá của trái phiếu vào thời điểm đóng cửa thị trường. Trái phiếu ABC chẳng hạn có giá đóng cửa là  $85 \frac{1}{4}$ . Giá tuyệt đối trên thị trường là  $852,50 \frac{1}{4}\%$  của \$1000 mệnh giá.

Cột 5: Chỉ thay đổi thực giữa giá đóng cửa kỳ này so với lần trước đó.

Loại trái phiếu ABC đã tăng lên  $\frac{3}{8}\% + \frac{3}{8}$  hay  $+\frac{3}{8}$  điểm so với giá đóng cửa ngày giao dịch trước. Giá hiện nay là  $85 \frac{1}{4}$  thì suy ra giá đóng cửa của ngày trước đó là  $84 \frac{7}{8}$ .

Để kết thúc phần tìm hiểu về trái phiếu này, chúng ta có thể tham khảo thêm một chút về cách xếp thứ tự ưu tiên thanh toán dựa trên giá trị thanh lý của một công ty khi bị phá sản chẳng hạn như sau:

Ưu tiên 1: Thanh toán nợ tiền lương

Ưu tiên 2: Thanh toán nợ thuế

Ưu tiên 3: Thanh toán các khoản nợ để đương mortgages

Ưu tiên 4: Thanh toán các khoản nợ có đảm bảo secured liabilities/bonds

Ưu tiên 5: Thanh toán các khoản nợ thường không đảm bảo debentures

Ưu tiên 6: Thanh toán các khoản nợ bị lệ thuộc subordinated debentures

Ưu tiên 7: Thanh toán các cổ phần ưu đãi preferred stocks

Ưu tiên 8: Thanh toán các cổ phần thường, nếu còn common stocks.

Từ ưu tiên 7 trở lên nếu việc thanh toán khả dĩ được trả thì sẽ dựa vào những khoản cố định. Riêng ưu tiên 8, còn lại bao nhiêu sẽ chia hết cho cổ đông bấy nhiêu hoặc có thể họ chẳng có gì.



## **Chứng khoán chính phủ**

Đầu năm 1998, khi đồng Yen của Nhật Bản sụt giá nghiêm trọng thì tại thị trường Mỹ, chậm sau một chút, lãi suất trái phiếu kho bạc nhà nước đáo hạn 30 năm T-bonds chuyển dịch nhạy cảm theo hướng hạ xuống. Tại sao vậy? Đây là phản ứng tự nhiên của thị trường tài chính thế giới. Tâm lý lo sợ bị lỗ nếu cứ tiếp tục giữ đồng Yen hoặc trạng huống không an tâm trước một bối cảnh tài chính bấp bênh làm cho người đầu tư, nhất là người Nhật, đi tìm một chỗ ẩn náu khác, họ chiếu cố tập trung vào những công cụ an toàn hơn, lúc đó các T- notes và T- bonds của Mỹ là sản phẩm thay thế tuyệt vời. Khi người ta đổ xô đi mua những trái phiếu đó, điều tất yếu là giá của chúng sẽ lên. Trong mua bán trái phiếu, giữa giá cả mua bán và lãi suất thực lợi suất hiện hành - current yield của đầu tư trái phiếu diễn ra đối nghịch. Do vậy mà khi giá trái phiếu lên trường hợp này là T- bond thì lãi suất sẽ hạ. Câu chuyện có vẻ đơn giản, mà không, nó kích thích sự xét đoán của ta đấy.

Ngày nay, tại các nền kinh tế hội nhập, trái phiếu của chính phủ không chỉ đóng vai trò điều tiết vĩ mô theo cách truyền thống mà còn là công cụ huy động vốn vượt biên giới một quốc gia rất được các nhà nước ưa chuộng. Riêng các trái phiếu kho bạc Mỹ từ lâu còn được nhiều nước, tổ chức và cá nhân sử dụng như một phương tiện dự trữ. Do lịch sử tạo lập và điều hành ổn định, chúng có một giá trị tham khảo rất cao.

## **Chứng khoán do chính phủ Mỹ phát hành**

Đơn vị phát hành chứng khoán nợ lớn vượt trội tại Mỹ là chính quyền liên bang. Khoản vay mượn cấp nhà nước này có một ảnh hưởng quan trọng đối với thị trường chứng khoán nói riêng và cả nền kinh tế Mỹ nói chung.

Loại chứng khoán mà chính phủ Mỹ có nghĩa vụ trực tiếp direct obligations được gọi là "Treasuries" tương tự công khố phiếu, viết tắt là T. Những loại này bao gồm trái phiếu ngắn hạn T-bills, trái phiếu trung hạn T- notes và trái phiếu dài hạn T- bonds. Các trái phiếu dạng "T" này

của chính phủ được xem là phương tiện đầu tư có độ an toàn cao nhất đối với mọi giới đầu tư.

Xếp hạng dưới một chút là các trái phiếu đại diện hay trung gian của chính phủ được gọi là "agencies", bao gồm một lượng lớn chứng khoán do tổ chức đại diện thuộc quyền nhà nước Mỹ hoặc các tổ chức tài chính tư được chính phủ bảo trợ. Các trái phiếu trung gian có loại được chính phủ Mỹ bảo đảm ở cấp nhà nước, nhưng đa số là không.

Chứng khoán được chính phủ phát hành luôn được xem là loại có độ tin cậy cao nhất trên các thị trường nợ. Người cầm trái phiếu chính phủ được xem là không có rủi ro về tín dụng. Các chứng khoán kho bạc nhà nước của Mỹ, chẳng hạn, được bảo đảm bằng nghĩa vụ trả nợ trực tiếp từ chính phủ liên bang nên sẽ không có chuyện bội tín. Trong khi đó, hầu hết các chứng khoán cơ quan liên bang không phải là loại mà chính phủ cam kết về nghĩa vụ nợ trực tiếp dù vẫn là thứ có niềm tin cao, nhưng dấu sao chúng cũng không được xem là tuyệt đối như loại "T" được.

### **Trái phiếu ngắn hạn**

Trái phiếu ngắn hạn T- bills là những giấy nợ trực tiếp của chính phủ có thời gian đáo hạn là một năm hay ít hơn. T- bills ngày nay được phát hành với các đáo hạn như 91 ngày 13 tuần hay 3 tháng, 182 ngày 26 tuần hay 6 tháng và 52 tuần 1 năm.

Loại này chỉ được phát hành theo hình thức bút toán ghi sổ book - entry form, không có các chứng chỉ cầm tay. Việc chuyển đổi sở hữu được thực hiện bằng thể thức ghi sổ nhật ký. Mệnh giá tối thiểu của T- bills là 10.000USD.

T- bills được phát hành lần đầu và mua bán theo một mức chiết khấu trên giá mặt mệnh giá. Do vậy mà chúng còn được gọi là loại "chứng khoán chiết khấu". Khi đáo hạn, T- bill được thanh toán theo giá trị ghi trên mặt trái phiếu. Sự chênh lệch giữa giá trị mặt và chiết khấu được xem như tiền lãi. Do T- bills không trả lãi định kỳ, chúng được mệnh danh là "chứng khoán không mang lãi" non- interest bearing securities.

T- bills được phát hành theo phương thức đấu giá cạnh tranh. Lượng đấu giá cạnh tranh mua tối thiểu trong đợt phát hành mới là 500.000 USD. Tuy nhiên chúng cũng có thể được mua theo mức giá không cạnh tranh non-competitive bid. Người đầu tư đề nghị mua với mức giá không cạnh tranh sẽ trả theo giá trung bình của các giá bỏ thầu cạnh tranh hợp lệ tại cuộc đấu giá đó, và đề nghị đặt mua sẽ được cam kết thỏa mãn, nhưng chỉ giới hạn tối đa lượng mua được là 500.000USD thôi.

### **Trái phiếu trung hạn**

Trái phiếu trung hạn T- notes được phát hành theo mệnh giá tối thiểu là 1.000USD và tối đa là 1 triệu USD, có thời gian đáo hạn từ 1 năm đến tối đa là 10 năm. T-notes được trả lãi mỗi 6 tháng một lần. Người đầu tư có thể chọn lựa cách để giữ T-notes, hoặc họ nhận các chứng chỉ trái phiếu ký danh đầy đủ fully registered certificates hoặc, nếu muốn, họ có thể thực hiện việc đăng ký sở hữu bằng bút toán ghi sổ được quản lý bằng máy điện toán book- entry form. Đặc biệt các T- notes đáo hạn dưới năm năm được ấn định mệnh giá phát hành tối thiểu là 5.000USD.

Vào thời điểm đáo hạn T- notes được hoàn trả bằng tiền mặt theo mệnh giá ghi trên trái phiếu. Chúng cũng có thể được điều chỉnh lại mức trả lãi khi lãi suất chung của thị trường xuống thấp dựa vào thể thức lập quỹ

hoàn trái refunding - phát hành trái phiếu mới lãi suất thấp hơn theo quy định của luật pháp và tập quán tài chính. Trái phiếu trung hạn có thể mua tại các ngân hàng, các công ty chứng khoán hoặc có thể liên hệ trực tiếp với Ngân Hàng Dự Trữ Liên Bang. Các T- notes được mua bán nhộn nhịp tại các thị trường thứ cấp.

### **Trái phiếu dài hạn**

Trái phiếu dài hạn T- bonds chiếm phần nhỏ nhất trong cơ cấu nợ huy động bằng các chứng khoán chính phủ. Trái phiếu dài hạn có thời gian đáo hạn tối thiểu là 10 năm và có thể dài đến 30 năm. T- bonds được phát hành với mệnh giá từ 1.000USD đến 100.000USD, lãi suất được trả mỗi 6 tháng một lần. Cách bán cũng giống như T- notes, theo hình thức các chứng chỉ ký danh đầy đủ cả lãi định kỳ cũng được trả bằng chi phiếu cho chính tên người chủ trái phiếu hoặc bút toán ghi sổ vẫn là loại ký danh đầy đủ.

Các T- bonds, do có thời gian đáo hạn quá dài, thường hay được ghi thêm điều kiện thu hồi. Điều này cho phép chính phủ có thể mua lại chứng khoán đó ở mệnh giá sau một thời gian được xác định trước, ví dụ từ năm thứ 20 trở đi chẳng hạn. Thời gian này thường được cân nhắc đủ dài để tạo hấp dẫn cho việc tiếp thị phát hành đạt tính khả thi. Các chứng khoán nợ của chính phủ Mỹ luôn được thu hồi theo mệnh giá; khác với các trái phiếu công ty thường áp dụng việc thu hồi với một khoản ưu đãi premium giá cao hơn.

### **Trái phiếu không lãi suất loại có gốc từ trái phiếu chính phủ**

Trái phiếu phi lãi suất zero coupon bonds trong "gia đình" trái phiếu chính phủ là một loại chứng khoán được sinh ra từ sản phẩm gốc là trái phiếu

chính phủ, nên chúng còn được gọi là các "biên nhận trái phiếu chính phủ" Treasury receipt.

Từ năm 1985, chúng cũng còn biết đến dưới cái tên ghép STRIPS viết tắt của: Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities - công cụ giao dịch thứ cấp tiền lãi và tiền gốc riêng biệt, đây là một loại phái sinh trong TTCK.

Các công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán của các T- bonds sau đó gửi vào các ngân hàng rồi bán các "receipts" tương ứng riêng cho tiền gốc và tiền lãi. Các trái phiếu phi lãi suất như vậy được bảo đảm bằng tài sản thế chấp là các trái phiếu chính phủ trong một tài khoản trung gian escrow do một ngân hàng giám hộ nắm giữ vì quyền lợi của người đầu tư mua receipts. Quá trình này được chế định bằng luật theo nội dung "Ủy thác quản lý tài sản", luật Mỹ gọi là "trust".

Các trái phiếu phi lãi suất hay "biên nhận", hoặc STRIPS được mua bán dưới dạng bút toán ký danh đầy đủ. Loại chứng khoán "sản phẩm phụ" này đặt giá trị trên nền tảng là các trái quyền mà chính phủ có nghĩa vụ trả nợ trực tiếp, nên việc thực hiện phát hành và mua bán thường do các ngân hàng và các nhà kinh doanh chứng khoán lớn mới có khả năng quán xuyến. Tuy nhiên người nói rằng các chứng khoán phi lãi suất không bị lệ thuộc vào các rủi ro trực tiếp về lãi suất, vì chúng được phát hành bằng một chiết khấu khá sâu và được hoàn trái theo mệnh giá, nhưng trong trường hợp lãi suất ngoài thị trường tăng cao, người đầu tư vẫn bị rủi ro cơ hội. Đặc biệt, bản chất các trái phiếu phi lãi suất các Treasury receipts có độ biến động giá trong thị trường thứ cấp khá lớn, nhất là các T-receipts càng dài hạn. Nếu có dịp chúng ta có thể tìm hiểu kỹ hơn về các công cụ đầu tư "zéro- coupon bonds".

## **Thủ tục phát hành trái phiếu mới của chính phủ**

Các chứng khoán của chính phủ được miễn áp dụng theo luật chứng khoán liên bang. Việc phát hành không phải lập hồ sơ với SEC Ủy Ban Chứng Khoán và TTCK Hoa Kỳ như trường hợp trái phiếu công ty.

Các trái phiếu ngắn hạn, trung hạn và dài hạn được bán thông qua các cuộc đấu giá định kỳ. Những người có ý định mua sẽ nộp các đề nghị mua tenders hay offers to buy cho Hội đồng Dự trữ Liên bang là những người đóng vai trò điều hành ngân khố Mỹ. Các tổ chức chứng khoán lớn đấu với nhau để mua chứng khoán của đợt đó theo hình thức chào giá cạnh tranh competitive tenders. Các chào giá như vậy sẽ nêu giá và/hoặc lãi suất mà tổ chức đó sẵn sàng mua chứng khoán sắp phát hành.

Như đã đề cập sơ qua trong phần trên, một cá nhân cũng có thể mua trực tiếp các trái phiếu trong các đợt phát hành đấu giá đó bằng cách tham gia một chào mua "không cạnh tranh". Tất cả những người chào mua đó đều được chấp thuận trước, mặc dù lợi suất trái phiếu yield mà họ sẽ nhận chỉ được quyết định sau khi các chào mua cạnh tranh được chấp thuận, và luôn là mức trung bình của các chào mua cạnh tranh đợt đó.

Loại trái phiếu ngắn hạn, T- bills 3 tháng, T- bills 6 tháng, được đấu giá hằng tuần, vào ngày thứ Hai, các T- bills này được phát hành ra vào ngày thứ Năm tuần đó. Loại T- bills một năm được đấu giá mỗi 4 tuần lễ một lần, và thường được tổ chức vào ngày thứ Năm, các trái phiếu sẽ được phát ra vào thứ Năm của tuần lễ kế tiếp.

Các T- notes và T- bonds được đấu giá mỗi quý theo lịch được công bố định kỳ. Như ta đã biết, các T- strips được hình thành trên thị trường giao dịch, ngân khố nhà nước không đứng ra phát hành các loại chứng khoán

theo hình thức bóc tách này các STRIPS được gọi một cách hình tượng là stripped form.

### **Mua bán ở thị trường thứ cấp**

Các chứng khoán của chính phủ không được niêm yết tại sàn giao dịch, thay vào đó chúng được mua bán trên thị trường phi tập trung OTC. Loại chứng khoán này chủ yếu được mua bán theo quy mô khối lượng lớn giữa những nhà đầu tư nhân danh tổ chức với nhau.

- **Cách đăng giá chào của T- bills:**

T- bills được nêu giá dựa trên cơ sở một lợi suất chiết khấu. Lãi suất T-bill thể hiện ở phần trăm giá trị ghi trên mặt của chứng khoán đó.

Một chào giá nêu mức 3,50% chẳng hạn, có nghĩa là T- bill sẽ được bán với giá thấp hơn mệnh giá số tiền 3,50% của mệnh giá đó. Đối với một T- bill thời hạn 52 tuần mệnh giá 10.000 USD sẽ có giá bán là 9.650 USD. Trên bảng chào giá của các báo, có hai cột số quan trọng cần biết là "mức thu vào - bid" và "mức bán ra - asked" gọi theo cách của nhà buôn chứng khoán. Một chào giá của T- bill được đọc như sau:

"Đáo hạn tháng 6, bid 3,50%, asked 3,40%"

Như vậy một người đầu tư nào đó nếu muốn đi mua một T- bill mệnh giá 10.000USD đáo hạn tháng 6, thì họ sẽ trả 9.660 USD. Còn nếu họ có T-bill đó và đem đi bán họ sẽ nhận được 9.650 USD. Điều này hợp với lẽ thường: đi mua phải chịu đắt, còn bán thì rẻ hơn.

Chúng ta cũng cần lưu ý lợi suất tương đương gọi là ask yield thực tế của T- bill luôn luôn cao hơn lợi suất chiết khấu discount yield. Ví dụ: Một T-

bill 52 tuần 7% với mệnh giá 10.000 USD được mua với giá 9.300 USD. Tiền lãi 700 USD 7% của 10.000 USD đối với người đầu tư phải được hiểu là thu nhập dựa trên vốn thực sự bỏ ra, chỉ 9.300 USD thôi, chứ không phải trên 10.000 USD. Như vậy ask yield sẽ là 7,50% 700 chia cho 9.300. "Ask yield" được để kế bên mức "asked" để người đầu tư tiện so sánh với lãi suất của T- notes và T- bonds hoặc các chứng khoán nợ khác

- Cách chào giá của T- notes và T- bonds:

Khác với T- bill, các T- notes và T- bonds được chào trên cơ sở giá tiền, nhưng theo một cách đặc biệt. Giá được chào bán bằng điểm point - một điểm của trái phiếu T- note và T- bond là 10USD 1% của mệnh giá 1.000 - cộng với phần lẻ của một điểm được chia đều cho 32 1/32 của 10 USD hay 1/32% của mệnh giá.

Các T-notes và T-bonds được nêu trên cùng một bảng chào giá. Nhưng để phân biệt, người ta thêm vào ký tự "n" ngay sau thời gian đáo hạn để chỉ loại đó là T-notes. Các bảng thông tin chào giá gồm 5 cột được đăng thường xuyên trên các báo chuyên ngành. Ta có thể khảo sát hai dòng đặc trưng dưới đây của 5 cột đó để xem chúng thông tin những gì?

1	2	3		4	5
Rate	Maturity	Bid	Asked	Change	Ask Yield
91/8	May 99n	101 : 24	101 : 28	- 35	8,81
77/8	Feb 95 - 00	93 : 26	93 : 30	- 34	8,88

- Cột 1 chỉ lãi suất của trái phiếu. Ví dụ "91/8" có nghĩa là 9,125% của 1.000 USD, mỗi năm trái phiếu này cho lãi 91,25 USD.



- Cột 2 chỉ thời gian đáo hạn tháng và năm. Chữ "n" nằm kế 99 cho biết đó là trái phiếu trung hạn "T- note". Theo ví dụ được trích trên đây "May 99n" được hiểu là T- note đáo hạn vào tháng Năm năm 1999.

Một số T- bond trái phiếu dài hạn, trên 10 năm có mang đặc tính có thể được thu hồi lại callable. Trường hợp này trên chào giá sẽ ghi hai niên hạn, niên hạn để trước là năm khả năng thu hồi bắt đầu có hiệu lực và niên hạn ghi sau là năm trái phiếu đáo hạn. Ta lưu ý vào dòng thứ hai của ví dụ trên, ở cột 2, có ghi "Feb 95-00" có nghĩa là T- bonds đáo hạn vào năm 2000, loại có thể thu hồi lại vào tháng Hai năm 1995 trở đi từ 1995 ~ 2000 có thể được thu hồi hoặc không.

- Cột 3 chỉ giá thu vào "bid" và giá bán ra "asked" dựa trên căn bản điểm của trái phiếu hay phần trăm của mệnh giá. Phần số bên phải của dấu hai chấm đại diện cho các nấc giá  $1/23$  của một điểm trái phiếu  $1/32$  của 10 USD. Chẳng hạn 101:24 nghĩa là  $1.0124/32$ . Do đó mà giá thu vào của trái phiếu là  $10124/32\%$  của mệnh giá 1.000USD tức 1.017,50 USD một trái phiếu.

- Cột 4 chỉ sự thay đổi của giá thu vào của ngày hiện tại so với ngày báo giá kế trước, các số ghi là số nấc  $1/32$  của một điểm trái phiếu. Ví dụ "-35" như trên có nghĩa là giá đã giảm đi  $35/2$  hay  $13/32$  so với giá thu vào ngày trước đó.

- Cột 5 Asked Yield chỉ lợi suất tương đương mà trái phiếu thực tế nhận được so với tiền mà người đầu tư phải bỏ ra mua tính đến ngày đáo hạn gọi là Yield- to- maturity- YTM. Trong ví dụ trên ta thấy lãi suất tương đương "ask yield" là 8,81 nhỏ hơn lãi suất ghi trên mặt của trái phiếu "rate"  $91/8$ , lý do là vì T- note đã có giá cao hơn mệnh giá người đầu tư

phải trả 101:28 hay 1018,75 chứ không phải với 1.000. Người đầu tư đã bỏ ra một số tiền cao hơn nhưng mỗi năm cũng chỉ nhận được tiền lãi y như cũ, do đó trong thực tế tiền lãi họ nhận được có một lợi suất thấp hơn.

Việc chẻ nhỏ các điểm trái phiếu 1/32 trong thị trường chứng khoán và 1/64 trong thị trường futures và options có một ý nghĩa đặc biệt trong khoa học chứng khoán. Nó vừa có công dụng chuẩn hoá theo yêu cầu thông tin, vừa tạo một phần giá trị lẻ thực dụng và hợp lý trong giao dịch, nhất là các giao dịch số lượng lớn. Ngoài ra, phần lẻ như vậy cũng tạo điều kiện cho sự mặc cả, làm cho mua bán dễ xảy ra hơn. Mua bán nhiều hơn cũng có nghĩa là thị trường càng có khả năng thanh khoản: đây là mục đích gần của TTCK.

Để giúp người quan tâm có thêm thông tin, ta cũng nên lưu ý quy ước về số ngày trong năm khi tính toán tiền lãi đối với trái phiếu của Mỹ, nhất là khi tính các giá trị lãi tích được accrued interest giữa hai kỳ trả lãi. Các trái phiếu công ty, trái phiếu đô thị T- bills được tính theo năm tròn 360 ngày hay 30 ngày một tháng. Các T- notes và T- bonds được tính theo ngày thực tế theo dương lịch và một năm có cơ sở là 365 ngày. Đây là căn cứ xác định rất hữu ích khi tính toán phần lãi bằng tiền mà người mua trái phiếu phải trả cho người bán trái phiếu cho tới ngày chuyển quyền sở hữu.

Một thực tế có tính truyền thống là thị trường trái phiếu luôn luôn lớn hơn và lớn hơn nhiều lần thị trường cổ phiếu. Đặc biệt tại các thị trường chứng khoán mới hình thành, lượng mua bán chứng khoán nợ chiếm một tỷ trọng rất cao. Tuy nhiên điều đó chỉ hiện thực khi nào thị trường đã có một cơ chế các lãi suất được hiệu chỉnh theo cung cầu, gọi là các lãi suất thị trường interest rates. Lãi suất thị trường sẽ cảm biến khi thị trường

tiền tệ đã hoạt động nhịp nhàng, nhà nước có khả năng can thiệp hiệu quả bằng lãi suất hoạt động phát hành trái phiếu chính phủ được thực hiện theo những kỹ thuật và thông lệ có tính cạnh tranh...

Các trái phiếu chính phủ còn được xem là "vật liệu hạ tầng" rất quan trọng đối với các tổ chức, các nhà quản lý tài chính, huy động vốn đầu tư, nhất là các nhà điều hành quỹ đầu tư và ngân hàng. Bằng các nghiệp vụ giao dịch, mua bán trong các thị trường, họ sử dụng các sản phẩm này để phòng ngừa rủi ro hoặc bảo tồn giá trị. Chẳng hạn, một đợt huy động vốn kéo dài nếu không tính tới việc bù đắp nghĩa vụ trả lãi phát sinh, trong thời gian chưa đưa được tiền đó vào vòng quay, có thể đưa đến thiệt hại nghiêm trọng, làm cạn vốn theo kế hoạch, đó là chưa nói tác hại của lạm phát.

Những năm gần đây, do sự biến động về lãi suất thị trường, người ta có khuynh hướng phát hành các trái phiếu ngắn hạn hơn. Ở Mỹ chẳng hạn, lượng T- bills tăng lên và T- bonds giảm xuống. Về tỷ trọng sở hữu của người nước ngoài đối với trái phiếu kho bạc Mỹ cũng tăng lên. Một thống kê thị trường Mỹ vào khoảng năm 1990 cho thấy cơ cấu sở hữu chứng khoán kho bạc "T" như sau: có 75% là các tổ chức, khoảng 12% là các cá nhân và 13% sở hữu thuộc các nước khác nằm ngoài nước Mỹ. Bách phân sau cùng này nay chắc đã lớn hơn nhiều và biết đâu sắp tới sẽ có cả Việt Nam. Cũng trong thời gian đó, lượng trái phiếu trung hạn T- notes đang lưu hành chiếm khoảng 56% tổng lượng chứng khoán kho bạc của chính phủ. Điều này có thể giúp khẳng định thêm rằng khuynh hướng tiếp thị các loại trái phiếu trung hạn tại Việt Nam sẽ có tính hợp thời và khả thi hơn.

### **Chứng khoán trung gian chính phủ**

Phát xuất từ kinh nghiệm hoạch định vĩ mô và yêu cầu về điều hoà hoạt động kinh tế xã hội, ngoài các chính sách "co dẫn" tiền tệ thông qua một số can thiệp truyền thống và việc điều hành nợ của chính phủ với các hình thức T- bills, T- notes, T- bonds,... chính phủ Mỹ còn sử dụng một công cụ đệm rất hiệu quả và nổi tiếng bằng cách sử dụng lợi thế về uy tín của nhà nước để tạo ra dòng luân chuyển tài chính linh động và tích cực đó là các chứng khoán nợ do các tổ chức trung gian của chính phủ Government agencies phát hành và quản lý.

Các tổ chức trung gian, về mặt kỹ thuật, không phải là các cơ quan chính phủ, nhưng đó là những cánh tay đắc lực thay mặt chính phủ thực hiện những đường lối điều tiết hoặc bảo trợ xã hội cần thiết cho từng giai đoạn và yêu cầu của từng lãnh vực với độ đậm nhạt khác nhau. Quá trình đó hoàn toàn dựa trên các tác nghiệp kinh tế, chứ không phải là hoạt động nhân đạo hay nghĩa vụ thuần tuý. Nói chung, các tổ chức này là những công cụ gắn chặt vào chính phủ, hoạt động và tồn tại độc lập nhưng với sự bọc lót của chính phủ để loại trừ rủi ro, và đây chính là ân huệ then chốt của vấn đề. Có thể phân ra hai loại tổ chức như vậy.

Loại thứ nhất là tổ chức trung gian được chính phủ bảo trợ Federally sponsored agencies. Loại này có đặc tính là các tổ chức có nguồn vốn sở hữu tư và được thuê phục vụ cho công ích. Chính phủ Mỹ tạo ra các thực thể này nhằm giúp một số thành phần dân cư quan trọng nào đó trong nền kinh tế có nhu cầu muốn giảm khó khăn về chi phí vay mượn để cải thiện cuộc sống hoặc giải quyết bức xúc về giáo dục của họ. Những người hưởng lợi từ các tổ chức này cụ thể tập trung vào ba khu vực chính là sinh viên, chủ trang trại, và những người muốn làm chủ một căn nhà cho mình.

Tổ chức trung gian phát hành chứng khoán của mình thông qua một nhóm bán selling group gồm các công ty kinh doanh chứng khoán. Tiền thu được

của đợt phát hành sẽ được cho một ngân hàng hoặc một định chế có chức năng khác vay. Sau đó, ngân hàng cho các cá nhân đang tìm tài trợ thành phần đã kể trên vay lại.

Những chứng khoán của tổ chức trung gian được chính phủ bảo trợ là loại không được chính phủ bảo đảm. Tuy vậy, bản chất bảo trợ của chính phủ đối với các tổ chức cho ta giả định rằng lẽ nào chính phủ lại để các tổ chức làm "nhiệm vụ chính trị" đó lâm vào bế tắc!? Những tổ chức được bảo trợ hiện nay ở Mỹ điển hình như:

□□□□□□□□□□ Các Ngân Hàng Tín Dụng Nông Nghiệp Liên Bang FFCB

□□□□□□□□□□ Hiệp Hội Để Đương Nhà Nước Liên Bang FNMA

□□□□□□□□□□ Các Ngân Hàng Cho Vay Mua Nhà FHLB

□□□□□□□□□□ Chức Để Đương Cho Vay Mua Nhà FHLMC

□□□□□□□□□□ Hiệp Hội Tài Trợ Sinh Viên SLMA

Loại thứ hai là loại tổ chức trung gian trực thuộc liên bang Federal agencies. Tổ chức trung gian trực thuộc liên bang có liên hệ ràng buộc trực tiếp với chính phủ Mỹ. Các trung gian này thông thường được bọc lót với sự bảo đảm bằng quyền năng về tài chánh của chính phủ full faith & credit - gồm quyền hành xử tiền thuế và vay mượn cộng với nguồn huy động khác ngoài thuế trong việc trả vốn gốc và tiền lãi đối với trái phiếu đã phát hành. Trái phiếu của các tổ chức trung gian loại này điển hình có Ngân Hàng Xuất Nhập Khẩu Mỹ EXIMBANK và Hiệp hội Để đương Quốc gia trực thuộc Chính phủ GNMA. Các chứng khoán loại GNMA ở Mỹ được gọi phổ biến theo ngữ âm đọc tắt là Ginnie Mae.

Ginnie Mae là loại chứng khoán trung gian có độ an toàn cao nhất và rất được ưa chuộng. Tại Mỹ, đây là loại chứng khoán điển hình đáp ứng tốt nhất yêu cầu đầu tư dài hạn. Những người muốn có một khoản thu nhập đều đặn trong tương lai thì đây là kênh đầu tư hấp dẫn. Những khoản thu nhập đó có thể trang trải chi dùng hoặc được sử dụng uyển chuyển để tái đầu tư. Đó là tập hợp của một chuỗi giá trị trong tương lai đối với một khoản đầu tư hiện tại. Khoản đầu tư sẽ tích lãi kép và cho đến thời điểm "thu hoạch" theo thỏa thuận, mỗi tháng, người đầu tư nhận được một đợt tiền mặt gồm cả vốn lẫn lãi, và đều đều như vậy cho đến khoản trả cuối cùng, tiền gốc principal lúc đó cũng bằng zero - ở những khoản trả cuối cùng, tiền gốc tiệm cận đến zero - Do đó ta dễ thấy cách đầu tư này khác biệt rất cơ bản so với T- notes hoặc T- bonds. Các Ginnie Mae cũng có thể mua đi bán lại tại các thị trường thứ cấp. GNMA trả lãi cao hơn các chứng khoán kho bạc "T" tương ứng về thời gian đáo hạn. Việc trả lãi và gốc cũng được bảo đảm đúng hạn vì được bảo kê bởi chính phủ liên bang. Mệnh giá nhỏ nhất của một Ginnie Mae hiện nay là 25.000 USD.

Một cách tổng quát, các chứng khoán trung gian có lãi suất tương đương cao hơn các trái phiếu trực tiếp của chính phủ T- bill, T- note, T- bond nhưng lại thấp hơn lãi nhận được từ các chứng khoán nợ của công ty. Thời gian đáo hạn của các chứng khoán trung gian thay đổi từ rất ngắn hạn cho đến tương đối dài hạn. Việc chào bán áp dụng theo một bách phân trên mệnh giá và được mua đi bán lại trước ngày đáo hạn.

Chứng khoán trung gian được bảo kê theo một số cách như: 1 bằng thế chấp tiền mặt, trái phiếu của chính phủ và các chứng khoán nợ; 2 bằng sự bảo đảm của Kho bạc Nhà nước; 3 bằng đặc quyền được vay tiền kho

bạc dành cho tổ chức trung gian, hoặc trong một số ít trường hợp 4 bằng quyền năng về tài chính của chính phủ full faith & credit.

Tại Mỹ, người ta gọi loại chứng khoán này bằng vài cách tương tự nhau: agencies, agency issues, agency securities. Ta có thể tạm dùng là "chứng khoán tổ chức trung gian" hoặc "chứng khoán trung gian".

Ngoài các ý nghĩa về kinh tế xã hội thuộc phạm vi điều tiết vĩ mô của nhà nước, về phương diện kỹ thuật, nó loại bỏ cách cho vay tài trợ đơn điệu, loại bỏ sự ỷ lại có thể có của đối tượng mục tiêu được hưởng lợi, đồng thời tạo ra một không gian kinh tế tương tác thể hiện trong cách thu xếp để các nghiệp vụ chuyển hoá theo một logic cộng sinh.

Trong quá trình thực hiện các chính sách xã hội như vậy, nhà nước đóng vai trò là tác nhân bảo kê cao nhất, những người đi vay là diện hưởng lợi từ chính sách. Nhưng không đơn thuần chỉ có hai nhân vật chính này. Nhà nước, chỉ với uy tín của mình đã có thể tạo ra một trung gian thu hút vốn và hình thành thêm một kênh đầu tư hấp dẫn, thuận tiện và an toàn cao, lại hợp khẩu vị của thị trường.

Chính những thứ này làm cho những người có tiền sẽ thực hiện đầu tư theo đường lối bảo thủ với lãi suất không cần cao lắm vào các chứng khoán diện nhà nước. Điều đó mặc nhiên nuôi dưỡng và phục vụ cho chính sách của nhà nước, cụ thể hoá các chính sách thành một hiện thực đầy tính thuyết phục. Nhà nước không cần trực tiếp bỏ tiền hoặc nhảy vào sự vụ. Quá trình đó còn có sự tham gia của nhiều công ty hoặc định chế công ích, tài chính, ngân hàng, và tạo được sự tương tác loang rộng, tồn tại theo nhịp độ của thị trường.

## **Trái phiếu đô thị**

Có thể đã hơn một lần ta được nghe nhắc đến trái phiếu đô thị, hoặc đâu đó người ta đề cập đến loại trái phiếu công trình, ... Điều này cho thấy rằng đây là một công cụ huy động tài chính không xa lạ lắm, hoặc có thể nói sẽ không còn xa lạ nữa đối với đời sống kinh tế Việt Nam. Để có một sự hiểu biết đầy đủ và không bị sai lệch, làm cơ sở tham khảo về trái phiếu đô thị, ta sẽ chọn nguồn tiếp cận có gốc gác khai sinh và đã phát triển hiệu quả thành khuôn mẫu chuyên nghiệp, được khái quát và đúc kết thành những quy chuẩn chung có ý nghĩa ngành, chứ không còn là của riêng nước Mỹ.

Về mặt chất lượng, trái phiếu đô thị municipal bonds thuộc loại có niềm tin cao nhất. Ở Mỹ, chúng chỉ đứng sau trái phiếu chính phủ và trái phiếu trung gian chính phủ các agencies. Chúng khoán đô thị chủ yếu được các cấp chính quyền trực thuộc chính phủ phát hành và quản lý với sự cho phép bằng những khung quy định cụ thể của chính phủ. Ở Mỹ, đó là các lãnh thổ, tiểu bang và các cơ quan thuế được phân quyền hợp pháp.

Những nội dung phải làm rõ trong một đợt phát hành gồm có:

- Xác định các điều kiện về món nợ của trái phiếu và lịch hoàn trả.
- Chứng minh năng lực phát hành hợp pháp của cấp chính quyền phát hành trái phiếu.
- Liệt kê những đặc điểm cụ thể của đợt phát hành.
- Trình bày dự trù sử dụng tiền vay.
- Cung cấp thông tin tài chính về tình hình sức khoẻ kinh tế đối với địa phương và cộng đồng.

## **CÁC THỦ TỤC ĐĂNG KÝ CHỨNG KHOÁN ĐÔ THỊ**

- **Hợp đồng trái phiếu bond contract:**

Đây là hợp đồng mà một địa phương phát hành sẽ tham gia ký kết với những người bảo lãnh bao tiêu hoặc những người đầu tư vào trái phiếu đó thường là những nhà đầu tư lớn thương lượng mua trực tiếp.



- **Nghị quyết phát hành trái phiếu bond resolution:**

Các chính quyền địa phương phát hành và bán trái phiếu đô thị dựa trên cơ sở một quyết định thừa nhận công khai đợt phát hành của mình. Nghị quyết phát hành trái phiếu thể hiện ý chí và trách nhiệm của địa phương đối với nghĩa vụ vay nợ thông qua hình thức trái phiếu đô thị.

- **Hợp đồng trách nhiệm:**

Tất cả các đợt phát hành trái phiếu nói chung đều phải có một đại diện đứng ra bảo vệ quyền lợi cho người mua trái phiếu. Các đại diện được uỷ nhiệm đó, được gọi là các "trustee", sẽ thay mặt người đầu tư trái phiếu ký với chủ thể phát hành issuer một giao ước trách nhiệm trust indenture để theo dõi một đợt trái phiếu trong suốt thời gian chúng còn hiệu lực.

- **Báo cáo phát hành OS - Official Statement:**

Báo cáo phát hành được sử dụng trong hoạt động chứng khoán đô thị để thông tin công khai một cách chính thức và đầy đủ các chi tiết liên quan đến một đợt phát hành trái phiếu mà chính quyền địa

phương đang muốn huy động và sẽ chịu trách nhiệm trực tiếp. Một báo cáo phát hành như vậy có giá trị tương đương với một bản cáo bạch prospectus dùng trong phát hành chứng khoán doanh nghiệp.

- **Báo cáo phát hành thăm dò preliminary OS:**

Giống như một cáo bạch thăm dò preliminary prospectus, báo cáo phát hành thăm dò cũng công khai nội dung các thông tin về đợt phát hành giống như trong báo cáo phát hành chính thức để đo

lường mức độ đón nhận của quần chúng và thị trường đối với đợt phát hành đó, ngoại trừ yếu tố lãi suất và giá của trái phiếu được chào bán là chưa có.

- Ý kiến về pháp lý legal opinion:

Ý kiến này xác định trái phiếu phát hành là phù hợp với các luật lệ hiệu lực hiện hành, quy định về quyền hạn của địa phương và các thủ tục nền tảng. Ý kiến về pháp lý được một hãng tư vấn pháp luật có chuyên môn về trái phiếu xác nhận và có giá trị tương tự như một xác nhận về kiểm toán đối với doanh nghiệp.

## **CÁC LOẠI TRÁI PHIẾU ĐÔ THỊ**

- Trái phiếu công ích general obligation bonds - GOs:

Là loại trái phiếu đô thị được bảo đảm cả tiền gốc và tiền lãi bằng toàn bộ các nguồn thu tài chính và quyền lực thu thuế của chủ thể phát hành chính quyền địa phương. Sự hứa hẹn bọc lót rộng rãi này làm cho trái phiếu công ích có chất lượng cao hơn những loại có một đảm bảo đặc thù hoặc giới hạn hơn. Tuy nhiên, theo lẽ thường thì thu nhập của người mua trái phiếu lợi suất dạng này sẽ ở mức thấp. Do đặc tính bảo đảm cao dựa vào năng lực thanh toán của chính quyền địa phương, ở Mỹ loại trái phiếu GO được xếp loại cao nhất, gọi là "full- faith- and- credit bond".

Một số điểm đáng lưu ý tham khảo đối với loại trái phiếu công ích này gồm có:

- Giới hạn theo luật về lượng nợ mà chính quyền địa phương được phép huy động. Giới hạn này được Nhà nước cho phép hoặc hội đồng địa phương nghị quyết.
- Việc huy động GOs cần phải được nhân dân địa phương người đóng thuế chấp thuận bằng một cuộc trưng cầu gọi là voter approval
- Xác định một giới hạn mức đánh thuế. Bởi vì trái phiếu GOs được tài trợ bởi thuế đánh trên giá trị tài sản ad- valorem tax cho nên người ta rất ngại chính quyền địa phương nâng thuế một cách tùy tiện để có tiền trả nợ. Việc giới hạn mức đánh thuế theo đó phải được khống chế không cho vượt một bách phân nào đó trên giá trị tài sản hoặc không được tăng quá một bách phân cho phép trên cơ sở mỗi năm.
- Phối hợp nghĩa vụ chung tại vùng chồng lấn. Những địa phương có quyền lợi cộng đồng gắn kết trên một đường biên giới chung, khi huy động trái phiếu đô thị vào việc công ích mà phúc lợi sẽ được chia sẻ cho cả vùng có sinh hoạt qua lại đó có thể phối hợp điều hành trái phiếu đô thị theo một phương thức kết hợp song phương. Ví dụ, một thành phố nằm trong hoặc chung địa giới với một tỉnh có thể chia sẻ trách nhiệm về món nợ huy động bằng trái phiếu GOs mà tỉnh chủ trương để xây dựng một công viên sinh thái chẳng hạn.

- [Trái phiếu thu nhập revenue bonds:](#)

Là loại trái phiếu đô thị có lãi và gốc được trả dựa theo thu nhập cho bởi công trình mà đợt trái phiếu đó tài trợ. Ví dụ dễ thấy nhất của loại trái phiếu thu nhập là các dự án về cầu đường cao cấp có thu phí, phát triển nhà ở, nới rộng bến cảng, sân bay,..

Tại các nước công nghiệp hiện đại, lịch sử phát triển của họ có phần đóng góp quan trọng của những "viên gạch" sắm vai trái phiếu thu nhập này. Đây là loại trái phiếu tập trung chủ yếu để phát triển hạ tầng, giúp các chính phủ nhẹ gánh ngân sách. Hiện nay 1999, ở Việt Nam cũng đã thực hiện nhiều dự án xây dựng hạ tầng có thu phí, nhưng chủ yếu sử dụng nguồn vốn vay ưu đãi hoặc đầu tư trực tiếp từ nước ngoài. Một ít sử dụng vốn trong nước, nhưng ở dạng vận dụng từ các nguồn tích lũy hoặc chiếm dụng ngân sách. Trong khi đó trái phiếu thu nhập để xây dựng công trình trái phiếu công trình là loại huy động đại chúng rất phổ biến và hiệu quả tại nhiều nước, hứa hẹn được sự đón nhận rộng rãi của bà con ta, thì hầu như chưa được quan tâm nghiên cứu xúc tiến tại nước nhà. Đây là điều rất đáng tiếc.

Trái phiếu thu nhập thường được xem là có chất lượng thấp hơn trái phiếu công ích. Điều cần biết là mỗi công trình có thể có những rủi ro rất khác nhau, và tùy thuộc vào việc khai thác có hiệu quả hay không công trình đó. Thu nhập thu hoạch dùng để trả nợ từ các công trình tùy theo loại và gồm có: thu tiền người sử dụng các tiện ích công cộng, phí cầu đường, tiền đặc nhượng khai thác và phí sử dụng phi cảng, chỗ neo tàu thuyền, đậu xe,... Các chương trình nhà ở thì có tiền bán hoặc cho thuê nhà. Cũng có trường hợp cơ quan phát hành trái phiếu thu nhập thu xếp với chính quyền và các tổ chức khác thu nguyên công trình dài hạn. Trái phiếu thu nhập được huy động và điều hành bởi các tổ chức xây dựng và

khai thác dạng xí nghiệp, do chính quyền địa phương quản lý. Trái phiếu thu nhập không lệ thuộc vào một mức giới hạn về lượng huy động theo luật như loại GOs và cũng không cần ra dân để lấy ý kiến.

Các trái phiếu thu nhập thường có lợi suất rất hấp dẫn nhưng có thể bị rủi ro, vì chúng thường không được bảo kê bằng bất cứ nguồn nào khác ngoài chính thu nhập từng công trình mà chúng góp phần làm ra một cách độc lập.

Trên mặt một chứng chỉ trái phiếu thu nhập luôn luôn có giới thiệu một hợp đồng trách nhiệm để tham khảo. Đây là bằng chứng về những điều khoản ràng buộc giữa chủ thể phát hành và tổ chức được ủy quyền hợp pháp đại diện cho tất cả mọi người cầm trái phiếu đó. Những điều được giao kết trong một hợp đồng trách nhiệm trust indenture thường gồm:

- Điều khoản về lãi suất
- Điều khoản bảo vệ
- Điều khoản bảo hiểm
- Điều khoản về phát hành trái phiếu bổ sung
- Điều khoản về quỹ hoàn trái sinking fund
- Điều khoản bất khả kháng catastrophe
- Điều khoản quản lý sử dụng tiền huy động flow of funds
- Điều kiện về việc thu hồi trái phiếu call features.

## **GIỚI THIỆU MỘT SỐ LOẠI TRÁI PHIẾU THU NHẬP ĐẶC BIỆT**

- **Trái phiếu thu nhập phát triển công nghiệp** Industrial development revenue bonds, viết tắt là IDRs hay IDBs:

Gồm các trái phiếu phát triển hạ tầng công nghiệp địa phương và trái phiếu kiểm soát ô nhiễm. Các chính quyền địa phương phát hành các loại trái phiếu này nhằm xây dựng các công trình tiện ích, mua thiết bị,... sau đó cho một công ty thuê lại để khai thác. Trách nhiệm trả vốn và lãi cho người mua trái phiếu được chuyển lại cho công ty nhận thuê này. Công ty khai thác quản lý và điều hành tài sản được chính quyền chọn thường là một công ty tư hoạt động tiện ích. Những công trình mà loại trái phiếu này tài trợ là những loại không khẩn thiết lắm, chẳng hạn hệ thống phân phối điện nước, khí đốt, hệ thống vận tải công cộng, xử lý chất thải,...

Ở đây chúng ta cần lưu ý một quan điểm, theo phân loại của Mỹ thì có loại trái phiếu mang chức năng thiết yếu essential function bond được nhà nước ưu tiên hơn loại không khẩn thiết non-essential function bond hay còn gọi là private activity bond. Các hoạt động được gọi là khẩn thiết dựa vào ý nghĩa mục đích truyền thống mà chính quyền phải lo, trong đó có cơ ngơi và phương tiện làm việc của chính phủ, thư viện, công viên, đường sá, trường học, nhà tù,...

- **Trái phiếu bọc lót bằng thuế đặc biệt, người thụ hưởng đặc biệt:**

Những công trình đặc biệt nào đó cần có trong một cộng đồng dân cư, nhưng không thuộc loại khẩn thiết, có thể được huy động vốn bằng trái phiếu đô thị loại thu nhập để xây dựng. Khác với các GOs, loại này sẽ được khoan lại một số nguồn thu để trả, chủ yếu là nguồn thu từ các đối tượng trực tiếp sử dụng các tiện ích này. Ví dụ chính quyền sẽ xây một trung tâm sinh hoạt cộng đồng từ nguồn vốn huy động bằng trái phiếu. Nguồn trả vốn và lãi cho các trái phiếu đó sẽ được bảo đảm từ tiền thuế thu trên hoạt động của các phương tiện lưu trú, đậu xe, nhà

hàng,... làm dịch vụ trực tiếp cho trung tâm đó, cùng với tiền cho thuê phục vụ nếu có. Những ví dụ khác có thể là các khu vui chơi giải trí, thể thao, ..

- **Trái phiếu phát triển nhà ở:**

Loại trái phiếu này có thể được các nhà nước bảo đảm hoàn toàn. Tiền huy động từ trái phiếu này sẽ cung cấp ngân quỹ để các định chế tài chính cho các đối tượng có nhu cầu vay, với lãi suất tương đối thấp, nhằm mục đích mua nhà ở mới. Tiền gốc và lãi của trái phiếu được bảo đảm nhờ vào tài sản thế chấp theo thủ tục của các món nợ cho vay kia.

- **Trái phiếu bọc lót hai lần double- barreled bonds hay combination bonds:**

Đây là loại trái phiếu huy động tài trợ các công trình trọng điểm, theo đó lãi và vốn được trả từ thu nhập thông qua khai thác công trình. Tuy nhiên các trái phiếu đó đồng thời cũng được bảo trợ bởi năng lực hành thu thuế của một địa phương.

- **Trái phiếu nhà nước bảo nhận nghĩa vụ tinh thần - moral obligation bonds:**

Loại này có thể là của chính quyền trung ương chính phủ bảo nhận hoặc là của địa phương địa phương bảo nhận. Những sự bảo nhận hàm ý như là một lời cam kết nhưng không rõ ràng như được bảo kê hoàn toàn theo phương thức "full- faith- and- credit" có chỉ định nguồn bảo đảm chi trả của nhà nước. Các món nợ được bảo nhận bằng đạo lý này được phát hành nhằm để lách các hạn chế về mặt luật trong huy động nợ. Trong

thực tế, nếu các khoản thu công trình không đủ trả nợ, địa phương có đủ thể mạnh sử dụng các nguồn hợp pháp để bảo trợ.

Về kỹ thuật, một trái phiếu đô thị có thể là loại dài hạn, ngắn hạn, chiết khấu, lãi suất định kỳ hoặc kết hợp. Ta khảo sát thêm hai loại sau đây để rõ vấn đề hơn.

- **Trái phiếu đô thị chuyển đổi municipal convertible**

Đây là một trái phiếu đô thị dài hạn và có kỹ thuật phát hành và duy trì rất độc đáo. Đầu tiên nó được phát hành với thể thức cho người mua trái phiếu hưởng một mức chiết khấu khá hậu hĩ trên mệnh giá, và sẽ không được tính lãi cho tới một thời điểm quy định. Tại thời điểm quy định này việc trả các lãi suất định kỳ sẽ bắt đầu và duy trì tiếp tục cho đến thời gian đáo hạn.

Ví dụ minh họa, một trái phiếu đô thị được phát hành vào năm 1998 có thời gian đáo hạn vào năm 2018. Ngay khi phát hành, trái phiếu áp dụng chiết khấu 25% và không được tính lãi đến ngày 31- 12- 2003. Từ 1- 1- 2004 trái phiếu được tiếp tục trả lãi định kỳ 6 tháng một lần, với lãi suất 7% một năm chẳng hạn, cho đến ngày đáo hạn.

Bản chất của loại trái phiếu chuyển đổi này là một sự kết hợp giữa loại trái phiếu không trả lãi định kỳ zero- coupon và trái phiếu trả lãi định kỳ bình thường.

- **Trái phiếu đô thị ngắn hạn:**

Các tỉnh, thành phố, đặc khu là các địa phương trực thuộc trung ương có thể cần những khoản chi tiêu ngắn hạn. Việc huy động các khoản vay



ngắn hạn này có thể theo thủ tục riêng và được thực hiện thông qua hình thức trái phiếu đô thị ngắn hạn municipal note. Các trái phiếu đô thị ngắn hạn thường được phát hành với thời gian đáo hạn là 12 tháng, tuy nhiên theo ước lệ, loại này có khung đáo hạn từ 3 tháng đến 3 năm.

Việc điều hành trái phiếu đô thị cần có một khung pháp lý tối thiểu quy định các nội dung liên quan đến chủ thể phát hành, phương thức phát hành, chủng loại trái phiếu đô thị, phương thức mua bán thứ cấp, yêu cầu thông tin đầy đủ và vấn đề bảo vệ người đầu tư.

Trái phiếu đô thị dù là hình thức huy động nợ của chính quyền địa phương, nó luôn mang hình ảnh và uy tín của nhà nước, do đó các quy định liên quan đến thẩm quyền phát hành, nguồn trả nợ, trách nhiệm trả nợ, các cơ chế kiểm tra giám sát,... là những yếu tố cực kỳ quan trọng, cần được chế định càng chi tiết càng tốt. Việc phát hành và điều hành trái phiếu cần tuân thủ những quy trình và theo các thủ tục rất chặt chẽ. Chẳng hạn ở Mỹ, các trái phiếu đô thị được phân loại và định mức được "bảo hộ" tới đâu. Có loại được xếp hạng thấp và người đầu tư phải chịu rủi ro gần giống như trái phiếu công ty, nghĩa là cũng có thể bị mất vốn. Việc phát hành có khi phải "ra dân" để nhận được sự chấp thuận trường hợp các GOs, cấp nào được đứng phát hành, phát hành bao nhiêu và loại nào đều được quy định rõ.

Thông thường hầu như tất cả trái phiếu thu nhập revenue bond được phát hành thông qua thương lượng và được phân phối đại chúng hoặc bán riêng từng khối lớn cho khách hàng đặc biệt. Các trái phiếu công ích GOs lại được thực hiện việc đấu giá cạnh tranh bởi các ngân hàng đầu tư, họ lập thành những nhóm bao tiêu và đấu với nhau bằng cách đưa ra mức chi phí

bán cạnh tranh để chủ thể phát hành chọn lựa. Chủ thể phát hành lúc nào chẳng muốn thu về cao, nên họ sẽ chọn bán cho ai đưa ra mức phí thấp nhất. Sau khi thắng thầu, các nhà bao tiêu sẽ bán lại cho công chúng theo giá mới đã có lời, gọi là giá tái phát hành reoffering price.

Các yêu cầu về trình tự giải trình và duyệt xét đối với một đợt phát hành trái phiếu đô thị, nói chung, cũng chặt chẽ như phát hành chứng khoán công ty. Có một điểm đặc biệt mà ta cần lưu ý trong phát hành trái phiếu đô thị, đó là cả ba đối tượng chính quan hệ quyền lợi trong một đợt phát hành đều có sự giám sát rất cụ thể và như là một thủ tục về mặt luật: chủ thể phát hành cần có "ý kiến về pháp lý" của một cố vấn phát hành trái phiếu bond counsel. Nhà bảo lãnh cần nhờ đến cố vấn để đại diện quyền lợi cho mình gọi là cố vấn nhà bao tiêu underwriter's counsel. Và quần chúng đầu tư luôn được bảo vệ quyền lợi của mình thông qua một "hợp đồng trách nhiệm" trust indenture do một đại diện uỷ quyền trustee đảm nhận.

## **Lược qua Các loại trái phiếu công ty**

### **Loại trái phiếu có bảo đảm**

Trái phiếu có bảo đảm secured bonds là loại được xếp hạng bảo vệ cao, chủ yếu là bằng các tài sản dùng để cam kết trả nợ. Khi doanh nghiệp phá sản, đại diện được uỷ nhiệm trustee của đợt phát hành sẽ thay mặt các trái chủ bond-holders quản lý các tài sản đó và thanh lý chúng để phân phối tiền lại cho trái chủ. Các loại trái phiếu có bảo đảm được xếp loại từ cao đến thấp theo tài sản đứng sau chúng, và gồm có:

- **Trái phiếu có tài sản đảm bảo mortgage bond**

là loại dài hạn có độ an toàn cao nhất so với các trái phiếu cùng loại. Tài sản bảo đảm được quản lý theo thủ tục cầm cố. Có hai loại tài sản đảm bảo:

- Dạng đóng closed- end mortgage, loại này không cho tổ chức phát hành trái phiếu dùng tài sản mortgage để vay mượn thêm, nhằm tạo một sự bảo vệ cao cho các trái chủ.

- Dạng mở open- end mortgage, cho phép các công ty phát hành được phép sử dụng tài sản đã mortgage để huy động thêm nợ, nhưng thường là trong một giới hạn quy định. Về kỹ thuật, trái phiếu mortgage thường được các công ty tiện ích phát hành theo các sê- ri series, với lượng phát hành bằng nhau và kế tục theo lối cuốn chiếu.

- [Trái phiếu bảo kê theo thiết bị equipment trust certificates,](#)

là các trái phiếu trung và dài hạn. Lãi được trả cho loại này là nguồn cho thuê và khai thác thiết bị leasing. Loại trái phiếu này có một lịch sử sử dụng tài trợ rất hiệu quả, đồng thời cung cấp một công cụ rất an toàn cho người đầu tư, đặc biệt trong hai ngành đường sắt và hàng không, để mua sắm và đổi mới tàu xe và phi cơ.

- [Trái phiếu bảo kê bằng thế chấp collateral trust bonds,](#)

Là loại trái phiếu dài hạn được các công ty phát hành huy động tài chính vay nợ bằng cách dùng các cổ phần của các công ty khác mà công ty đó đang sở hữu để thế chấp, thay vì thế chấp bằng tài sản hữu hình. Đa số loại này được các "holdings", đang nắm và chi phối cổ phần các công ty

con, phát hành để vay mượn bằng chính lợi thế về lượng cổ phần mà họ đang có trong tay đó.

### **Các trái phiếu không có bảo đảm**

Trái phiếu không có bảo đảm lại là loại phổ biến trên TTCK và được các công ty cổ phần sử dụng chủ yếu để huy động vốn bằng chứng khoán nợ.

- **Trái phiếu thường debentures**

là loại có bảo đảm duy nhất bằng uy tín công ty. Khi công ty chẳng may bị phá sản, trong dòng người chờ để được "chiếu cố", các chủ nợ loại này xếp hàng chỉ trước anh cổ đông có cổ phần ưu đãi. Nhưng chính loại trái phiếu này mới được xem là "con đẻ" của TTCK. Tuy nhiên, cũng cùng một xuồng với "debentures" lại có thêm một "subordinated debentures" trái phiếu thường bị lệ thuộc, có ưu tiên được "bắt đền" còn kém hơn các debentures thường nữa. Bù lại, các loại này có lợi suất rất hấp dẫn và đặc biệt chỉ có các công ty làm ăn rất uy tín mới đủ hấp lực huy động.

- **Trái phiếu thường chuyển đổi được convertible debentures**

là loại có thêm sự chọn lựa dành cho người đầu tư nào muốn hoán chuyển chúng ra cổ phần thường, với một số điều kiện xin xem chuyên đề "Chứng khoán chuyển đổi"

- **Trái phiếu được bảo lãnh guaranteed bonds:**

Trường hợp một công ty chưa tạo được chỗ đứng về niềm tin trên một thị trường thì rất khó phát hành trái phiếu thường để huy động nợ. Tuy nhiên, họ có thể nhờ một công ty có uy tín khác dùng lợi thế về tên tuổi để bảo

kê cho mình. Thường thường đó là một đối tác trong liên doanh joint venture hoặc quan hệ công ty mẹ công ty con trong các holdings. Sự bảo đảm bao hàm cả việc trả lãi lẫn thanh toán tiền gốc.

- Trái phiếu thu nhập income bonds

là một loại chứng khoán dài hạn và có đặc điểm tổ chức phát hành chỉ phải trả lãi khi nào công ty có lời dư để trả: Loại này thường được các công ty đang gặp khó khăn về tài chính, đang trong quá trình tái tạo lập từ nguy cơ phá sản sử dụng, có cam kết trả tiền gốc nghiêm chỉnh. Do không xác định việc trả lãi, nó được giao dịch theo phương thức cố định không lãi, thuật ngữ tiếng Anh là "flat" và thường được bán thấp xa mệnh giá. Do đặc điểm có sự thay đổi, điều chỉnh trong thu nhập, trái phiếu này còn được gọi là "adjustment bonds".

- Trái phiếu không nhận lãi zero- coupon bonds

xin tham khảo phần chuyên đề về loại này.

- Trái phiếu đầu cơ speculative bonds

người ta còn gọi là "junk bond" trái phiếu tạp. Đây là loại có lợi suất cao nhưng rủi ro không kém, được xếp hạng rất thấp dưới BB xa theo cách xếp của S&P's. Loại trái phiếu này được dành chủ yếu cho người có thân kinh mạnh, ít được người đầu tư bình thường chấp nhận,... Luật lệ tài chính và TTCK khuyến cáo những người quản lý các quỹ cho khách hàng không nên sử dụng các loại trái phiếu chất lượng thấp này. Bản thân từ "Junk" trong tiếng Anh cũng đã xếp loại chúng như đồ "lạc xoong".

- Trái phiếu ngoại lai

gọi là euro bonds, nhưng để chỉ chung cho tất cả các trái phiếu ngoại quốc phát hành và giao dịch tại một nước ngoài nào đó, không kể là tại xứ Âu hay Á. Trái phiếu đó ghi tiền của nước khác với nước mà nó được mua bán. Ví dụ trái phiếu có mệnh giá bằng đồng Việt Nam nếu được bán tại châu Âu hoặc ngay như tại Nhật Bản chẳng hạn, đều được gọi là "euro bond", nếu trái phiếu đó mệnh giá bằng đô- la Mỹ thì còn được gọi là Eurodollar bond.

Tại thị trường tài chính Mỹ, các trái phiếu do các công ty và chính phủ nước ngoài phát hành và được phép giao dịch trên các TTCK nước này được gọi chung là "Yankee bond": Các chứng khoán nợ loại này có mệnh giá bằng đồng đô- la Mỹ khác với euro bond có mệnh giá bằng tiền nước ngoài, thường được các công ty và chính phủ nhiều nước phát hành theo quy định và quan hệ hiệp thương hai bên nhằm tận dụng lợi thế khi tình hình kinh tế tài chính Mỹ khả quan hơn nước phát hành. Bản thân trái phiếu Yankee bị tác động chủ yếu bởi lãi suất thị trường Mỹ và tình hình tài chính công ty hoặc quốc gia phát hành.

## **Chứng khoán đặc biệt của các Công ty Cổ phần**

### **Chứng khoán chuyển đổi**

Về cơ bản, một công ty cổ phần có cơ cấu vốn gồm cổ phần thường, cổ phần ưu đãi và trái phiếu các loại. Bấy nhiêu tưởng đã quá đủ để các công ty xoay xở nhằm giải quyết vấn đề vốn. Nhưng chuyện không đơn giản như chúng ta nghĩ. Trong quá trình tồn tại và phát triển, công ty vừa phải tính toán nên cần đồng tiền nào cho có lợi nhất, vừa phải "gò" theo một hành lang gồm nhiều luật và lệ chi phối. Chẳng hạn như luật chứng khoán, điều lệ công ty, các ước lệ thị trường, phản ứng tâm lý của người

đầu tư bên trong, kẻ quan sát bên ngoài,... lắm lúc làm cho những "sản phẩm đơn giản và truyền thống" kia không thể phát huy. Để tạo hấp dẫn, chúng cần đến sự chế biến, cho gia vị vào, cải tiến bao bì mẫu mã, thêm cả món ăn chơi, nếu cần, .. Chẳng khác nào trong chuyện ăn uống.

Cách khái quát trên đây không phải lý luận đơn thuần hoặc cho vui, mà là một thực tế hành xử phổ biến của thị trường vốn đã được đúc kết thành những sản phẩm đặc biệt, làm tăng phần phong phú hay có thể nói là linh hoạt trong TTCK. Đó là trường hợp các chứng khoán chuyển đổi convertible securities, các đặc quyền mua rights hoặc cam kết bán warrants, để lấy cổ phần thưởng.

### **Chứng khoán chuyển đổi**

Các chứng khoán chuyển đổi là loại trái phiếu trái phiếu thường - debentures, hoặc cổ phần ưu đãi, có thêm đặc tính chuyển đổi được ra cổ phần thường. Như ta đã biết, cổ phần thường là loại cổ phần đóng góp và chia sẻ thật sự vào hoạt động làm ăn của một công ty cổ phần. Trong khi đó, các trái phiếu và cổ phần ưu đãi thì thiên hẳn về chủ trương kiếm lợi. Loại trái phiếu được xem là của những "Ủng hộ viên" bên ngoài, còn cổ phần ưu đãi dành cho những người chỉ "tháp tùng thôi chứ không thi đấu" bên trong. Họ quan hệ với công ty trên cơ sở "sòng phẳng" hơn, vì họ muốn nhận các khoản lợi cố định. Gọi là cổ phần ưu đãi, nhưng không phải đó là loại "ngon" hơn cổ phần thường. Ưu đãi chỉ có ý nghĩa về thứ tự giải quyết quyền lợi và cổ tức ổn định thôi. Trong trường hợp công ty ăn nên làm ra, mà công ty nào lại chẳng mưu cầu như vậy!, cổ phần thường mới là "ông hoàng" trong thị trường vốn.

Nhờ khả năng thuyết phục của cổ phần thường, các công ty dùng chiêu thức "chuyển đổi" để hấp dẫn người mua trái phiếu hoặc cổ phần ưu đãi. Đây là nghệ thuật huy động tài chính cho công ty theo phương thức triển hạn việc tăng vốn góp equity. Người mua và sở hữu cổ phần ưu đãi chuyển đổi hoặc trái phiếu chuyển đổi vẫn còn bị "treo" đó cho đến ngày hiệu lực, chưa được công nhận là chủ sở hữu đầy đủ của công ty theo dạng cổ phần thường. Đến thời điểm quy định, nếu các trái phiếu thường được chuyển đổi thành cổ phần thường thì cơ cấu vốn của công ty sẽ được thay đổi, từ nợ debt sang vốn góp equity.

- Những lợi điểm đối với chủ thể phát hành:

Công ty phát hành chứng khoán chuyển đổi có thể trông cậy vào một số lý do như:

- Những chứng khoán chuyển đổi được trả lãi ít hơn loại không chuyển đổi, vì bản thân khả năng chuyển đổi đã là một quyền lợi dành cho người sở hữu.
- Công ty có thể loại bỏ chi phí vốn, do phải trả lãi cố định, một khi việc chuyển đổi được thực hiện; điều này cũng có nghĩa là giảm nợ.
- Tránh được việc tạo ra một sự gia tăng nhanh lượng cổ phần trên thị trường, bởi vì việc chuyển đổi diễn ra qua một thời gian dài sau khi phát hành. Đây là một cách đánh lạc tâm lý hoặc xoa dịu thị trường.
- Bản thân công ty phát hành tránh làm loãng ngay lập tức thu nhập trên mỗi cổ phần thường trong kỳ của đợt huy động vốn đó.

- Những bất lợi đối với chủ thể phát hành:



Chủ thể phát hành, tuy vậy, cũng không thể tránh khỏi một số bất lợi, đó có thể gồm:

- Vốn góp của cổ đông cuối cùng vẫn bị loãng dilution vào thời điểm chuyển đổi.
- Một sự chuyển đổi lớn và có ý đồ có thể tạo ra một sự thay đổi về cơ cấu kiểm soát công ty.
- Sự giảm nợ trong công ty thông qua phương thức chuyển đổi cũng có nghĩa rằng công ty mất lợi thế về sử dụng đòn bẩy tài chính bằng nợ.
- Việc chuyển đổi từ hình thức nợ vay qua hình thức vốn riêng sẽ làm tăng tiền thuế phải đóng trên thu nhập công ty.
- Bản thân trạng thái "khả năng chuyển đổi" còn treo lơ lửng một sự không ổn định trong cơ cấu tài chính của công ty trong suốt thời gian hiệu lực.

- Những lợi điểm hấp dẫn người mua:

Đối với người đầu tư mua chứng khoán chuyển đổi, họ nhắm đến một số mục đích thuận lợi như sau:

- Loại trái phiếu chuyển đổi dù sao vẫn là loại cho lãi suất ổn định và có thể nhận lại tiền gốc theo mệnh giá tại thời điểm đáo hạn.
- Người sở hữu trái phiếu chuyển đổi có ưu tiên cao hơn sở hữu cổ phần thường trong trường hợp có sự thanh lý công ty xảy ra.
- Giá thị trường của trái phiếu chuyển đổi có khuynh hướng ổn định hơn giá cổ phần thường trong các cơn suy thoái của TTCK.

- Trong lúc đó, giá thị trường của các chứng khoán chuyển đổi nói chung lại có khuynh hướng tăng lên nếu giá chứng khoán tăng.
- Được quyền chọn lựa chuyển qua cổ phần thường trong tương lai với giá hấp dẫn.

## **Giá chuyển đổi và tỷ lệ chuyển đổi**

- **Giá chuyển đổi:**

Giá chuyển đổi là giá ghi trên mặt một chứng khoán chuyển đổi xác định số tiền tương ứng với một cổ phần thường sẽ được chuyển đổi. Nếu một trái phiếu chuyển đổi có mệnh giá là 1.000.000đ và có giá chuyển đổi là 125.000đ thì đến ngày hiệu lực mỗi 125.000đ sẽ tương ứng với một cổ phần thường. Người cầm trái phiếu khi thực hiện việc chuyển đổi sẽ nhận được 8 cổ phần.

- **Tỷ lệ quy đổi:**

Tỷ lệ quy đổi diễn đạt ý niệm về số cổ phần thường đổi được so với một chứng khoán chuyển đổi. Trong ví dụ trên, mệnh giá chứng khoán chuyển đổi là 1.000.000đ, giá chuyển đổi là 125.000đ, như vậy tỷ lệ quy đổi sẽ là 8 đổi 1 1.000.000đ chia cho 125.000đ.

Các trái phiếu chuyển đổi được phát hành theo một thời biểu về các giá chuyển đổi khác nhau phù hợp với bản giao ước của đợt phát hành trái phiếu. Thời biểu đó thường đưa ra các giá chuyển đổi cao hơn khi trái phiếu càng cận ngày đáo hạn. Những yếu tố tác động tới giá chuyển đổi gồm có:

- Giá cổ phần làm cơ sở chuyển đổi vào lúc phát hành trái phiếu.

- Thu nhập tiềm năng của công ty phát hành và tác động của nó trên giá cổ phiếu.

- Xu hướng thị trường. Một thị trường có xu hướng tăng làm cho người đầu tư dễ chấp nhận chứng khoán chuyển đổi hơn.

- Thời gian chuyển đổi. Nhìn chung thời gian càng lâu giá chuyển đổi càng ít cần ưu đãi.

- Mức tiền lãi mà công ty sẵn sàng trả. Một lợi suất áp dụng cao để làm cho các nhà đầu tư chấp nhận một giá chuyển đổi cao hơn đối với đợt phát hành.

- Các cổ đông hiện hữu được ưu tiên đăng ký mua:

Do các chứng khoán chuyển đổi có thể làm loãng cơ cấu vốn góp của cổ đông, các cổ đông luôn có đặc quyền mua trước pre-emptive right để mua bất kỳ chứng khoán mới phát hành nào có thể chuyển đổi thành cổ phần thường, với một giá đăng ký mua luôn thấp hơn giá thị trường.

### **Đặc điểm bảo vệ**

- Chiết tách cổ phần và việc trả cổ tức bằng cổ phần:

Các giá chuyển đổi có thể được điều chỉnh nếu có một quyết định chiết tách cổ phần splits hoặc công bố chia cổ tức bằng cổ phần stocks dividends căn cứ trên cổ phần thường làm cơ sở chuyển đổi suốt trong thời gian tồn tại của trái phiếu chuyển đổi. Việc chiết tách cổ phần và trả cổ tức bằng cổ phần tạo ra lượng cổ phần lưu hành nhiều hơn, đồng thời giá trị của chúng do vậy mà giảm đi. Nếu cổ phần được tách thành hai cổ

phần mới cho một cổ phần cũ, thì tỷ lệ quy đổi sẽ được điều chỉnh tăng lên gấp đôi và giá chuyển đổi sẽ giảm còn phân nửa.

Trường hợp có sự trả cổ tức bằng 20% cổ phần chẳng hạn, thì tỷ lệ quy đổi cũng sẽ tăng lên 20%. Ví dụ trái phiếu mệnh giá 500.000đ có tỉ lệ quy đổi 5 đổi 1 thì được tăng tương ứng là 6 đổi 1. Nhưng giá chuyển đổi cũng sẽ giảm tương ứng từ giá cũ là 100.000đ, bây giờ sẽ là khoảng 83.333đ.

- **Các thay đổi về xếp loại chứng khoán:**

Nếu các cổ phần thường đang lưu hành được chuyển sang cùng số lượng cổ phần của một xếp hạng khác, đặc quyền chuyển đổi được áp dụng đương nhiên với số lượng ngang bằng với các cổ phần mới.

- **Các cổ phần bổ sung:**

Giao ước phát hành trái phiếu cũng chốt lại cả số lượng tối đa cổ phần có thể tăng thêm additional shares - để huy động vốn cổ phần mà công ty được phép huy động trong thời gian trái phiếu chuyển đổi đang còn hiệu lực, lẫn giá tối thiểu mà các cổ phần bổ sung đó có thể được phát hành.

- **Sáp nhập, hợp nhất và giải thể:**

Nếu công ty chấm dứt hoạt động do bất kỳ tình huống nào được đề cập trước, người nắm trái phiếu chuyển đổi sẽ mất đặc quyền chuyển đổi.

### **Tính toán ngang giá chuyển đổi**

Ta lấy trường hợp một trái phiếu chuyển đổi để khảo sát. Trái phiếu chuyển đổi là loại chứng khoán khá độc đáo, nó cho khả năng đồng thời

tồn tại hai chứng khoán khác nhau: bản thân trái phiếu đó và loại cổ phần thường có thể được chuyển đổi. Do vậy mà ta cần có sự so sánh giữa giá thị trường của trái phiếu và giá thị trường cổ phiếu mà nếu quy đổi sẽ có được.

Nếu thị giá trái phiếu bằng tổng thị giá cổ phần theo quy đổi, thì chúng được xem là ngang giá. Thông thường, một trái phiếu chuyển đổi được giao dịch có thị giá cao hơn ngang giá ngang giá theo tính toán.

- **Trường hợp 1: Giá phiên ngang của trái phiếu chuyển đổi:**

Một trái phiếu chuyển đổi có mệnh giá 100.000đ và có giá chuyển đổi ra cổ phần thường là 5.000đ. Nếu cổ phần thường đang được bán với giá 6.000đ một cổ phần, trái phiếu cần được bán với giá nào để có ngang giá parity với cổ phần thường?

Trước tiên, cần tìm tỷ lệ quy đổi, hay số cổ phần thường được đổi từ trái phiếu, ta có:

$$100.000đ / 5.000đ = 20 \text{ cổ phần}$$

Kế tiếp, ta xem tổng giá trị cổ phần theo giá thị trường theo quy đổi là bao nhiêu. Bởi vì trái phiếu muốn có ngang giá phải bằng tổng giá trị cổ phần này, ta có:

$$20 \times 6.000đ = 120.000đ$$

Như vậy khi cổ phần có thị giá là 6.000đ một cổ phần, thì ngang giá của trái phiếu chuyển đổi phải là 120.000đ. Tuy nhiên, ở những thị trường đã phát triển, thông thường trái phiếu chuyển đổi được bán cao hơn ngang giá tính toán. Giả sử trái phiếu trên được giao dịch 10% cao hơn ngang giá,

giá thị trường của trái phiếu sẽ cao hơn 12.000đ so với giá ngang, tức 132.000đ.

- Trường hợp 2: Giá phiên ngang của cổ phần thường:

Một trái phiếu chuyển đổi mệnh giá 100.000đ, có giá chuyển đổi là 6.250đ. Nếu trái phiếu đó đang được bán trên thị trường với giá 120.000đ, hỏi giá cổ phần phải là bao nhiêu thì sẽ ngang giá với trái phiếu?

Trước tiên, ta cũng cần phải tìm tỷ lệ quy đổi, ta có:

$$100.000\text{đ} / 6.250\text{đ} = 16 \text{ cổ phần}$$

Như ta đã biết trong trường hợp 1, ngang giá là khi thị giá trái phiếu bằng với tích số giữa thị giá cổ phần nhân với số cổ phần được chuyển đổi tỷ lệ quy đổi. Như vậy, để xác định giá ngang cho cổ phần, ta chia thị giá của trái phiếu với tỷ lệ quy đổi. Ta có:

$$120.000\text{đ} / 16 = 7.500\text{đ}$$

Kết quả cho ta biết rằng cổ phần phải có giá là 7.500đ một cổ phần thì mới là ngang giá với trái phiếu chuyển đổi khi trái phiếu này đang được giao dịch với giá 120.000đ/trái phiếu.

Tổng quát, ta có:

+ Ngang giá chứng khoán chuyển đổi = Thị giá cổ phần thường x Tỷ lệ chuyển đổi.

+ Ngang giá cổ phần thường = Thị giá chứng khoán chuyển đổi/ tỉ lệ quy đổi

- **Giá trị đầu tư và giá trị chuyển đổi:**

Giá trị đầu tư phỏng định của một trái phiếu chuyển đổi là thị giá mà chúng khoán đó muốn bán nếu ta quên chuyển chuyển đổi nó ra cổ phần thường. Còn giá trị quy đổi conversion value của một trái phiếu là tổng cộng giá trị của lượng cổ phần thường được tính theo giá thị trường theo đó trái phiếu chuyển đổi có thể quy ra được.

Ví dụ một trái phiếu chuyển đổi đang được bán giá 110.000đ và trái phiếu đó có thể đổi ra được 10 cổ phần thường. Nếu thị giá của mỗi cổ phần thường là 12.000đ thì giá trị quy đổi của trái phiếu là  $120.000đ = 12.000đ \times 10$ .

- **Áp lực chuyển đổi:**

Cần biết là hầu hết trái phiếu chuyển đổi và cổ phần ưu đãi chuyển đổi đều là loại mà chủ thể phát hành có thể thu hồi callable. Một công ty có thể sẽ thu hồi trái phiếu chuyển đổi nếu có điều khoản thu hồi khi điều kiện thị trường đang diễn biến theo cách mà người sở hữu trái phiếu sẽ thấy việc chuyển đổi trái phiếu đó ra cổ phần thường sẽ có lợi hơn là hoàn lại chủ thể phát hành để hưởng mức giá thu hồi. Trường hợp này sẽ xảy ra khi giá ngang quy đổi đang cao hơn giá thu hồi.

Ví dụ, một loại trái phiếu chuyển đổi mệnh giá 100.000đ sẽ được đổi ra cổ phần thường ở giá 5.000đ/cổ phần tỷ lệ chuyển đổi là 20 đổi 1 và có điều kiện được thu hồi đang hiệu lực với giá 110.000đ/trái phiếu. Cổ phần thường làm cơ sở để chuyển đổi đang được bán với giá 5.800đ/cổ phần, do đó bằng cách chuyển đổi một trái phiếu, người đầu tư sẽ sở hữu 20 cổ phần thường trị giá 116.000đ. Ngang giá của một trái phiếu sẽ là 116.000đ. Ngang giá này cao hơn giá thu hồi 110.000đ. Vì chủ thể phát

hành đang có lợi thế thu hồi trái phiếu trong cuộc, do đó mà nhà đầu tư bị áp lực phải chuyển đổi trước khi thời điểm thu hồi đó có hiệu lực. Nhà đầu tư sau khi suy hơn tính thiệt như trên, bà ta thấy nên chuyển đổi và bán 20 cổ phần thường đó để có 116.000đ cho mỗi trái phiếu sẽ có lợi hơn là hoàn lại chúng để chỉ nhận được có 110.000đ/trái phiếu.

Theo quy định chung của định chế TTCK, được dựa vào luật của mỗi nước, thì một chứng khoán chuyển đổi có điều kiện thu hồi sẽ bị mất các đặc quyền, và đương nhiên chấm dứt hưởng cổ tức hoặc nhận tiền lãi, ngay sau khi thời điểm thu hồi đó có hiệu lực.

### **Chứng khoán đặc biệt của công ty cổ phần: Đặc quyền mua và cam kết bán**

Các đặc quyền mua rights và cam kết bán warrants là hai loại sản phẩm đặc biệt được các công ty cổ phần tạo ra dựa trên cơ sở một lời hứa trong thị trường chứng khoán TTCK. Nhưng đó là những thứ có giá trị riêng và mua bán được.

### **Đặc quyền mua**

Những cổ đông góp vốn mua cổ phần thường cổ phần phổ thông - common stocks chính là lực lượng nòng cốt gây dựng, duy trì và chia sẻ vận mệnh của công ty. Bình thường họ có khuynh hướng muốn giữ cơ cấu sở hữu và quyền lợi của mình trong công ty không bị loãng đi. Tuy nhiên, công ty lại luôn cần được phát triển và do đó thường có nhu cầu phải tăng vốn. Việc phát hành cổ phần mới cho quần chúng đầu tư mới là cách tưởng dễ thực hiện, nhưng nó lại mâu thuẫn quyền lợi với tập thể cổ đông hiện đang sở hữu công ty. Vì không thể đơn giản vấn đề theo cách quay lưng lại với những người đã và đang sống chết với công ty,



phương thức phát hành các đặc quyền để mua cổ phần rights là giải pháp tối ưu và đã trở thành một loại sản phẩm mang đậm nét truyền thống trong TTCK.

- **Quyền mua trước:**

Việc phát hành cổ phần mới để tăng vốn công ty luôn được ưu tiên dành cho các cổ đông đang sở hữu công ty. Người ta gọi trường hợp ưu tiên này là quyền mua trước preemptive right, và đó là cơ sở lý luận để các đặc quyền mua rights được phát hành và tồn tại. Đây là quyền lợi của những cổ đông hiện đang sở hữu cổ phần thường của công ty. Họ sẽ được mua cổ phần trong một đợt phát hành cổ phần mới tương ứng với lượng cổ phần mà họ đang nắm tại thời điểm. Gọi là đặc quyền mua vì đây là cơ sở để các cổ đông hiện hữu vẫn duy trì được cơ cấu vốn của mình trong công ty với giá mua cổ phần thấp hơn giá thị trường. Nếu họ không mua, phần bán của họ trong công ty sẽ đương nhiên bị giảm.

Ví dụ, công ty OMEGA đang có triệu cổ phần thường đang lưu hành. Ông Nam đang có trong tay 10.000 cổ phần, hay là 1% của tổng số cổ phần kia. Giả sử công ty OMEGA sẽ tiến hành phát hành thêm 500.000 cổ phần để tăng vốn, thì ông Nam sẽ nhận được 10.000 đặc quyền mua, có giá trị ưu tiên sẽ được mua thêm tối đa 5.000 cổ phần của đợt phát hành đó. Nếu ông Nam không mua thêm cổ phần nào trong đợt tăng vốn này, hoặc chỉ mua một ít thôi, thì bách phân sở hữu của ông Nam sẽ giảm xuống thấp hơn 1%, vì sẽ có những cổ đông mới tham gia mua số cổ phần bị từ chối đó.

Các đặc quyền mua được trị giá riêng và được mua bán như những hàng hoá khác ở thị trường thứ cấp trong suốt thời gian chúng được đăng ký

bao mua subscription. Quá trình bao mua và nhận các đặc quyền đó, các cổ đông có thể:

- Thực hành quyền mua cổ phiếu.
- Bán quyền đó lại cho người khác trên thị trường.
- Để cho quyền đó trôi qua hết hiệu lực.

Việc phát hành các đặc quyền mua cổ phiếu thực chất là một đợt phát hành cổ phần thường, nhưng được ẩn danh và trì hoãn đến một thời điểm xa hơn. Trong chừng mực nào đó ta có thể hiểu đây là cách "bắt ép" các cổ đông phải chấp nhận một đợt tăng vốn cổ phần. Do đó việc phát hành phải được hội đồng quản trị công ty chuẩn nhận và cổ đông thông qua.

### **Những đặc tính của đặc quyền mua**

- **Phiếu mua đặc quyền:**

Cứ mỗi cổ phần thường đang lưu hành sẽ được nhận một đặc quyền. Bởi vậy một nhà đầu tư nếu đang có 1.000 cổ phần thường thì họ sẽ nhận một phiếu có giá trị thể hiện 1.000 đặc quyền mua cổ phần. Thủ tục chào bán thực tế sẽ cụ thể số đặc quyền cần thiết để mua một cổ phần, giá mua đặc quyền, thời hạn đăng ký mua, và ngày cổ phần mới được phát hành. Theo ngôn từ của Wall Street đã được chuẩn hoá, một đợt phát hành các rights cho cổ đông hiện hữu được gọi là "rights offering" và giá cổ phần bán theo đặc quyền được gọi là "subscription price", tạm dịch là giá bao mua. Giá bao mua luôn được định thấp hơn giá thị trường.

- **Những kỳ hạn và giá cả cần chú ý về việc chào bán đặc quyền:**

Ví dụ vào ngày 1 tháng 9, công ty ALFA công bố một đợt chào bán các đặc quyền. Những chủ nhân đang nắm cổ phần thường cho đến ngày 1 tháng 10 sẽ được mua cổ phần mới với giá 30.000đ một cổ phần, và cứ mỗi 10 cổ phần cũ được mua một cổ phần mới 10 đặc quyền được mua một cổ phần. Cổ phần thường trong cuộc hiện đang được mua bán với giá 41.000đ. Đặc quyền mua cổ phần này sẽ hết hiệu lực vào ngày 15 tháng 11. Giả định công ty ALFA đang lưu hành 2 triệu cổ phần và muốn phát hành thêm 200.000 cổ phần nữa để tăng vốn. Mỗi cổ phần đang có sẽ được hưởng một đặc quyền, như vậy sẽ có 2 triệu đặc quyền được phát hành. Các đặc quyền này chia nhau tổng số cổ phần mới sẽ phát hành, cụ thể 2 triệu đặc quyền sẽ chia nhau 200.000 cổ phần. Có nghĩa là phải cần 10 đặc quyền mới mua được một cổ phần.

Trong khoảng từ 1 tháng 9 đến 15 tháng 11, các biểu đăng chứng khoán trên các báo và các phương tiện tương tự của TTCK sẽ trình bày hai nhập liệu entry để thông tin khác nhau cho cổ phiếu công ty ALFA.

- Giá bản thân cổ phiếu kèm đặc quyền hay không kèm đặc quyền gọi là cum rights và ex- rights. Ở Mỹ một cổ phần mua bán không kèm đặc quyền được biểu thị thêm ký hiệu "x" ở cạnh cột số lượng.

- Giá của đặc quyền, dựa trên cơ sở khi được phát hành when-issued hoặc giá thị trường hiện hành. Để biểu thị giá dựa trên cơ sở "khi được phát hành" người ta thêm vào 2 ký tự "wi" ngay kế giá đó.

Công ty sẽ phát hành các đặc quyền mua để mua cổ phần mới vào ngày 8 tháng 10 đến bất cứ cổ đông nào được sổ sách ghi nhận ngày 1 tháng 10. Cổ phần sẽ được mua bán kèm đặc quyền cho đến ngày chúng được xác định là "ngày lọt ra ngoài" không còn công đặc quyền - ex- date. Ngày "ex-

date" là mốc lùi lại sớm hơn ngày chốt còn hiệu lực, tức 15 tháng 11, một khoảng thời gian theo luật định để làm các thủ tục thanh toán và chuyển sở hữu, thường là một tuần lịch. Trong thời gian kể từ ngày "ex- date" đó, việc mua bán vẫn diễn ra bình thường, nhưng khi xong thủ tục, ngày đăng ký sở hữu cho người mua trên sổ sách sẽ lọt ra khỏi ngày 15 tháng 11, lúc đó các đặc quyền mua không còn hiện hữu: Do vậy, một người đầu tư khi mua cổ phần kèm đặc quyền thì đương nhiên được nhận đặc quyền mua cổ phần mới. Lý luận nghe có vẻ lòng vòng ngớ ngẩn này thực ra rất cần thiết và quan trọng, nhất là trong khâu chào mời, thương lượng mua bán và thủ tục chuyển nhận về sở hữu trong các bối cảnh thời gian khác nhau. Để cho dễ theo dõi, ta cần lưu ý các thuật ngữ và đừng nóng vội nếu có điều gì chưa hiểu, hãy đọc tiếp cho hết và nếu cần thì đọc lại.

- **Đại diện chuyển nhận đặc quyền:**

Đại diện chuyển nhận đặc quyền right agent đảm nhận những công việc liên quan đến đặc quyền cũng giống như một đại diện chuyển nhận transfer agent lưu ký chứng khoán. Khi đặc quyền được bán, cơ quan này sẽ ghi nhận các chi tiết về sở hữu của người chủ mới.

- **Bao tiêu bọc lót:**

Gọi là bao tiêu bọc lót hay đợi sẵn standby là vì nếu những cổ đông hiện hữu không đăng ký xác nhận mua hết các đặc quyền mua cổ phần mới thì những đặc quyền chưa bán hết đó sẽ được một nhà bao tiêu nhà kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp - broker- dealer mua vét - bao mua số cổ phần mới còn lại. Cách thức phát hành các right như vậy sẽ được thực hiện theo một căn bản cam kết chắc chắn firm commitment.

## **Giá trị của đặc quyền**

- **Giá trị lý thuyết.**

Giá trị theo lý thuyết của đặc quyền được căn cứ trên phần tiết kiệm mà người đầu tư khả dĩ có được khi họ thực hành đặc quyền bao mua để mua chứng khoán với mức rẻ hơn giá thị trường.

- **Giá trị đặc quyền khi cổ phần có kèm đặc quyền:**

Để tính toán giá một đặc quyền khi chứng khoán trong cuộc được mua bán kèm đặc quyền prior to ex- date, ta sẽ dùng trường hợp công ty ALFA trên đây để minh họa. Giá thị trường M của cổ phần kèm đặc quyền là 41.000đ. Giá bao mua S là 30.000đ cho một cổ phần mới. Do đó, cứ 10 đặc quyền cho nhà đầu tư hưởng một khoản giảm giá 11.000đ trên một cổ phần. Giá thị trường 41.000đ trừ đi giá bao mua 30.000đ.

Để xác định giá trị của một đặc quyền ta lấy phần nhà đầu tư tiết kiệm được  $M - S = 11.000đ$  chia cho số quyền cần thiết để mua một cổ phần N cộng thêm 1. Ta có:

$$11.000đ / 11 = 1.000đ$$

Đó là giá trị của một đặc quyền mua.

- **Giá trị đặc quyền lúc cổ phần không còn kèm đặc quyền:**

Vào ngày đầu tiên cổ phần được mua bán không kèm đặc quyền after ex-date, giá thị trường có đặc điểm bị rớt xuống một khoản bằng với giá trị của đặc quyền. Vì chứng khoán bây giờ đang được bán không có đặc quyền, số chia trong trường hợp này chỉ là 10, tức số đặc quyền cần có để mua một cổ phần mới.

Để xác định giá trị của một đặc quyền khi chứng khoán đã hết mang đặc quyền ex- rights, ta lấy phần tiết kiệm mà một đơn vị cổ phần thể hiện M - S chia cho số đặc quyền cần có để mua một cổ phần N. Dựa trên ví dụ trước, cổ phần lúc này có giá 40.000đ giảm 1.000đ, tương đương với một đặc quyền. Ta có:

$$40.000đ - 30.000đ / 10 = 1.000đ$$

Đặc quyền mua như vậy chủ yếu để phục vụ cho các cổ đông hiện hữu đang nắm cổ phần thường của công ty. Các đặc quyền mua cho phép mua chứng khoán sắp phát hành giá rẻ hơn giá thị trường. Thời hạn hiệu lực của đặc quyền mua thường rất ngắn, từ một tuần đến vài tháng.

### **Cam kết bán**

Nếu đặc quyền mua được dựa trên quyền lợi đương nhiên dành cho các cổ đông hiện hữu thì cam kết bán là sự bảo đảm của công ty đưa ra khi tiến hành bán một loại sản phẩm mới của công ty cổ phần đó. Cũng giống như đặc quyền mua, các cam kết bán warrants cho người nắm giữ chứng quyền được mua chứng khoán cổ phần thường ở một mức giá định trước, cũng được gọi là giá bao mua subscription price. Tuy nhiên cam kết bán là công cụ dài hạn, có hiệu lực vài năm trở lên, có loại hiệu lực vĩnh viễn. Những người thủ đắc các cam kết bán vì chỉ mới là những chuẩn cổ đông, họ không có tư cách hưởng cổ tức cho tới khi thật sự chuyển ra thành cổ phần thường.

Các cam kết bán thường được phát hành kèm theo các trái phiếu hoặc các cổ phần ưu đãi preferred để tạo thêm tính hấp dẫn lôi kéo người mua, và cũng là chiêu bài nhằm hạ thấp lợi suất coupon rate. Cũng có thể chúng được phát hành cùng với cổ phần thường, và đôi khi được dành riêng cho

các nhà bao tiêu của một đợt phát hành mới, hoạt động này tạo ra công cụ để đáp ứng một chiến lược đầu tư theo hướng đầu cơ. Các cam kết bán có thể tách riêng ra được hoặc không. Nếu là loại tách riêng, việc mua bán chúng hầu như là để phục vụ cho việc đầu cơ về giá cả của chứng khoán cơ sở.

Người đầu tư khi có các cam kết bán, họ có thể 1 thực hiện việc sử dụng cam kết bán để mua cổ phần và 2 bán chúng trên thị trường thứ cấp.

Nếu giá thị trường của cổ phiếu cao hơn giá bao mua cổ phiếu dựa vào cam kết bán, ta có một chênh lệch thực chất, gọi là intrinsic value. Do đó, chênh lệch thực chất của một cam kết bán được xác định bằng cách so sánh giá bao mua với thị giá của chứng khoán cơ sở.

Ví dụ, một cam kết bán có giá bao mua là 30.000đ và chứng khoán cơ sở đang được mua bán trên thị trường với giá 24.000đ. Chênh lệch thực chất là zero vì giá bao mua cao hơn giá thị trường. Nếu cổ phiếu đó tăng lên 33.000đ sau đó, thì chênh lệch thực chất sẽ là 3.000đ. Giá cả của các cam kết bán thường có biến động nhiều hơn so với chứng khoán cơ sở. Giá trị của cam kết bán có thể sẽ ở mức được xem là cao, phản ánh khả năng giá trị thị trường có thể nhích lên trong thời gian còn lại cho đến kỳ hết hạn.

Khi các cam kết bán được phát hành kèm với các trái phiếu hoặc cổ phần ưu đãi, chúng có thể được bó chung lại và được bán ra như một thành phần nằm trong đơn vị được bán. Ví dụ, công ty ALFA có thể tiến hành bán thêm 400.000 cổ phần ưu đãi được tiếp thị theo cách bó chung lại thành những đơn vị gồm 4 cổ phần ưu đãi và 2 cam kết bán, mỗi cam kết bán có thể thực hành quy đổi thành 1/4 cổ phần thường ở một mức giá định trước. Một nhà đầu tư mua 100 đơn vị thì sẽ nhận 400 cổ phần ưu

đãi và số cam kết bán sau này có thể hoàn lại để nhận 50 cổ phần thường  
 $100 \text{ units} \times 2 \text{ warrants} = 200 \text{ warrants}$ , mỗi warrants thực hiện đổi ra được  
 $\frac{1}{4}$  cổ phần thường

Các rights và warrants có thể được xem là những công cụ đầu tư có tính  
cách trung gian và tạm thời đối với người đầu tư. Nhưng đối với các công  
ty, nhìn chung, chúng có thể được ví von một cách hình tượng đó là những  
giá trị phục vụ cho mục đích “khuyến mãi”.

### **Biên nhận lưu ký – DR/ADR: Một phương tiện giao dịch các chứng khoán có gốc nước ngoài**

Bàn về các chứng khoán đặc biệt ta không thể bỏ qua một sản phẩm khá  
đặc trưng đó là các biên nhận lưu ký Depository Receipts, loại đại diện  
cho các chứng khoán ngoại quốc đồng thời bản thân nó là một chứng  
khoán có giá trị lưu hành trên một thị trường chứng khoán TTCK nội địa  
nào đó. Sản phẩm này phổ biến tại thị trường Mỹ với tên viết tắt là ADR  
American Depository Receipts. Chúng có giá trị tham khảo cao và được mô  
phỏng ứng dụng đối với nhiều thị trường.

DR có ý nghĩa mộc mạc như ruột tờ biên nhận thay cho một số cổ phần  
của chứng khoán mà nó đại diện của một công ty ngoại quốc có quốc tịch  
khác với nước mà nó phát hành. Khi được đăng ký giao dịch, nó có giá trị  
như một chứng khoán thực thụ, cụ thể là chuyển nhượng được và mua  
bán dễ dàng. Ở Mỹ một DR thường thay cho 10 cổ phần. Các ADR được  
các công ty ngoại quốc sử dụng như một phương tiện hữu hiệu để thu hút  
đầu tư của Mỹ. Việc đăng ký lưu hành các ADR thường theo một quy chế  
nhẹ nhàng hơn so với thủ tục mà Ủy Ban Chứng khoán Hoa Kỳ đòi hỏi  
đối với các chứng khoán trong nước họ.

- Ngân hàng giám hộ:



Đối với các ADR, cơ quan phát hành là các chi nhánh các ngân hàng thương mại tầm cỡ của Mỹ đặt tại nước ngoài nước quốc tịch của cổ phần công ty. Các cổ phần loại chứng khoán ngoại quốc mà ADR đại diện phải được gửi vào và uỷ thác giám hộ bởi một tổ chức hợp lệ, thường là một ngân hàng tại Mỹ. Lượng chứng khoán bảo kê cho các ADR phải được lưu giữ trong suốt thời gian chúng được lưu hành.

- **Việc đăng ký theo danh nghĩa cho người sở hữu:**

DR được đăng ký vào sổ sách của ngân hàng giám hộ trong nước, ngân hàng này trực tiếp chịu trách nhiệm về các sản phẩm đó đối với thị trường nội địa nên được gọi là sở hữu danh nghĩa. Những người đầu tư riêng lẻ vào loại DR nào đó không được xem là các chủ sở hữu đăng ký, mặc dù họ là chủ thật sự sở hữu thụ hưởng.

- **Trách nhiệm của ngân hàng:**

Ngân hàng lưu ký sẽ giữ các chứng khoán và cung cấp thông tin cho người mua giữ DR liên quan đến sự hình thành và phát triển, tình hình công ty và quốc gia đăng ký chứng khoán gốc, cũng như những diễn biến có thể tác động đến loại DR đó.

- **Quyền lợi của những người sở hữu DR:**

Người mua DR có quyền bầu cử và nhận cổ tức khi được công bố, nhưng họ không có đặc quyền mua trước cổ phần quyền ưu tiên/preemptive right. Cổ tức được gửi vào ngân hàng giám hộ, vì đó là chủ sở hữu đăng ký sở hữu danh nghĩa. Ngân hàng giám hộ gom tất cả các món cổ tức lại, chuyển đổi các khoản thanh toán đó thành nội tệ đối với các ADR là USD

cho các chủ sở hữu thụ hưởng trong nước và giữ lại các khoản trả thuế cho nước ngoài, nếu có.

Khi ngân hàng nhận được các đặc quyền mua rights và cam kết bán warrants từ nhà phát hành gốc, họ sẽ bán những sản phẩm đó đi tại thị trường chính quốc gia của nhà phát hành và phân phối thu nhập đó lại bằng tiền mặt cho những người sở hữu thụ hưởng DR.

- **Giao nhận chứng khoán gốc ngoại quốc:**

Những người mua DR, dựa theo những điều kiện đã được giao kết, có quyền hoán đổi các chứng chỉ DR DR certificates để lấy cổ phần thực mà các chứng chỉ đó đại diện.

Theo luật lệ của Mỹ, nếu tổ chức phát hành tạo ra các ADR bằng cách ký thác cổ phần gốc vào một ngân hàng giám hộ và đồng ý thực hành đúng theo các yêu cầu về thủ tục lập chứng từ và báo cáo với Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước SEC thì loại ADR đó được mệnh danh là loại ADR có bảo lãnh. Còn khi một ngân hàng mua các cổ phần ngoại quốc để tạo ra các ADR và chỉ lưu ký theo thủ tục nước ngoài với một ngân hàng giám hộ thôi thì được gọi là ADR không có bảo lãnh unsponsored ADR.

### **Trái phiếu không lãi suất**

Thông thường, hễ nhắc đến trái phiếu người ta liên tưởng ngay đến món tiền lãi sẽ nhận được định kỳ. Thuật ngữ trong tiếng Anh gọi các món tiền lãi đó là "coupon". Theo thông lệ được nhiều nước áp dụng thì các trái phiếu coupon coupon bond nhận lãi mỗi sáu tháng một lần. Tuy nhiên, trong thị trường tài chính và chứng khoán còn có các loại trái phiếu không nhận lãi. Các sản phẩm đặc biệt này, gọi là zero- coupon bond, dù có những đặc điểm riêng nhưng không xa lạ, lại hữu ích trong một bối cảnh cần đa dạng mà bất cứ thị trường nào cũng có thể tham khảo áp dụng.

Trái phiếu không nhận lãi là loại không trả lãi định kỳ cho người sở hữu. Bù lại, chúng được phát hành ở một mức có giá trị đầu tư khởi điểm thấp hơn mệnh giá. Người đầu tư mua và sở hữu trái phiếu xem như đã được hưởng một tỉ lệ chiết khấu, giá trị đầu tư đó theo thời gian tăng dần, tiệm cận và đạt tới mệnh giá trái phiếu vào ngày đáo hạn.

Nói theo ngôn ngữ tài chính thì giá phát hành trái phiếu là một khoản đầu tư hiện tại present value, mệnh giá trái phiếu là giá trị tương lai future value, khoản bồi đắp dần được tính theo cách xác định lãi kép và quá trình đó thuật ngữ gọi là accretion, ta tạm gọi đó là khoản bồi vốn, có thể được tính hàng năm nếu có yêu cầu, nhưng thường là chỉ để phục vụ cho mục đích tính thuế.

Như vậy, thu nhập mà người sở hữu trái phiếu loại này có được chủ yếu là sự gia tăng từ khoản bồi vốn. Tuy nhiên, điều đó lại không có nghĩa là giá của chúng sẽ ổn định. Ngược lại, thực tế tại các thị trường chứng khoán có mua bán sản phẩm này, thì trái phiếu không nhận lãi có giá cả biến động nhiều. Ở Mỹ, đây là loại trái phiếu có thể được hoãn thuế, tạo cho nhà đầu tư có thêm một công cụ chọn lựa. Do đó, trong nhiều trường hợp, chúng có thể hữu ích cho những cân nhắc về quản trị tài chính hơn là một sản phẩm dành cho các mục đích đầu tư bình thường.

Trái phiếu không nhận lãi thường được bán với một chiết khấu dưới mệnh giá khá sâu. Thu nhập đối với người mua loại zero-coupon bond này dù rất dễ thấy ở khoản chênh lệch giữa giá phát hành đã chiết khấu và giá ghi trên mặt trái phiếu mệnh giá face value lúc đáo hạn, nhưng thực tế đó chưa cho người đầu tư một khái niệm khi cần so sánh. Do đó, nó thường được tính ra một lãi suất tương đương để ta dễ hình dung hơn và

chọn lựa. Cách tính toán như vậy có thể thực hiện tương tự như cách tính mà các ngân hàng áp dụng trong chiết khấu bank- discount basis, bằng cách lấy chênh lệch chiết khấu chia cho giá trị sau khi chiết khấu, rồi quy ra lãi suất năm. Để minh họa đơn giản, ta có thể lấy ví dụ một trái phiếu không nhận lãi có mệnh giá 1.000.000đ, đáo hạn 5 năm và được bán với giá 500.000đ khoản chiết khấu là 500.000đ thì lãi suất tương đương đó là:

$$1.000.000đ - 500.000đ / 1.000.000đ = 5\% \text{ 5 năm}$$

Nhưng nếu tính theo hiệu quả đầu tư, thực tế người đầu tư chỉ bỏ ra có 500.000đ, cho nên khoản chênh lệch thu nhập dựa trên giá trị chiết khấu 500.000đ sẽ được so sánh với vốn đầu tư trường hợp này cũng là 500.000đ ta có lãi suất trái phiếu tương đương coupon- equivalent rate là:

$$1.000.000đ - 500.000đ / 500.000đ = 100\% \text{ 5 năm}$$

Để có một nhận dạng đầy đủ hơn, cần biết rằng trong thị trường tài chính và chứng khoán còn có các sản phẩm tương tự nhưng không được gọi là zero- coupon bond, thường là loại dưới một năm, mà người ta gọi bằng những tên khác nhau trong thị trường vốn ngắn hạn money market. Điển hình cho loại này là loại giấy nợ kho bạc Mỹ T- bill. Giới chuyên môn gọi đây là chứng khoán chiết khấu discount securities hay chứng khoán không chịu lãi non- interest bearing securities. Trong tương lai chắc rằng tại thị trường Việt Nam rồi cũng sẽ có những sản phẩm như vậy. Theo kỹ thuật chào bán trên thị trường chứng khoán, những sản phẩm đó cũng được nêu giá bằng phần trăm % chiết khấu. Đây là cách giúp người đầu tư đối chiếu tham khảo nhanh và cần thiết cho một thị trường đồng

bộ. Nhưng nếu không nắm vững ta lại dễ bị nhầm lẫn khi mới tiếp cận những sản phẩm này, dẫn đến phán đoán sai lệch hoặc có thể bối rối.

Lấy một ví dụ để minh họa. Một giấy nợ kho bạc trị giá 1.000.000đ đáo hạn 91 ngày, bán theo suất chiết khấu và có giá bán theo số tuyệt đối là 975.000đ. Nhưng theo cách yết giá trên TTCK ta có thể nhận được thông tin đại loại như sau:

"...đáo hạn tháng 9, thu vào 9,99%, bán ra 9,89%"

Cần lưu ý giá thu vào bid và bán ra ask/offer ở đây là cách gọi theo nhà buôn chứng khoán, vì giống như thị trường vàng ở ta, khi diễn đạt "giá mua, giá bán" luôn phải xác định mình đang đứng ở phía nào.

Ta có thể bị nhầm khi đọc và hiểu cách yết giá như vậy. Tại sao giá bán ra lại để là 9,89%? Không ít trường hợp do chưa quen, người đầu tư "mới ra sân" có thể nghĩ họ chỉ phải trả "901.100đ" thôi chứ! Quả thật, nếu là loại 52 tuần 1 năm thì điều đó không sai. Nhưng ta nên lưu ý đây là loại 13 tuần 91 ngày, do đó cần có một phép tính quy đổi để thị trường có các thông số yết giá chuẩn đồng bộ theo năm. Bách phân giá yết bán 9,89% có từ phép tính sau đây:

$1.000.000đ - 975.000đ / 1000.000đ \times 360 / 91 = 9,89\%$  giả định quy ước năm tròn là 360 ngày

Tuy nhiên thế vẫn chưa đủ, khi xem xét hiệu quả đầu tư, ta cần tính lãi suất tương đương với trái phiếu dựa trên số tiền thực thụ bỏ ra, theo phép tính:

$1.000.000đ - 975.000đ / 975.000đ \times 360 / 91 = 10,14\%$

Rõ ràng thu nhập từ đầu tư qua một thoả tính toán như vậy có thể cho ta một nhận định lạc quan hơn.

Việc phát hành các trái phiếu không nhận lãi có thể là do nhu cầu của các công ty cổ phần, hoặc chúng cũng có thể được tạo ra bằng một kỹ thuật kinh doanh tài chính của các công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán. Chúng được "chế biến" từ các loại chứng khoán khác nhau, gồm cả các loại do nhà nước phát hành. Ở Mỹ các chính quyền địa phương và kho bạc nhà nước cũng từng tham gia phát hành loại này. Điển hình là loại STRIPS công cụ giao dịch thứ cấp theo lãi và gốc tách biệt mà ta đã có dịp khảo sát trong chuyên đề "Chứng khoán Chính phủ".

Một ví dụ về kỹ thuật tạo ra chứng khoán không nhận lãi. Vào những đầu năm 1980, nhiều định chế tài chính tại Mỹ sở hữu một lượng lớn các trái phiếu kho bạc nhà nước trả lãi định kỳ. Trong một bối cảnh kinh tế tài chính được dự đoán là có điều kiện khả dĩ tăng vòng quay vốn, họ đưa lượng tài sản này vào các ngân hàng thương mại quản lý. Các ngân hàng sau đó phát hành các chứng chỉ dựa theo các kỳ trả lãi cũng như trên đợt thanh toán lượng tiền gốc của mỗi trái phiếu. Theo cách như vậy, một tập hợp trái phiếu kho bạc bình thường được quy đổi sang nhiều loại trái phiếu không nhận lãi, mỗi loại có kỳ hạn hoàn trái khác nhau. Chẳng hạn, một công ty đầu tư có thể mua giữ một lượng lớn trái phiếu kho bạc T-bond 15 năm, và ngay sau đó họ ký thác lượng trái phiếu kia vào một ngân hàng thương mại. Ngân hàng thương mại với nghiệp vụ của mình sẽ thu xếp phát hành một loạt các zero-coupon bond có thời kỳ đáo hạn thay đổi từ sáu tháng ngày trả lãi đầu tiên đến 15 năm ngày trả lãi cuối cùng và thanh toán tiền gốc. Như thế, các trái phiếu 15 năm có thể được quy đổi thành 30 loại trái phiếu không nhận lãi!

Ưu điểm của việc đầu tư vào trái phiếu không nhận lãi là tránh được rủi ro về tái đầu tư, hay còn được gọi là rủi ro về lãi suất. Tuy đây chỉ là một ưu điểm tương đối trong phạm vi hẹp, nhưng ít ra nó giúp cho một số người đầu tư có cảm giác chắc chắn và an tâm. Lý giải đơn giản của lợi điểm này là tối thiểu tỉ lệ thu được ở tiền lãi do tái đầu tư sẽ bằng zero, bởi vì trong thực tế làm gì có khoản tiền nào được trả lãi định kỳ để mà tái đầu tư?. Điều này khác với trái phiếu thường, cứ sáu tháng nhận lãi thì phải tính đến hiệu quả tái đầu tư khoản tiền lãi đó để sinh lợi liên tục. Do đó mà có sự so sánh giữa lãi mẹ và lãi con.

Một thuận lợi khác, chứng khoán không nhận lãi xem ra rất hữu ích trong hoạch định tài chính. Công cụ này cho phép ta có thể tính toán và lập kế hoạch tài chính khá chắc chắn do ta có được mức tăng giá trị cụ thể ngay từ đầu đối với một món tiền đầu tư. Chúng có vai trò đặc lực giúp bảo toàn và phát triển các nguồn tiền dài hơi, đặc biệt là các quỹ hưu trí, các tài khoản giám hộ...

Những điểm lợi mà ta vừa nêu rất thuyết phục khi người đầu tư mua và giữ các trái phiếu phi lãi suất đó lâu dài và chờ hoàn trái khi đáo hạn. Trường hợp phải thanh lý ngắn hơn vì bất cứ lý do gì, người sở hữu chúng đều có thể bị đứng trước bất lợi. Kinh nghiệm của thị trường chứng khoán thế giới đã tổng kết và gọi đó là rủi ro về giá cả market risk. Bởi vì các trái phiếu không nhận lãi, nhất là loại dài hạn, có giá cả biến động theo một biên độ lớn, điều này làm cho người bán khó lòng thực hiện được sự tái tạo giá trị trở lại thành tiền tương đương với giá trị tích lũy của trái phiếu tại thời điểm bán. Bản thân công cụ thiếu tính thanh khoản cũng là sự giải thích tại sao người đầu tư khi cần bán sớm và gấp không thể mong nhận được sự chào đón thoả đáng.

Với các phân tích trên đây hy vọng sẽ cung cấp thêm một nguồn tham khảo nữa để người đầu tư nắm vững và, nếu cần, thận trọng hơn khi tiếp cận với các loại chứng khoán đặc biệt.

## **Các loại lãi suất của thị trường tiền tệ**

Các công cụ trong thị trường tiền tệ - là nguồn cung vốn ngắn hạn - hoạt động và tồn tại theo cơ chế các lợi suất yield. Một cơ chế lợi suất hợp lý và hữu hiệu là yếu tố nền tảng cho các giao dịch chứng khoán ngắn hạn. Ngược lại, một thị trường vốn ngắn hạn thị trường tiền tệ hoạt động hiệu quả sẽ là cơ sở xác lập các lãi suất interest rates trên thị trường vốn nói chung. Khi khảo sát về lãi suất, nhất là tại thị trường tài chính Mỹ, nếu thuật ngữ lãi suất được viết với số nhiều - interest rates - thì ta nên hiểu nó muốn diễn đạt một tập hợp các lãi suất được tham khảo qua lại chính thức, đang có hiệu lực tác động trên thị trường tài chính. Dưới đây chúng ta sẽ tìm hiểu ý nghĩa của các loại lãi suất đó.

### **Lãi suất cơ bản**

Lãi suất cơ bản prime rate, còn gọi là prime được các ngân hàng thương mại tầm cỡ tại các trung tâm tài chính chủ lực của một nền kinh tế công bố và áp dụng đối với các khoản nợ dành cho các doanh nghiệp là khách hàng lớn. Dù các ngân hàng không nhất thiết thu lãi đúng như mức công bố, thường thì thu cao hơn và đôi khi thấp hơn, lãi suất cơ bản được xem là cơ sở để các mức lãi khác tham khảo áp dụng hoặc dựa vào đó để điều chỉnh. Vì nhiều lý do ảnh hưởng khác nhau, khi một lãi suất cơ bản tăng lên nhìn chung giá cả chứng khoán được xem là bất lợi. Có thể nhiều người nghĩ rằng lãi suất cơ bản chỉ quan trọng đối với các doanh nghiệp lớn, bởi khi các "đại gia" đi vay họ luôn quan tâm đặc biệt tới mức lãi "ưu đãi số một" này, thật ra, sự chuyển biến của lãi suất cơ bản còn có ảnh hưởng trực tiếp đối với từng nhà đầu tư.



Trước tiên, lãi suất này là yếu tố quyết định mức lãi mà nhà đầu tư phải trả nếu giả định họ phải mua chứng khoán bằng tiền đi vay, theo hình thức tài khoản bảo chứng margin. Khi lãi suất cơ bản tăng, lãi suất áp dụng trên tiền huy động sẽ tăng theo, do vậy chi phí mua giữ chứng khoán hoặc duy trì một vị thế đầu tư trong thị trường chứng khoán cost of carry hay carrying charges sẽ cao, người đầu tư dễ rơi vào tình huống rủi ro. Ngược lại, một sự cắt giảm lãi suất cơ bản sẽ làm giảm chi phí mua giữ chứng khoán đối với các khoản tiền huy động, điều này lại khuyến khích người đầu tư mua nhiều chứng khoán hơn, làm lượng cầu tăng, và hẳn là giá chứng khoán cũng tăng. Ta thấy đó, cả hai đằng có thể đều là bất lợi!

Kể đó là, các sự thay đổi về lãi suất cơ bản là dấu hiệu quan yếu cho những thay đổi đang hoặc có thể xảy ra đối với các loại lãi suất khác. Chẳng hạn các tổ chức cho vay thường nâng lãi suất cơ bản lên để bù đắp sự gia tăng của chính chi phí tạo lập các nguồn vốn của họ, hoặc cũng có nghĩa là để đáp ứng sự cạnh tranh trong nhu cầu vay nợ của khách hàng. Như vậy, một sự gia tăng lãi suất cơ bản có thể là dấu hiệu của một trào lưu đói vốn. Ngoài ra, các khoản cho vay khi bị thu hẹp có thể gây áp lực làm tăng mặt bằng các lãi suất nói chung.

Lãi suất cơ bản được xem là một loại lãi suất tham khảo quan trọng trong thị trường. Nhìn chung nó thay đổi chậm hơn hầu hết các lãi suất khác, do nó nằm trong tầm kiểm soát của các tổ chức cho vay. Nếu lãi suất huy động nóng federal funds rate có thể biến động lớn trong thời gian rất ngắn, thì lãi suất cơ bản được duy trì ở mức tương đối ổn định lâu hơn và nếu có biến động, nó sẽ diễn biến theo những nấc nhỏ 1/4%. Cũng cần xác định rằng lãi suất cơ bản là loại lãi suất ngắn hạn, nó có thể so sánh với loại lãi suất của các trái khoản kho bạc ngắn hạn của nhà nước T-

bills. Và như một tất yếu, lãi suất cơ bản thường thường thấp hơn các lãi suất được trả cho trái phiếu công ty. Tuy nhiên, ta nên lưu ý thêm rằng, một sự gia tăng của loại lãi suất này sẽ luôn luôn còn là tin đáng buồn cho thị trường trái phiếu.

### **Lãi suất tiết kiệm**

Lãi suất tiết kiệm passbook rate là lãi suất được xác lập bởi hoạt động tiết kiệm giữa khách hàng ký thác với ngân hàng hoặc các tổ chức phát triển gia cư. Các định chế tài chính này được lập ra chủ yếu huy động vốn để cho vay phục vụ cho mục đích phát triển bất động sản. Đây là hoạt động thu hút tiết kiệm rất phổ biến ở Mỹ, tổ chức theo các Hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay Savings and Loan Association - S&L. Các hiệp hội này thường được sở hữu tập thể bởi những người đã gửi tiền vào đó, nhưng cũng có thể là tổ chức tài chính được lập ra nhằm để kiếm lợi nhuận. Lãi suất tiết kiệm được quần chúng rộng rãi quan tâm và nó được xem là loại lãi suất có độ biến động rất thấp so với các lãi suất khác.

### **Lãi suất huy động nóng**

Lãi suất huy động nóng hay có thể gọi là lãi suất qua đêm federal funds rate là loại lãi suất được xác lập bởi thị trường cho vay tạm thời các khoản nợ để đáp ứng cân đối dự trữ theo luật định mà các ngân hàng thương mại phải duy trì tại Ngân hàng Trung ương. Những ngân hàng có cân đối dự trữ vượt yêu cầu có thể sử dụng khoản vượt này để cho các ngân hàng bị hụt vay tạm. Các khoản cho vay "tình thế" này tại Mỹ thường được thực hiện với số tiền tương đối lớn, từ một triệu đô la trở lên. Mặc dù các khoản nợ này luôn luôn được thực hiện trên cơ sở một

ngày tròn đáo hạn, chúng có thể được gia hạn thêm. Do bởi Ngân hàng Trung ương kiểm tra rất chặt chẽ các khoản dự trữ bắt buộc này, lãi suất huy động qua đêm được xem là một biểu thị quan trọng về chính sách tiền tệ của cấp nhà nước và chiều hướng tương lai của các lãi suất khác. Các nhà phân tích tài chính theo dõi rất sát các diễn biến nhạy cảm trong lĩnh vực này để đưa ra các tiên đoán về những thay đổi sắp xảy ra trên các thị trường tín dụng.

Một sự sụt giảm lãi suất qua đêm có thể cho thấy là Ngân hàng Trung ương đã quyết định kích thích nền kinh tế, muốn nó nóng lên hơn, bằng cách nới lỏng các khoản dự trữ áp dụng cho cả hệ thống ngân hàng.

Tuy nhiên, các nhà tài chính khuyến cáo ta nên thận trọng khi sử dụng chỉ số này, và khi sử dụng cần kết hợp một số tham khảo khác của bối cảnh để xác định. Bởi vì một lãi suất sụt giảm có thể đơn giản chỉ là vì các ngân hàng đã thực hiện việc cho vay thương mại thấp hơn do nhu cầu vốn bên ngoài giảm xuống, như vậy theo lẽ tự nhiên, ngân hàng sẽ cần ít hơn các khoản vay mượn để cân đối dự trữ.

Bản thân lãi suất qua đêm mang ý nghĩa huy động vốn nóng, cho nên đây là loại lãi suất có biến động nhiều nhất trong các loại lãi suất nó thay đổi hàng ngày để phản ánh nhu cầu vốn cần điều chuyển qua lại giữa các ngân hàng cho hoạt động tín dụng của mình.

### **Lãi suất chiết khấu của Ngân hàng Trung ương**

Lãi suất chiết khấu discount rate là lãi suất được thu trên các khoản tiền mà Ngân hàng Trung ương cho các ngân hàng thành viên trong hệ thống vay. Đây là công cụ điều tiết vĩ mô thường được Mỹ và các nước phương

tây sử dụng rất hiệu quả. Các khoản vay đó được cầm cố bằng các chứng khoán của chính phủ hoặc các giấy tờ có giá đủ hiệu lực khác theo quy định. Thỉnh thoảng Ngân hàng Trung ương có thể điều chỉnh lãi suất chiết khấu để khuyến khích hoặc hạn chế các ngân hàng thành viên vay mượn.

Về phương diện vĩ mô, một sự thay đổi của lãi suất này được xem là một dấu hiệu chiến lược mạnh thể hiện chính sách của Ngân hàng Trung ương, nhằm vào những đổi thay trong tương lai về cung tiền tệ và điều chỉnh các lãi suất thị trường. Tổng quát mà nói, một lãi suất chiết khấu tăng lên là báo động sẽ có tình trạng gia tăng các lãi suất của thị trường tiền tệ và thị trường vốn nói chung. Đây là ý đồ siết chặt lượng cung tiền tệ hoặc để hạ siết hoạt động kinh tế. Lãi suất chiết khấu là loại lãi suất thấp nhất trong tất cả các loại lãi suất trên thị trường.

### **Lãi suất LIBOR**

Lãi suất LIBOR London Interbank Offered Rate là lãi suất làm căn cứ giao dịch tín dụng bằng đồng đô la Mỹ tại hải ngoại, được công bố bởi một liên ngân hàng tại Luân Đôn. Đây là lãi suất trung bình áp dụng cho các khoản ký thác bằng đô la Mỹ do 5 ngân hàng lớn nhất của Anh công bố tại thị trường Luân Đôn. Lãi suất LIBOR là loại lãi suất cơ bản ngắn hạn. Đồng đô la Mỹ sử dụng trong hoạt động tín dụng tại các nước bên ngoài nước Mỹ được gọi chung là "Eurodollar". Lúc đầu Eurodollar được áp dụng cho thị trường châu Âu thôi, nhưng dần dần cho tới ngày nay khái niệm Eurodollar đã được đồng hoá toàn cầu. Tương tự là khái niệm "Eurocurrency" được gọi chung cho bất cứ đồng tiền của nước nào được ký thác và giao dịch tại các ngân hàng nằm ngoài nước đó, kể cả các chi nhánh của họ.

Lãi suất LIBOR là căn cứ cho các nước tham khảo để thực hiện các khoản huy động cũng như cho vay bằng đô la Mỹ. Khái niệm về lãi suất này do đó tương tự như lãi suất cơ bản mà các ngân hàng lớn ví dụ tại Mỹ áp dụng đối với các khoản cho vay trong nước họ.

Ngoài ra, như ta đã có dịp khảo sát về hoạt động tín dụng trong thị trường chứng khoán với tài khoản đầu tư bằng cầm cố để vay mượn - tài khoản bảo chứng "margin" cũng như các sản phẩm vốn ngắn hạn trong thị trường tiền tệ, tất cả những sự trao đổi, giao dịch vốn như vậy đều có mức ước lệ về phí tổn. Các lãi suất nhạy cầm có giá trị tham khảo rộng rãi trong hai loại thị trường đó còn gồm có:

- **Lãi suất bảo chứng:**

Là lãi suất để duy trì tài khoản đầu tư bằng tín dụng, gọi là "call money rate". Lãi suất này là mức mà các nhà môi giới chứng khoán phải trả cho ngân hàng khi thực hiện nghiệp vụ "bảo chứng" margin cho khách hàng. Ở Mỹ, khách hàng đầu tư sau đó sẽ trả lại cho nhà môi giới với lãi suất mà nhà môi giới đã vay hộ cộng thêm thường là 1%, hoặc ít hơn tùy khoản vay lớn hay nhỏ. Tại các thị trường phát triển, lãi suất bảo chứng sở dĩ được quan tâm vì nó cho biết mức độ thịnh suy của TTCK. Khi người ta đi vay vốn để làm ăn có nghĩa là thị trường đang phát triển hoặc có một toàn cục "bình yên".

- **Lãi suất kỳ phiếu công ty rate on commercial paper:**

Như ta đã biết trong thị trường tiền tệ, các công ty tài chính hoặc công ty lớn thường tận dụng lợi thế về uy tín của mình để huy động các khoản vay thương mại ngắn hạn, thay vì phải đi vay ngân hàng với lãi suất cao

hơn. Đặc biệt các kỳ phiếu xếp hạng cao loại prime paper của Mỹ chẳng hạn được các tổ chức và đặc biệt là các quỹ đầu tư hỗ trợ chứng khoán ngắn hạn money market funds mua vào theo hình thức lãi suất chiết khấu. Đây cũng là tham số quan trọng để đánh giá tình trạng làm ăn chung của một nền kinh tế.

- **Lãi suất chứng chỉ tiền gửi:**

Là lãi suất bình quân được tính toán dựa trên một số các lãi suất tiêu biểu, có độ tin cậy cao nhất, do một số ngân hàng hàng đầu trong nền kinh tế áp dụng khi họ phát hành các chứng thư ký thác certificates of deposit - CD để thu hút vốn với lượng tiền lớn ở New York không dưới 100.000 USD.

- **Lãi suất trái phiếu kho bạc ngắn hạn T- bills:**

Được xác định bằng hình thức đấu giá với khoản chiết khấu trên các mệnh giá của trái phiếu chính phủ có kỳ hạn dưới một năm.

Những phân tích trên đây có thể cũng khá đủ để giúp cho chúng ta biết lãi suất được điều hành và có những nội dung như thế nào trong quá trình chúng giữ vai trò đo lường, tính toán chi phí đầu tư giao dịch, giải quyết những tình huống cung cầu của thị trường, làm căn cứ tham khảo, xem xét hiệu quả, .... Như vậy nếu có một thông tin về quyết định tăng hay giảm lãi suất của một nước, để làm nguội bớt hay khuyến khích tăng trưởng một không gian kinh tế. ta có thể xác định được ngay đó là loại lãi suất nào ?.

Và chúng ta thử ghi nhận để tham khảo thêm một ý sau: nếu không có một thị trường tiền tệ thì sẽ không có các lãi suất thị trường. Mà lãi suất

thị trường chính là năng lượng, hay có thể nói là chất men, kích hoạt thị trường trái phiếu. Không có các lãi suất nhạy cảm đó thì khó có một thị trường mua bán trái phiếu hữu hiệu.

### **Những nguyên tắc vàng...**

- Thói quen đã trở thành quy luật.
- Hãy hình dung một người nghiện rượu, trong buổi sáng sau một chuyến say mềm đã quyết định không bao giờ chạm tới cốc rượu nữa. Nhưng buổi chiều đã thấy uống một cốc, hai cốc, ba cốc; và buổi tối đã thấy anh ta lại say như đêm hôm trước.
- Không ở đâu trên thế giới này lại có nhiều người sống bằng các quan hệ của họ trong cùng một mét vuông như trong thị trường chứng khoán.
- Thành công trong đầu cơ chứng khoán là một nghệ thuật khéo léo đi kèm may mắn; nhưng điểm then chốt chính là việc dừng đúng lúc. Ai đã thu lợi gấp đôi số tiền đầu tư trong thời gian ngắn thì cũng sẽ phải chịu rủi ro thất thoát hơn thế nữa.
- Tỷ phú là ai có thể thỏa mãn được nguyện vọng của mình bằng vốn tài sản của chính mình hay lợi tức từ đó mà không phụ thuộc bất kỳ ai hết; không phải làm việc và cũng không phải khéo léo trước lãnh đạo hay khách hàng hoặc bất kỳ ai không hợp với mình. người đàn ông có thể có cuộc sống lý tưởng như vậy, mới thực sự là tỷ phú.

### **Chứng khoán nợ ngắn hạn trong thị trường tiền tệ**

Trong hoạt động thường xuyên của mình, các doanh nghiệp, định chế tài chính và cả chính phủ đều có những nhu cầu ngắn hạn về vốn. Những yêu cầu có tính "tình thế" hoặc đôi khi rất "nóng" này, liên quan đến một

khoản tín dụng ngắn hạn hoặc lượng tiền mặt, mà nếu phải lệ thuộc vào thủ tục của các khung luật lệ chế định dùng chung cho việc huy động vốn theo cơ chế bình thường trong thị trường chứng khoán TTCK thì dễ mất ý nghĩa thời gian. Do vậy, để cho đỡ tốn kém và chạy việc, người ta chế định riêng và chuẩn hoá các "sản phẩm" để tiện giao dịch cho các nhu cầu tài chính dưới một năm. Thị trường dành cho các nhu cầu giao dịch vốn loại này gọi là thị trường các chứng khoán ngắn hạn hay thị trường tiền tệ the money market.

Do vai trò và mục đích được xác định như vậy, các chứng khoán tín dụng ngắn hạn có những đặc tính rất phân biệt so với các sản phẩm trong TTCK:

- **Chuyển dịch:** Thị trường tiền tệ giúp gia tăng nhịp độ lưu thông tiền tệ, luân chuyển các quỹ từ các tổ chức tạm thời dư tiền sang những tổ chức tạm thời đang thiếu tiền. Những người cần huy động tiền trong thị trường vốn ngắn hạn sẽ gồm kho bạc Nhà nước, các ngân hàng thương mại lớn, các công ty, những công ty kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp trong lãnh vực này và các cấp chính quyền tỉnh thành được phép. Những người cho vay chủ lực gồm các tổ chức như các ngân hàng, các công ty tín thác trust companies và các công ty bảo hiểm.

- **Lưu hoạt và an toàn:** Các sản phẩm trong thị trường nợ ngắn hạn có thời hiệu giao dịch và đáo hạn dưới một năm và cho thu nhập cố định. Các chứng khoán công cụ trong thị trường này được phát hành theo khuôn khổ các chuẩn mực định sẵn và có ý nghĩa như tiền, do đó đây là loại đầu tư rất lưu hoạt và nhận được sự an toàn tương đối cao.



- **Chủ thể phát hành:** Gồm chính phủ, các tổ chức trung gian của chính phủ, các ngân hàng và công ty. Các giấy tờ có giá được họ phát hành ngắn nhất là qua đêm, vài tháng và lâu nhất là một năm.

Các công cụ sử dụng thị trường tiền tệ tiêu biểu ở Mỹ gồm có:

### **Thoả thuận mua lại Repurchase agreements repo**

Giả định tổ chức A đang sở hữu T- bills trái phiếu ngắn hạn kho bạc nhà nước và họ đang cần có ngay một khoản tiền. Tổ chức B lại là người đang dư tiền. A đề nghị B cùng tham gia vào một thoả thuận mua lại, bằng cách A bán cho B một lượng T-bills để huy động lượng tiền mặt mình cần, đồng thời thoả thuận sẽ mua lại lượng T- bills đó vào một ngày được xác định trước trong tương lai, với giá cao hơn mức B đã trả.

Ta có thể hiểu cách này giống như đi mượn tiền của B và bảo đảm nợ vay bằng T- bills. B là người cho vay sẽ hưởng lợi từ khoản chênh lệch giữa giá tiền B đã bỏ ra mua thấp và số tiền mà A cam kết sẽ trả khi mua lại luôn cao hơn đối với cùng lượng T- bills kia.

Repo có công dụng vừa như một phương thức vay vốn ngắn hạn của các tổ chức tài chính ngân hàng, vừa được sử dụng như một công cụ điều tiết vĩ mô can thiệp nhanh và tạm thời trong lãnh vực tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước. Do vậy, những tổ chức sử dụng phương thức này nhiều nhất là:

- Các nhà kinh doanh chứng khoán chính phủ và chứng khoán đô thị, dùng để tài trợ lượng chứng khoán tồn kho của họ.

- Các ngân hàng thương mại, dùng để huy động vốn ngắn hạn, và

- Ngân hàng trung ương, tạo hiệu lực thay đổi về yêu cầu dự trữ ngắn hạn đối với các ngân hàng trong hệ thống, nhằm để thường xuyên tối ưu hoá - fine tuning - lượng cung tiền tệ đang lưu thông. Những can thiệp điều chỉnh tạm thời này giúp nhà nước có thêm công cụ để điều hoà nền kinh tế một cách hiệu quả, liên tục và tránh gây ồn ào.

### **Thoả thuận bán lại REVERSE REPURCHASE AGREEMENT - REVERSE REPO**

Đây là hình thức ngược lại của repo. Một nhà kinh doanh chứng khoán A đồng ý mua chứng khoán của một nhà đầu tư nào đó B, đồng thời A thoả thuận sẽ bán lại cho B lượng chứng khoán mà mình đã mua theo một giá cao hơn giá lúc mua. Chênh lệch mua thấp bán cao đó là khoản lợi của A. Thời gian và giá cả được xác định trước theo một thoả thuận. Sự khác biệt giữa repo và reverse repo dễ dàng nhận ra ở chỗ, trường hợp repo thì A cần tiền nên tạm bán chứng khoán cho B để "vay" B, còn đối với reverse repo thì A lại thừa tiền nên tạm mua chứng khoán B để cho B vay.

### **Bảo chi ngân hàng BANKERS' ACCEPTANCE - BA**

Bảo chi ngân hàng các BAs là một loại hối phiếu trả chậm ngắn hạn, có ghi ngày chi trả tại một ngân hàng giao dịch nào đó. Ở Mỹ, các BAs được dùng để tạo thuận lợi cho hoạt động ngoại thương. Các nhà xuất nhập khẩu có thể dùng phương tiện này để thực hiện giao nhận hàng và tiền một cách linh động hơn với sự thừa nhận của ngân hàng phát hành.

Giả sử rằng một nhà nhập khẩu tại Mỹ đang mua hàng của nhà xuất khẩu từ Nhật Bản. Nhà nhập khẩu muốn thực hiện trả tiền hàng nhập sau khi hàng được giao nên họ lập thủ tục phát hành một hối phiếu trả

chậm time draft - một ngân phiếu có giá trị chi trả vào một ngày nhất định trong tương lai và được bảo đảm bằng một thư tín dụng L/C của ngân hàng tại Mỹ đối với khoản chi trả đó.

Nhà xuất khẩu có thể giữ hối phiếu đó cho đến ngày xác định để nhận đủ khoản tiền. Tuy nhiên, nếu công ty đó muốn nhận ngay tiền mặt, họ có thể đem hối phiếu tới xin giải ngân tại ngân hàng giao dịch, và nhà xuất khẩu sẽ nhận được tiền ít hơn lượng tiền ghi trên hối phiếu do phải mất một khoản chiết khấu cho ngân hàng. Đến lượt ngân hàng đó làm chủ hối phiếu và được ngân hàng phát hành bảo đảm; lúc này hối phiếu trở thành một BA, được công nhận về phẩm chất như một hàng hoá có khả năng giao dịch. BA đó có thể được giữ đến ngày hẹn trả hoặc cũng có thể được bán đi trên thị trường tiền tệ.

Các BAs được mua đi bán lại dễ dàng trong thị trường tiền tệ do có chất lượng tin cậy cao bởi vì chúng được bọc lót bằng một sự bảo đảm của một ngân hàng có uy thế, đồng thời với lượng hàng hoá gốc được mua bởi nhà nhập khẩu. Ở Việt Nam, nếu chúng ta có một hệ thống ngân hàng vững mạnh và một tập quán kinh doanh hội nhập, các sản phẩm BAs nếu được nghiên cứu áp dụng, sẽ là giải pháp rất tốt cho vấn đề vốn tín dụng cho thương mại, không riêng gì cho ngoại thương mà có thể cả nội thương.

### **Kỳ phiếu công ty COMMERCIAL PAPER**

Kỳ phiếu công ty là công cụ để các công ty huy động các khoản nợ ngắn hạn với chi phí thường thấp hơn nếu họ phải đi vay ngân hàng. Lãi suất kỳ phiếu công ty thấp hơn lãi suất tương ứng đối với một khoản cho vay

của ngân hàng, đồng thời, theo luật lệ về chứng khoán của Mỹ luật phát hành chứng khoán 1933, nếu kỳ phiếu có thời hạn ngắn hơn 270 ngày thì được miễn thủ tục đăng ký đầy đủ, do đó tổn phí phát hành cũng sẽ giảm. Đặc biệt, loại kỳ phiếu này còn cho phép thương lượng linh động cả về thời gian đáo hạn lẫn lãi suất.

Kỳ phiếu công ty thường được phát hành bằng hình thức nặc danh bearer form và phương thức chiết khấu trên mệnh giá. Ở Mỹ, các giao dịch loại chứng khoán nợ này theo lô tròn có giá trị tối thiểu là 250.000USD. Một số kỳ phiếu cũng có thể được phát hành theo phương thức trả lãi định kỳ. Công ty phát hành kỳ phiếu phải là công ty có tên tuổi lớn và uy tín thực sự vì kỳ phiếu công ty là loại nợ không được bảo kê mà chỉ được bảo đảm bằng uy tín của chính công ty đó thôi. Dựa vào thể thức phát hành, kỳ phiếu công ty được phân loại tương đối sau đây:

- **Kỳ phiếu trực tiếp:** Tiếng Anh gọi là " "direct paper" là loại kỳ phiếu do các công ty lớn có đủ điều kiện tự mình tổ chức việc phát hành trực tiếp ra công chúng, không thông qua một trung gian thu xếp nào. Kỳ phiếu trực tiếp còn biết đến dưới tên "finance company paper" kỳ phiếu công ty tài chính vì thường chúng được phát hành bởi các công ty tài chính để huy động vốn.

- **Kỳ phiếu gián tiếp:** Hầu hết các công ty không có khả năng trực tiếp phát hành kỳ phiếu của mình. Việc phát hành kỳ phiếu sẽ do một công ty chứng khoán trung gian lo liệu. Quần chúng đầu tư mua kỳ phiếu công ty qua các nhà tự doanh chuyên giao dịch loại chứng khoán đó. Do đó mà chúng được gọi là "dealer paper".

- **Kỳ phiếu miễn thuế.** Tax exempt commercial paper Kỳ phiếu miễn thuế dùng để chỉ loại kỳ phiếu đô thị có đặc tính tương tự như kỳ phiếu công ty, nhưng chủ thể huy động vốn là các chính quyền địa phương. Kỳ phiếu đô thị được nhà nước cho miễn thuế luôn luôn phải cần đến sự hỗ trợ của một ngân hàng thương mại đảm nhận việc phát hành.

Khách hàng lớn của các loại kỳ phiếu công ty là các quỹ đầu tư chứng khoán ngắn hạn, các ngân hàng, quỹ hưu trí,...

Ở Mỹ và phương tây các kỳ phiếu được hiểu theo cách dân dã là một "IOU" I owe you - tôi nợ ngài. Trong giao dịch dân sự, IOU lại là một chứng từ nợ trực tiếp quan trọng. Kỳ phiếu có thể được xem là một IOU cách điệu, đó là loại giấy có giá mua bán được những loại do các công ty thương thặng và uy tín đầy mình phát hành còn được gọi là "prime paper" kỳ phiếu thượng hạng.

### **Chứng thư ký thác CD**

Các chứng thư ký thác loại chuyển nhượng được negotiable certificate of deposit do các ngân hàng thương mại lớn phát hành để huy động vốn vay. Đây là các chứng khoán ngắn hạn trả lãi định kỳ interest bearing và được đảm bảo bằng chính uy tín của ngân hàng phát hành. Ở Mỹ các CD được biết đến như loại chứng khoán "cỡ bự" jumbo CDs, với mệnh giá 100.000 USD là mức tối thiểu, nhưng trong giao dịch, mức tiêu biểu là trên một triệu đô la. Các CDs có thời gian đáo hạn tối thiểu là 7 ngày và các kỳ đáo hạn thường không quá 1 năm. Tuy nhiên, bên cạnh đó còn có các chứng thư ký thác không chuyển nhượng được non-negotiable CDs, loại này không khống chế thời hiệu đáo hạn tối đa, có thể 10 năm hoặc hơn.

Các CDs ngắn hạn, chuyển nhượng được, được mua đi bán lại trên thị trường thứ cấp trước thời gian đáo hạn. Chỉ có các "negotiable CD" mới được xem là công cụ của thị trường tiền tệ.

### **Các khoản tài trợ nóng FEDERAL FUNDS HAY FED FUNDS**

Các khoản tài trợ nóng là các vay mượn qua đêm giữa những ngân hàng thương mại với nhau, chủ yếu được thực hiện để đáp ứng yêu cầu về mức dự trữ do ngân hàng trung ương quy định. Một ngân hàng có mức dự trữ cân đối vượt tạm thời theo quy định có thể cho một ngân hàng trong hệ thống bị hụt dự trữ tạm thời vay nóng. Điều này cho phép ngân hàng có dự trữ cân đối dôi lên có thêm cửa để kiếm lời trên các khoản tiền xem như "đang ngủ qua đêm" của họ. Lãi suất áp dụng trên những món nợ qua đêm này được gọi là lãi suất huy động nóng tiếng Mỹ gọi thông dụng là Fed funds rate - phát xuất từ sự điều chuyển nội bộ các khoản cân đối vay mượn "tình thế" giữa các ngân hàng thành viên để trám kín thâm hụt kỹ thuật trên các tài khoản dự trữ bắt buộc theo luật tại Ngân Hàng Dự Trữ Liên Bang - viết tắt là Fed. Lãi suất này biến động theo tình hình kinh tế tài chính trên thị trường mỗi ngày và là một dấu hiệu báo động các biến chuyển lãi suất có thể xảy ra. Sở dĩ có điều này vì thực tế nó phản ánh khả năng sẵn sàng đáp ứng của các nguồn vốn trong hệ thống tới đâu.

Với khảo sát trên đây từ một thị trường tài chính đã phát triển cao, ta thấy những công cụ vốn ngắn hạn đã đóng góp tích cực thế nào vào ý nghĩa huyết mạch của thị trường tiền tệ, đồng thời có thể hình dung khả năng vận động "tối đa công suất" của các nguồn tài chính sẽ có tầm quan trọng ra sao đối với sự phát triển của từng doanh nghiệp, cũng như của cả một nền kinh tế.

## **Giao dịch song hành trong Thị trường Tài chính và TTCK**

Một trong những chiến lược rất đặc trưng trong thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng là giao dịch song hành arbitrage trading. Mặc dù ở ta hoạt động này vẫn còn xa lạ, thậm chí về thuật ngữ cũng chưa được biết đến nhiều. Nhưng từ lâu, và nhất là trong các cơn dậy sóng của thị trường tài chính thế giới trong quá khứ, các hoạt động arbitrage là những công cụ tài chính được sử dụng rất phổ biến và lợi hại tại những nền kinh tế thị trường có hệ thống tài chính chuyên sâu và đa dạng. Tuy nhiên, xét về bản chất, cách mua bán này không có gì mới lạ và thoạt nhìn tưởng rất đơn giản.

Giao dịch mua bán song hành là chiến lược được các nhà kinh doanh chuyên nghiệp các arbitrageurs thực hiện để kiếm lợi từ những khác biệt tạm thời về giá cả giữa hai thị trường, hai loại chứng khoán, hoặc kết hợp. Có một số phương thức giao dịch theo cách mua bán song hành đã trở thành đặc trưng và đi vào truyền thống, nhưng tổng quát mà nói, những nhà kinh doanh song hành chuyên nghiệp thường tìm cách kiếm lợi dựa trên những sai biệt bất thường về giá đối với một loại chứng khoán hay giữa các chứng khoán tương đương giá trị với nhau. Những loại giao dịch song hành sau đây thường được các thị trường tài chính trên thế giới sử dụng:

### **Song hành thị trường**

Đôi khi cùng một chứng khoán nhưng được giao dịch tại hai thị trường trên hai sàn giao dịch khác nhau. Điều này cho khả năng rằng chứng khoán giao dịch trên hai thị trường cùng thời điểm có thể sẽ có hai giá khác nhau. Khi điều đó xảy ra thật và các arbitrageur “đánh hơi” được, họ sẽ mua vào nơi thị trường có giá rẻ hơn và bán ra tại một thị trường khác có giá cao hơn, loại hoạt động này được giới chuyên môn gọi là song hành thị trường market arbitrage. Hoạt động song hành thị trường kiếm lợi khá

chắc chắn và cần thiết, vì nó cũng giúp điều hoà thị trường một cách nhanh chóng.

### **Song hành chứng khoán chuyển đổi**

Giao dịch song hành cũng có khả năng được thực hiện đối với các loại chứng khoán tương đương đối với các công cụ huy động vốn có thể chuyển đổi, chẳng hạn các trái phiếu chuyển đổi và loại chứng khoán làm cơ sở cho việc chuyển đổi đó. Nếu điều kiện thị trường được tiên liệu đúng, một người theo chiến lược song hành có thể kết hợp việc đổi các trái phiếu ra cổ phần thường, đồng thời bán lượng cổ phần thường đó để kiếm lời từ chênh lệch. Hoạt động mua bán song hành chứng khoán chuyển đổi convertible security arbitrage yêu cầu người đầu tư có sự xét đoán tinh tế hơn kiểu song hành thị trường.

### **Song hành mạo hiểm**

Giao dịch song hành mạo hiểm risk arbitrage có thể được xem là loại giao dịch hấp dẫn trong các diễn tiến thâm tóm doanh nghiệp take over đang diễn ra. Các arbitrageurs ra tay mua cổ phần của công ty đang bị săn bắt being acquired company và đồng thời bán non sell short cổ phần của công ty chủ động việc thâm tóm đó acquiring company. Người theo đuổi các giao dịch song hành kiểu này tin rằng việc sáp nhập công ty sẽ làm tăng giá cổ phần của công ty bị thâm tóm, đồng thời cổ phần của công ty chủ động việc thâm tóm - do đã ở mức cao trong quá trình diễn ra sự kiện đó - sẽ giảm lại sau khi việc sáp nhập thành hiện thực. Hoạt động mua bán song hành mạo hiểm là hoạt động kinh doanh nhiều rủi ro. Tình huống rủi ro đáng ngại nhất là khi sự thu xếp sáp nhập không thành. Ta có thể nhớ lại trường hợp thua lỗ của công ty Long Term Capital Management LTCM



hồi năm 1998, khi họ mua cổ phần của công ty Ciena giá 90USD do nghĩ rằng Ciena sẽ được sáp nhập vào Tellabs. Nhưng điều đó đã không xảy ra, và ngay sau khi việc sáp nhập không thành, giá cổ phần của Ciena đã rớt bịch xuống chỉ còn 13USD!

Một ví dụ, công ty A có thể đưa ra một đề xuất để thu tóm công ty B, bằng cách trao đổi một cổ phần của công ty A bằng hai cổ phần công ty B. Nếu cổ phần của công ty A đang giao dịch với giá 200.000đ và cổ phần của công ty B giao dịch với giá 95.000đ, người mua bán song hành mạo hiểm sẽ mua cổ phần của công ty B và sử dụng tài khoản bảo chứng để giao dịch bán non bán trước rồi mua trả lại sau một lượng cổ phần của công ty A bằng phân nửa lượng cổ phần của công ty B. Nếu đề xuất gồm thu đó được chấp thuận, hai loại chứng khoán trong cuộc sẽ được trao đổi theo cơ sở một- lấy- hai, và nghiệp vụ mua bán song hành sẽ được lợi, vì giá cổ phần của công ty B sẽ nhích lên đồng thời với giá cổ phần công ty A nhích xuống. Nhưng rủi ro sẽ xảy ra khi việc thu xếp sáp nhập bất thành, vì lúc đó giá chứng khoán B chẳng những không tăng và chứng khoán A chẳng những không giảm mà sẽ diễn biến độc lập theo hướng thường là bất lợi, đi ngược với mong đợi của các arbitrageur.

Song hành mạo hiểm còn được sử dụng phổ biến trong các hoạt động tổ chức lại công ty và các thương lượng mua lại tender offer. Phương thức mua bán này còn được gọi là song hành chứng khoán vốn equity arbitrage.

Ở những nước có nền kinh tế thị trường với hạ tầng tài chính chuyên sâu và đa dạng, các hoạt động song hành diễn ra ở nhiều lĩnh vực, rất phức tạp và với quy mô lớn đôi khi chỉ có thể điều hành bằng lập trình điện toán. Chúng ta có thể tìm hiểu thêm một số cách giao dịch khác dưới đây chuyên sâu hơn.

## **Giao dịch khai thác chênh lệch**

Giao dịch khai thác chênh lệch basis trading hay relationship trading là hoạt động mua bán song hành trong đó một nhà đầu tư tham gia vào một vị thế mua long position đối với một loại chứng khoán và một vị thế bán short position đối với một chứng khoán tương tự, với tham vọng sẽ kiếm lợi từ sự thay đổi trong chênh lệch cơ bản basis giữa hai chứng khoán được sử dụng. Chẳng hạn, một người đầu tư có thể mua một hợp đồng tùy chọn mua call option kỳ hạn hiệu lực đến tháng Tư và cùng lúc bán một hợp đồng call của cùng loại chứng khoán cơ sở nhưng khác kỳ hạn hiệu lực không phải kỳ hạn tháng Tư hoặc khác giá chốt sẵn strike price – giá sắp đặt của thị trường. Nhà đầu tư ở trường hợp này mong đợi giá trị của hai vị thế thương vụ sẽ thay đổi trong thời gian chúng còn hiệu lực, theo cách sao cho khoản lợi cuối cùng sẽ phát sinh. Giao dịch khai thác chênh lệch được thực hiện khi mà nhà đầu tư cảm thấy rằng một chứng khoán đã được định giá quá cao, hay quá thấp, tương quan với giá của một chứng khoán khác. Do có điều này, phần lợi ở một phía giao dịch phải đủ lớn hơn để khử phần lỗ bên phía đối ứng trong cùng giao dịch đó. Phần chênh lệch dôi ra là lợi kiếm được. Giao dịch khai thác chênh lệch có thể dùng trong chỉ số, trong một tập nhóm chứng khoán group of securities hay cả trong các loại chứng khoán đơn lẻ.

Một ví dụ, một nhà đầu tư sẽ quyết định chiến lược song hành như sau trong thị trường mua bán hợp đồng option tùy chọn:

- Mua 1 hợp đồng call option chọn mua ở mức \$30, kỳ hạn tháng Tư, phí mua \$0,25 mua call là ta đã chốt giá mua hàng hoá \$30 – nên nếu giá giảm, chỉ bị mất tiền phí mua.

- Bán 1 hợp đồng call option ở mức \$25, kỳ hạn tháng Tư, thu phí từ người mua \$3. bán call là do có dự đoán giá đứng yên hoặc giảm. Nếu giá đứng hoặc giảm, người bán lợi trọn phần phí nhận được, nếu tăng ít họ huê vốn, tăng nhiều sẽ bị lỗ.

Trong các tình huống thực hành thương vụ trên đây, nếu giá đứng yên hoặc giảm dưới \$25 vào cuối kỳ hạn tháng 4, người đầu tư sẽ lợi \$2,75 nhận được \$3 ở hợp đồng bán nhưng mất \$0,25 ở hợp đồng mua trên mỗi đơn vị hàng hoá. Tuy nhiên, người đầu tư vẫn có thể bị lỗ trong khoản giá tăng từ \$25~30. Ví dụ này giống như chiến lược "call spread" trong thị trường option.

### **Giao dịch song hành chỉ số chứng khoán**

Chỉ số là giá trị tương đối của một biến số so với chính bản thân biến số đó vào các thời điểm khác nhau. Nhiều công cụ báo giá chứng khoán như nhóm Standard & Poor's S&P và nhóm New York Stock Exchange NYSE chẳng hạn được xây dựng thành những chỉ số tham khảo. Các chỉ số phải được xác định quy chiếu về một năm căn cứ gọi là base year, năm căn cứ đó được mặc định ở giá trị chỉ số gốc, thường là 100 cũng có khi là 10. Chiến lược song hành chỉ số được thực hiện bằng việc mua hay bán một tập hợp chứng khoán các loại đồng thời với việc tham gia vào một giao dịch bù trừ trong một hợp đồng tương lai futures hoặc hợp đồng tùy chọn options về chỉ số chứng khoán. Song hành chỉ số được thiết lập để lợi dụng sự khác biệt tạm thời về giá giữa chứng khoán cơ sở và các hợp đồng chỉ số futures hay options. Ví dụ một nhà quản lý tài chính công ty kiếm lợi cho cổ đông bằng cách họ sẽ bán một hợp đồng futures về chỉ số đã định giá cao và đồng thời mua vào chứng khoán cơ sở.

## **Giao dịch lập trình Program Trading**

Là một hoạt động mua bán song hành trong đó các nhà kinh doanh chứng khoán tham gia vào vị thế mua hay bán trong một danh mục chứng khoán, đồng thời họ cũng tham gia vào một vị thế đối ứng đối với một hay nhiều hơn các hợp đồng tương lai dựa vào cùng danh mục kia. Mua bán lập trình được thực hiện để khai thác lợi thế về sự sai biệt giá thị trường giữa hai tập chứng khoán portfolio giống nhau về bản chất. Cả hai phía của giao dịch được đóng lại vào ngày hay gần ngày hợp đồng tương lai hết hạn, khi mà các giá trị của hai vị thế sẽ được cân bằng dựa trên nguyên tắc hồi qui. Do quy mô của các giao dịch theo cách này thường lớn và độ phức tạp của kỹ thuật được sử dụng cao, giao dịch Lập trình chủ yếu được thực hiện gần như độc quyền bởi các tổ chức lớn.

Giao dịch lập trình cần phẩm chất về nghiệp vụ rất cao và các điều kiện kỹ thuật thông tin vừa nhanh vừa chính xác để phục vụ kịp thời một quá trình theo dõi chi li và phức tạp về giá cả... được các nhà quản lý danh mục chứng khoán lớn sử dụng trên cơ sở của một kết hợp bù trừ theo các hợp đồng trong thị trường tương lai. Do yêu cầu như vậy, khả năng theo đuổi chiến lược này nhằm đem lại một thu nhập phi rủi ro, phần lớn tùy thuộc vào mức độ hội nhập các chương trình điện toán với các giao dịch liên quan tới một trong những sản phẩm mới trong thị trường tài chính và chứng khoán, đó là các hợp đồng tương lai về chỉ số chứng khoán index futures. Hoạt động này tương tự song hành chỉ số, nhưng khác về quy mô.

Các chương trình điện toán có năng lực xử lý cao sẽ xác định được điểm mà ở đó giá trị của một danh mục chứng khoán – có chứng khoán cùng thứ với chứng khoán đang hình thành chỉ số thị trường liên quan - lệch khỏi

giá trị của một hợp đồng tương lai dựa trên cùng chỉ số thị trường đang sử dụng. Nhờ vậy, giá trị của tất cả các cổ phiếu bao gồm trong chỉ số S&P100 chẳng hạn có thể được xác định hoặc là được đánh giá cao hơn, hoặc thấp hơn, tương quan với giá mà một hợp đồng futures về chỉ số đó đang bán. Như thế, những nhà kinh doanh sử dụng giao dịch lập trình một mặt đứng vào vị thế đối với các loại chứng khoán tạo lập nên chỉ số, mặt khác họ tham gia vào một vị thế bù trừ lại vị thế kia bằng một hợp đồng futures dựa trên chỉ số đó.

Do bởi hai vị thế phải cùng có giá trị bằng nhau vào ngày mà hợp đồng futures hết hạn, nhà kinh doanh lập hình hưởng lợi nhờ sự chênh lệch về giá trị lúc vị thế đó được thiết lập. Sự khác biệt ban đầu càng lớn bao nhiêu, và thời gian chờ đợi cho đến khi các giá trị hồi quy lại càng ngắn bao nhiêu, thì khả năng kiếm lợi của giao dịch càng nhiều bấy nhiêu. Khả năng kiếm lợi của giao dịch phải được so sánh với lợi suất đầu tư rate of return khả dĩ có thể đạt đối với các phương thức đầu tư phi rủi ro khác - so sánh tương quan cơ hội để xác định hoạt động song hành đó có đạt mức lợi xứng đáng hay không. Cuộc chơi xem ra cũng khá công phu và cân não!

Bởi vì hầu hết các vị thế giao dịch lập trình được đóng lại vào thời điểm gần ngày thanh lý các hợp đồng futures, lúc giá trị của các chứng khoán cơ sở ngang bằng hay gần ngang bằng với giá trị của hợp đồng futures, sự mua bán dồn dập, sự biến động giá, và sự náo động trên các thị trường có thể xuất hiện vào các ngày gần hết hạn đó, và đó mới là triệu chứng bình thường. Những biến động lớn về giá liên quan đến các loại cổ phiếu nằm trong các chỉ số trung bình thường là Dow Jones Averages và S&P 500 rất thường xảy ra, đặc biệt vào các thời điểm cuối ngày thanh lý hợp đồng.

Mặc dù đã từng có sự chỉ trích nặng về giao dịch lập trình là nguồn xung lực kích thích biến động trong các TTCK, nhiều nhà nghiên cứu và phân tích thị trường lại cho rằng giao dịch lập trình có mặt tác động tích cực của nó, theo cách nó làm cho các thị trường hiệu quả hơn. Giao dịch lập trình chỉ có thể được sử dụng có lợi khi giá cả trên thị trường diễn biến chệch choạc. Vì giao dịch lập trình liên quan đến những món tiền khổng lồ và các áp dụng tinh vi như đã trình bày, nó thường được thực hiện bởi một số rất ít các nhà kinh doanh đang nắm trong tay các khối tiền hùn vốn lớn. Việc thiết lập vị thế cùng lúc cho một trăm hay hơn các loại cổ phiếu khác nhau không phải là chuyện dễ ă. Tuy nhiên, vì yêu cầu phòng vệ cho việc đầu tư những khoản tiền khổng lồ là một thực tế có tính thúc ép, nên các nhà kinh doanh lập trình luôn bị đòi hỏi phải tham gia vào các chiến lược có bản chất trừ khử rủi ro. Điều đó đến lượt đặt ra cho cộng đồng những nhà đầu tư còn lại mặc nhiên phải chia nhau phần rủi ro tăng lên trong một thị trường có biến động nhiều hơn.

Trên đây là một số các giao dịch song hành từ rất đơn giản đến phức tạp. Thực ra giao dịch song hành được các nhà kinh doanh chứng khoán và các nhà quản lý danh mục, quản lý tài chính,... sử dụng rất đa dạng. Căn bản của vấn đề là sự khai thác khoảng chênh lệch xuất hiện vì bất cứ lý do gì và ở bất cứ điều kiện nào trong các thị trường, vốn luôn luôn hiện hữu bản chất "kém hiệu quả". Không đợi đến thị trường chứng khoán, một người huy động tiền trả lãi 5%, đồng thời cho vay lại khoản huy động đó với lãi suất 5,225% chẳng hạn, trong cùng một cấp độ môi trường khi đánh giá về rủi ro, thì người ấy đã làm cái công việc của chiến lược song hành rồi.

Nhưng thứ gì cũng có mặt trái của nó. Vào năm 1986 Ủy Ban Chứng Khoán và TTCK Hoa Kỳ SEC đã công bố trường hợp gian lận của Ivan F. Boesky, một trong những nhà kinh doanh song hành thành công, giàu có và nổi tiếng của Mỹ. Nhà kinh doanh chứng khoán chơi không "fair" này đã phải cúi đầu nhận tội đối với một cáo buộc của tòa và phải nộp 100 triệu USD tiền phạt cho SEC do đã có hoạt động mua bán nội gián insider trading. Nguồn tin đã trưng ra các hoạt động mua bán lượng chứng khoán lớn có sự sử dụng các tin tức một cách bất minh trong các TTCK kéo theo sự sụt giá nặng nề các trái phiếu lãi suất cao junk bonds và các cổ phần công ty liên quan đến hoạt động thâm tóm takeover đang và có thể xảy ra lúc bấy giờ. Boesky cũng bị cấm suốt đời không được hoạt động trong ngành chứng khoán. Sự thanh lý hoạt động của Boesky với SEC rõ ràng đã chấm dứt sự nghiệp của một arbitrageur thành đạt, người từng sắm vai trò hạt nhân, có khi là công cụ trong nhiều hoạt động thâm tóm và mua đứt buyout xảy ra vào đầu và giữa những năm 1980 tại Mỹ. Suốt trong thời gian đó, các arbitrageur được giới báo chí tài chính săn đón, vì giới này đã đưa những món tiền thật lớn để đầu tư vào mảng chứng khoán được xem là có nhân thân đặc biệt liên quan đến các công ty bị lên danh sách thâm tóm. Các nguồn tiền này được sử dụng vào các giao dịch mua bán cổ phần các doanh nghiệp được xem là có giá thấp. Một khi các giao dịch được các arbitrageur ra tay công khai, các nhà đầu tư khác, gồm cả các công ty có quan tâm mua lại các doanh nghiệp được định giá thấp, có vẻ như bị cuốn hút vào loại chứng khoán đang có ma lực đó. Kết quả là các arbitrageur thường có thể bán chứng khoán trong cuộc - nhưng với giá cao hơn nhiều - cho các công ty mục tiêu đang chồi đạp chống lại việc bị thâm tóm greenmail hoặc những công ty khác đang có ý đồ đi thâm tóm, cách nào họ cũng có lợi. Trong một số trường hợp, các arbitrageur đã liên tục mua cổ phần để thực sự nắm quyền kiểm soát những công ty đó. Việc thanh lý

Boesky có hiệu lực tức thì và được ví như gáo nước lạnh dội vào một số hoạt động đầu cơ thâm tócm, từng là tác nhân chủ lực đã thao túng các TTCK lúc bấy giờ tại Mỹ.

Trường hợp trên đây, và những sự uốn nắn khác, vừa có hiệu lực răn đe để duy trì trật tự hội nhập thị trường, vừa cảnh báo lên một lời kêu gọi cần có thêm các luật lệ bổ sung cho các TTCK.

Qua tham khảo ta có thể thấy, về nguyên tắc, hoạt động mua bán song hành chỉ là một công cụ kinh doanh khá đơn giản. Tuy nhiên, công cụ này đã được phát triển rất cao trong lĩnh vực thị trường tài chính thành một chiến lược. Nếu liên hệ qua các lĩnh vực kinh tế khác, giao dịch song hành hiện diện khá phổ biến trong cả hoạt động sản xuất lẫn kinh doanh. Lấy thực tế về hoạt động làm ăn hằng ngày thôi, ta thử liên hệ và tìm ra được bao nhiêu hoạt động song hành?

### **Báo cáo tài chính**

Có nhiều cách để đánh giá hoạt động của một công ty. Một trong những cách đó là phân tích các báo cáo tài chính. Bạn có thể thực hiện công việc này theo ba cách:

1. Nghiên cứu nội dung của bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập.
2. So sánh các nguồn vốn và việc sử dụng vốn của giai đoạn này với giai đoạn khác.
3. Đánh giá mối quan hệ giữa bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập bằng việc phân tích các hệ số.

Mục tiêu cuối cùng của việc phân tích các báo cáo tài chính qua ba bước này sẽ giúp các nhà quản lý có được một kế hoạch đúng đắn. Bằng việc



ngiên cứu bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập, các nhà quản lý có thể đánh dấu những chỗ yếu kém trong hoạt động tài chính và thực hiện biện pháp khắc phục thích hợp. Qua việc phân tích các bản báo cáo này, những nhà quản lý có thể thiết lập cách thức phân bổ các khoản tiền và nguồn vốn có hiệu quả hơn. Họ cũng có thể quản lý định hướng hoạt động tương lai của công ty và giúp công ty tối đa hoá lợi nhuận.

### **Bảng cân đối kế toán**

Là một bản báo cáo về tài sản và trách nhiệm tài chính, và vốn góp của các cổ đông tính đến một thời điểm nhất định. Bên trái của bảng cân đối kế toán là phần tài sản có, phần này liệt kê chi tiết các tài sản lưu động dưới hình thức tiền mặt và các tài sản khác hình thành nên vốn lưu động của công ty. Các tài sản cố định chủ yếu là các khoản đầu tư dài hạn, kể cả nhà xưởng và thiết bị.

Bên phải của bảng cân đối kế toán là phần tài sản nợ và vốn cổ đông, phần này liệt kê các nghĩa vụ tài chính hiện thời, bao gồm cả các khoản phải trả, các chứng từ phải thanh toán và các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn khác. Sau đó là các khoản nợ dài hạn có thời hạn lớn hơn 1 năm. Phần này trong bảng cân đối kế toán cũng có thể bao gồm cả giá trị đã được vốn hoá của các khoản thuê tài chính. Sau khi bạn lấy phần tài sản có trừ đi phần tài sản nợ, giá trị còn lại là tài sản ròng hay vốn cổ đông. Các bộ phận cấu thành của giá trị ròng bao gồm giá trị mệnh giá của các cổ phiếu thường đang lưu hành, thặng dư vốn tự có, và thu nhập giữ lại tích lũy từ phần lợi nhuận mà công ty thu được trước đó. Nếu công ty có bị thanh lý và tất cả các yêu cầu thanh toán của chủ nợ đã được đáp ứng, thì giá trị ròng là những gì còn lại để chia cho các cổ đông.

Với tính chất là bản báo cáo về tài sản và các trách nhiệm tài chính của công ty, bảng cân đối kế toán cho phép các chủ đầu tư xem xét cơ cấu của các thành phần tài sản này và quyết định xem liệu việc phân bổ như thế đã hợp lý chưa. Bằng cách lấy tài sản lưu động trừ đi các khoản nợ hiện thời, bạn có thể xác định được khả năng thanh toán của công ty; và bằng cách so sánh lợi nhuận với tài sản đầu tư vào công ty, bạn có thể có được một nhận xét nào đó về hiệu quả sử dụng tài sản và sinh lời của công ty.

**Bảng 1. Bảng cân đối kế toán**

**DVT: USD**

<i>Tài sản có</i>		<i>Tài sản nợ và Vốn cổ đông</i>	
Tiền mặt	40.000	<b>Tài sản nợ</b>	
		Các khoản phải trả	200.000
Chứng khoán có thể bán	50.000	Tài sản lưu động khác	20.000
Các khoản phải thu	320.000	<i>Tổng tài sản nợ ngắn hạn</i>	220.000
Hàng dự trữ	250.000	Nợ dài hạn	440.000
<b>Tổng tài sản lưu động</b>	660.000	<b>Vốn cổ đông</b>	
		Cổ phiếu thường	350.000
Tài sản cố định ròng	550.000	Thu nhập giữ lại	200.000
<b><i>Tổng tài sản có</i></b>	<b><i>1.210.000</i></b>	<b><i>Tổng số nợ và Vốn cổ đông</i></b>	<b><i>1.210.000</i></b>

### **Báo cáo thu nhập**

Báo cáo thu nhập thể hiện các nguồn thu mà công ty tạo ra và các khoản chi phí mà công ty phải chi ra để sản xuất và tài trợ hoạt động của công ty. Một thí dụ đơn giản của báo cáo thu nhập thể hiện trong Bảng 1. Nó

bắt đầu bằng việc báo cáo về doanh số có được từ tài sản và các khoản vay nợ trong bảng cân đối kế toán. Công ty phải gánh chịu những chi phí nhất định. Các chi phí này bao gồm chi phí hàng hoá bán kể cả nhân công và nguyên liệu để sản xuất sản phẩm để bán và các chi phí hoạt động khác, mà chủ yếu là khấu hao, chi phí bán hàng và chi phí hành chính. Ngoài ra, báo cáo thu nhập còn xem xét đến chi phí tài chính, như tiền trả lãi và thuế. Lấy thu nhập hoạt động trừ các khoản chi phí tài chính này ta được lợi nhuận ròng và thu nhập giữ lại.

Với tính chất khái quát hoá, báo cáo thu nhập sau đó cung cấp một bức tranh về doanh thu, chi phí và khả năng sinh lãi của công ty trong một kỳ nhất định.

**Bảng 2. Báo cáo thu nhập điển hình cho một năm kết thúc vào ngày 31 tháng 12**

<i>Doanh số bán</i>	20.000.000
<i>Trừ chi phí hàng hoá bán</i>	16.000.000
<i>Khấu hao \$500.000</i>	
<i>Tổng lợi nhuận</i>	4.000.000
<i>Trừ chi phí hoạt động</i>	2.000.000
<i>Chi phí khác \$1.500.000</i>	
<i>Lợi nhuận hoạt động</i>	2.000.000
<i>Trừ tiền lãi ròng lãi suất 10%</i>	44.000
<i>Lợi nhuận trước thuế</i>	1.956.000
<i>Trừ thuế thuế suất 40%</i>	782.400
<i>Lợi nhuận sau thuế thu nhập ròng –</i>	1.173.600
<i>Net income</i>	
<i>Trừ cổ tức của cổ phiếu</i>	588.000
<i>thường</i>	
<i>Thu nhập giữ lại</i>	588.000

<i>Số cổ phần đang lưu hành</i>	300.000
<i>Thu nhập trên cổ phần = NI/Số cổ phiếu hay</i> $1.173.600 / 300.000$	3,91

Người ta thường chuyển thu nhập ròng thành thu nhập trên cổ phần EPS thu nhập ròng chia cho số cổ phần đang lưu hành vì con số này thông báo cho các cổ đông và các nhà đầu tư biết lợi nhuận của mỗi cổ phiếu là bao nhiêu và giúp thiết lập một cơ sở chung cho việc đánh giá hệ số giá trên thu nhập P/E và định giá cổ phiếu của một công ty này so với một công ty khác.

### **Sử dụng các báo cáo tài chính**

Một trong những giá trị sử dụng quan trọng của các báo cáo tài chính là xác định hiệu quả quản lý chi phí và khả năng sinh lời của một công ty. Điều này có thể thực hiện được bằng cách so sánh báo cáo thu nhập của một công ty nhất định với báo cáo thu nhập của ngành hay của một công ty làm ăn tốt nhất trong ngành.

Các báo cáo thu nhập cũng có thể cho bạn biết lợi nhuận của công ty chịu ảnh hưởng do thay đổi trong chi phí cố định như tiền lãi, khấu hao cũng như những chi phí cố định ảnh hưởng như thế nào. Các bảng tổng kết tài sản giúp các nhà quản lý của công ty xem liệu mức tài sản có và một tài sản nhất định nào đó có được sử dụng một cách hiệu quả hay không. Ta hãy lấy ví dụ về một công ty có mức hàng trong kho lớn hơn mức thông thường đối với một công ty cùng ngành. Điều này có thể chỉ ra rằng công ty có quá nhiều hàng dự trữ và đang phải chịu các chi phí bảo quản quá mức. Việc phân tích bảng tổng kết tài sản có thể cho thấy tài sản cố định

ròng của công ty là quá cao so với mức doanh thu mà nó tạo ra. Điều này có nghĩa là công ty này sử dụng tài sản của mình không hiệu quả. Ngoài ra, công ty có thể phải gánh chịu quá nhiều nghĩa vụ tài chính và vì vậy dễ dẫn đến mất khả năng thanh toán.

**Tóm lại**, các báo cáo tài chính tỏ ra rất hữu dụng trong phân tích và các báo cáo này có thể cho thấy các điểm mạnh và yếu trong hoạt động và tài chính của một công ty. Nhà quản lý công ty có nghĩa vụ giải thích hợp lý các số liệu trong các báo cáo tài chính và thực hiện việc hiệu chỉnh khi cần thiết. Có hai cách hỗ trợ cho quá trình này là:

- Phân tích các nguồn vốn và việc sử dụng vốn của công ty.
- Phân tích các hệ số tài chính.

### **BÁO CÁO TÀI CHÍNH -Phần 2: Nguồn vốn và việc sử dụng các nguồn vốn**

Hầu hết các khoản vốn được lấy từ các nguồn như lợi nhuận, khấu hao, vốn góp và nợ dài hạn, công ty chủ yếu sử dụng các nguồn vốn này vào việc tăng các khoản phải thu, tích lũy thêm chúng khoản có thể chuyển thành tiền và tài sản cố định. Việc xác định vốn lấy từ đâu và chi vào đâu là hữu ích bởi vì nó giúp các nhà quản lý tài chính tìm ra các cách thức tốt nhất để tạo ra và sử dụng các khoản vốn đó.

Để tính toán nguồn vốn và sử dụng các khoản vốn, chúng ta áp dụng các quy tắc đơn giản dưới đây:

*Nguồn tiền mặt của công ty phát sinh khi:*

1. Công ty giảm tài sản nếu so sánh hai thời kỳ liên tiếp.
2. Công ty tăng trách nhiệm tài chính nếu so sánh hai thời kỳ liên tiếp.
3. Các chi phí khấu hao được liệt kê trong báo cáo thu nhập của năm gần nhất.
4. Công ty bán cổ phiếu.

5. Công ty có mức thu nhập ròng từ kỳ trước đó.

*Sử dụng các khoản vốn diễn ra khi:*

1. Công ty tăng tài sản nếu so sánh hai thời kỳ liên tiếp.
2. Công ty thực hiện trả nợ giảm các nghĩa vụ tài chính.
3. Công ty phát sinh thua lỗ trong thời kỳ trước đó.
4. Công ty chi trả cổ tức tiền mặt.
5. Công ty mua lại hoặc thu hồi cổ phiếu.

Sử dụng các hướng dẫn này, bạn có thể tiến hành xác định các nguồn vốn và việc sử dụng các khoản vốn trong giai đoạn từ 1989 đến 1990 từ các số liệu trong bản cân đối kế toán và báo cáo thu nhập đối với một công ty có tên là Công ty XYZ.

Công việc này đã được thực hiện trong Bảng 3, bạn có thể thấy mức hàng trong kho giảm xuống phản ánh sự phát sinh một nguồn tiền. Chứng khoán có thể bán ngay, các khoản phải thu, hàng dự trữ và tổng tài sản cố định thể hiện việc sử dụng vốn. Việc giảm các chứng từ phải thanh toán cũng phản ánh việc sử dụng vốn trong khi các phần còn lại trong cơ cấu nợ ngắn hạn tăng lên phản ánh nguồn vốn vay tăng lên. Cổ phiếu thường và phần thặng dư vốn góp lớn cũng làm tăng thêm các nguồn vốn. Lợi nhuận sau thuế và khấu hao được coi là các nguồn vốn, trong khi việc chi trả cổ tức được coi là sử dụng tiền mặt.

**Bảng 3.** Tính toán các nguồn vốn và việc sử dụng các khoản vốn trên cơ sở các bộ phận cấu thành có chọn lọc trong bảng cân đối kế toán và báo cáo tài chính của Công ty XYZ 1989-1990

ĐVT: USD1.000

	1989	1990	Nguồn	Sử dụng
<b>Tài sản có:</b>				
- Tiền mặt	450	530		80
- Chứng khoán khả mại	80	110		30
- Các khoản phải thu	1.500	1.650		150
- Hàng trong kho	1.400	1.390	10	
<b>Tổng tài sản cố định</b>				

- Tài sản cố định ròng	4.170	4.570		400
Trừ khấu hao tích lũy	1.000	1.345		
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.600</b>	<b>6.905</b>		
<b>Nghĩa vụ nợ và vốn góp</b>				
- Các khoản phải trả	550	650	100	
- Giấy nhận nợ	150	130		20
- Nợ ngắn hạn khác	100	150	50	
- Nợ dài hạn	1.700	1.760	60	
- Cổ phiếu thường	1.500	1.505	5	
- Vốn góp	1.600	1.610	10	
- Thu nhập giữ lại	1.000	1.100	*	*
<b>Tổng nợ và vốn cổ phần</b>	<b>6.600</b>	<b>6.905</b>		
<b>Các bộ phận của báo cáo TN</b>				
- Lợi nhuận ròng sau thuế			300	
- Khấu hao			245	
- Cổ tức				100
<b>Tổng nguồn vốn</b>			<b>780</b>	
<b>Tổng sử dụng</b>				<b>780</b>

\* Mức biến động trong thu nhập giữ lại không được coi là nguồn hay sử dụng vốn.

Việc phân tích các nguồn vốn và việc sử dụng vốn có thể giúp các nhà quản lý tài chính xác định xem liệu việc công ty huy động và phân phối các khoản vốn có rơi vào tình trạng mất cân bằng hay không. Hoạt động này cho phép công ty biết nên dựa vào các nguồn vốn nội bộ hay huy động các nguồn vốn bên ngoài để tài trợ việc kinh doanh của mình. Xem Bảng

3 người ta có thể thấy tầm quan trọng của mỗi khoản mục thể hiện nguồn hay việc sử dụng các khoản vốn trong bảng cân đối kế toán và báo cáo tài chính. Hơn nữa, việc sử dụng vốn luôn luôn phải cân bằng với việc tạo nguồn vốn. Quan điểm này giúp người ta phân tích các báo cáo tài chính một cách rõ ràng hơn và xác định được hiệu quả của cơ cấu vốn từ hai nguồn bên trong và bên ngoài. Bằng cách nghiên cứu các số liệu trong các báo cáo tài chính, các nhà quản lý có thể đưa ra các quyết định đúng đắn hơn trong việc huy động vốn với chi phí ít hơn, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

### **Báo cáo tài chính -Phần 3: Các hệ số tài chính**

Trách nhiệm quản lý một công ty đòi hỏi các nhà quản lý phải thường xuyên giám sát các hoạt động của nó. Thí dụ, các giám đốc tài chính phải biết rằng công ty của mình có đủ khả năng thanh toán hay không, tức là họ phải bảo đảm rằng công ty có đủ vốn để thanh toán đúng hạn các nghĩa vụ tài chính. Các công ty cũng thiết lập những chuẩn mực liên quan đến các mức nợ có thể chấp nhận được và những cam kết tài chính cố định. Tương tự, các nhà quản lý luôn phải bận tâm về xu hướng cũng như mức độ trong hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của công ty. Một trong những cách để xác định khả năng thanh toán, tình trạng nợ và khả năng sinh lời của một công ty là phân tích các hệ số tài chính. Việc phân tích này có thể coi là cơ sở cho việc lập kế hoạch tài chính và có thể coi là một công cụ để giám sát hoạt động của công ty.

### **Các hệ số tài chính và cách sử dụng các hệ số tài chính**

Việc phân tích hệ số giúp ta thấy được điều kiện tài chính chung của một công ty. Nó giúp các nhà phân tích và các nhà đầu tư xác định liệu một công ty có đang trong tình trạng rủi ro mất khả năng thanh toán hay không và công ty này có làm ăn tốt không khi so với các công ty cùng ngành hoặc đối thủ cạnh tranh. Các nhà đầu tư nhìn vào các hệ số để đánh giá hoạt



động và sự tăng trưởng của một công ty. Như vậy, các hệ số tài chính tồi thường dẫn đến mức chi phí tài trợ cao hơn, trong khi các hệ số tốt luôn có nghĩa là các nhà đầu tư mong muốn cấp vốn cho công ty với chi phí rẻ hơn. Các ngân hàng cũng sử dụng các hệ số để xác định xem có thể cho một công ty hưởng mức tín dụng là bao nhiêu.

Các chủ nợ thường lo ngại khi một công ty không có đủ thu nhập để thanh toán các khoản trả lãi định kỳ tính trên nợ hiện hành. Các chủ nợ cũng lo ngại về các công ty mắc nợ trầm trọng, vì xu hướng đi xuống trong hoạt động kinh doanh có thể dẫn đến tình trạng mất khả năng thanh toán. Các nhà phân tích chứng khoán thường giám sát các hệ số tài chính khác nhau của nhiều công ty mà họ quan tâm bằng cách sử dụng một bảng hệ số. Bằng việc phân tích này, họ có thể tìm ra các điểm mạnh và yếu trong các công ty khác nhau.

Những nhà quản lý sử dụng các hệ số tài chính để giám sát hoạt động kinh doanh, nhằm bảo đảm rằng các công ty của họ sử dụng hiệu quả các nguồn vốn sẵn có, và tránh lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Mục đích là xem tình trạng tài chính và hoạt động của một công ty có được củng cố không và liệu các hệ số nói chung của nó tốt hơn hay tồi tệ hơn so với các hệ số của các đối thủ cạnh tranh. Khi các hệ số này thụt xuống dưới các chuẩn mực nhất định, nhà quản lý có trách nhiệm phải khôi phục lại sự kiểm soát trước khi các vấn đề nghiêm trọng phát sinh.

Việc phân tích các hệ số cho phép bạn hiểu rõ hơn mối quan hệ giữa các bảng cân đối tài sản và báo cáo tài chính. Thí dụ, để tính toán thu nhập trên đầu tư của một công ty, bạn cần số liệu tổng tài sản từ bảng cân đối kế toán của công ty và lợi nhuận ròng từ báo cáo thu nhập. Ngoài ra, các

hệ số này có thể chỉ ra tài sản của công ty đang được sử dụng đạt hiệu quả mức nào và liệu cơ cấu nợ của công ty đã hợp lý chưa.

Mặc dù có một loạt các hệ số quan trọng khác nhau, nhưng các hệ số thường xoay quanh 4 loại chủ yếu sau:

- Các hệ số về khả năng thanh toán
- Các hệ số hoạt động
- Các hệ số nợ
- Các hệ số về khả năng sinh lời

### **Các hệ số về khả năng thanh toán**

Tính thanh khả của tài sản phụ thuộc vào mức độ dễ dàng chuyển đổi tài sản thành tiền mặt mà không phát sinh thua lỗ lớn. Việc quản lý khả năng thanh toán bao gồm việc khớp các yêu cầu trả nợ với thời hạn của tài sản và các nguồn tiền mặt khác nhằm tránh mất khả năng thanh toán mang tính chất kỹ thuật. Việc xác định khả năng thanh toán là quan trọng. Do đó, vấn đề chính là liệu một công ty có khả năng tạo ra đủ tiền mặt để thanh toán cho những nhà cung cấp nguyên vật liệu và các chủ nợ hay không.

Về cơ bản, các hệ số về khả năng thanh toán thử nghiệm mức độ thanh toán của một công ty. Hai hệ số thông dụng được sử dụng để xác định khả năng thanh toán của một công ty bao gồm hệ số khả năng thanh toán hiện tại tỷ lệ tài sản trên nợ và hệ số khả năng thanh toán nhanh hay còn gọi là hệ số thử axit.

#### **a Hệ số khả năng thanh toán hiện tại:**

Hệ số khả năng thanh toán hiện tại là mối tương quan giữa tài sản lưu động và các khoản nợ ngắn hạn.

$$\text{Hệ số khả năng thanh toán hiện tại} = \frac{\text{Tài sản lưu động}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Ví dụ: Hệ số khả năng thanh toán hiện tại

Một công ty với tài sản lưu động trị giá 20 triệu USD và có các khoản nợ ngắn hạn trị giá 10 triệu USD sẽ có hệ số khả năng thanh toán hiện tại là 2,0.

Hệ số khả năng thanh toán hiện tại =  $\$20.000.000 / \$10.000.000 = 2,0$

Hệ số khả năng thanh toán hiện tại cho thấy mức độ an toàn của một công ty trong việc đáp ứng nhu cầu thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

Hệ số này có thể khác nhau, tùy thuộc vào ngành công nghiệp và loại công ty. Hệ số bằng 2,0 hoặc lớn hơn có thể tốt cho một công ty sản xuất, trong khi hệ số bằng 1,5 có thể chấp nhận được với một công ty dịch vụ công cộng vì nguồn tiền mặt dự tính thu vào cao và nợ hiện tại hay nợ ngắn hạn nhỏ.

Hệ số khả năng thanh toán hiện tại không phản ánh được tính linh hoạt của một công ty. Hiển nhiên là một công ty có dự trữ tiền mặt lớn và các chứng khoán khả mại sẽ có khả năng thanh toán lớn hơn một công ty có mức hàng tồn kho lớn. Một hệ số được thiết lập chi tiết hơn khi xem xét vấn đề cơ cấu tài sản có thể loại bỏ được những thành tố kém tính thanh khoản nhất trong tài sản lưu động chính là hệ số khả năng thanh toán nhanh.

#### **b Hệ số khả năng thanh toán nhanh.**

Bằng cách loại bỏ giá trị không chắc chắn của hàng trong kho và tập trung vào những tài sản có khả năng chuyển đổi dễ dàng, hệ số khả năng thanh toán nhanh được thiết lập nhằm xác định khả năng đáp ứng nhu cầu trả nợ của công ty trong trường hợp doanh số bán tụt xuống một cách bất lợi.

**Hệ số khả năng thanh toán nhanh = Tài sản lưu động - Hàng dự trữ/Nợ ngắn hạn**

Ví dụ: Hệ số khả năng thanh toán nhanh

Trong ví dụ trước, tài sản lưu động trị giá 20 triệu USD. Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu 5 triệu USD trong phần tài sản đó là hàng trong kho.

$$\text{Hệ số khả năng thanh toán nhanh} = \frac{20.000.000 - \$5.000.000}{\$10.000.000} = 1,5$$

Con số này có thể cho bạn biết rằng công ty có khả năng đáp ứng việc thanh toán nợ ngắn hạn vì công ty không gặp khó khăn nào trong việc chuyển các tài sản lưu động khác thành tiền mặt. Mặt khác, công ty này có thể có các khoản phải thu khó đòi hoặc hoạt động trong một ngành công nghiệp vô cùng nhạy cảm mà các chủ nợ đòi hỏi phải được thanh toán nhanh. Do đó, công ty này có thể đòi hệ số thanh toán nhanh bằng 0,2 lần, và mức 1,5 lần có thể cho thấy rằng công ty đang cố gắng giảm hàng dự trữ hoặc tăng giá trị của các tài sản để chuyển đổi khác của mình. Việc sử dụng thông minh các hệ số đòi hỏi bạn phải vận dụng chúng trong mối liên hệ với các thông tin khác.

## **BÁO CÁO TÀI CHÍNH - Phần 4: Các hệ số hoạt động**

Các hệ số hoạt động xác định tốc độ mà một công ty có thể tạo ra được tiền mặt nếu có nhu cầu phát sinh. Rõ ràng là một công ty có khả năng chuyển đổi hàng dự trữ và các khoản phải thu thành tiền mặt nhanh hơn sẽ có tốc độ huy động tiền mặt nhanh hơn. Các hệ số sau đây và việc tính toán được thiết lập dựa trên giả định rằng một năm có 360 ngày.

### **a Hệ số thu hồi nợ trung bình**

Việc tìm ra kỳ thu hồi nợ bán hàng trung bình của một công ty sẽ cho bạn biết công ty đó phải mất bao lâu để chuyển các khoản phải thu thành tiền mặt. Lưu ý rằng doanh số bán thu tiền ngay được loại khỏi tổng doanh thu.

Kỳ thu hồi nợ trung bình = Các khoản phải thu/Doanh số bán chịu hàng năm/360 ngày

Ví dụ: Kỳ thu hồi nợ trung bình

Nếu bảng cân đối kế toán của một công ty cho biết số liệu của các khoản phải thu là \$700.000 và báo cáo thu nhập của nó cho biết doanh số bán chịu là \$5.500.000, thì:

$$\text{Kỳ thu hồi nợ trung bình} = \$700.000 / \$5.500.000/360 \text{ ngày} = 45,5$$

Cũng như các hệ số khác, kỳ thu hồi nợ trung bình phải được xem xét trong mối liên hệ với các thông tin khác. Nếu chính sách của công ty là bán chịu cho khách hàng trong vòng 38 ngày thì thời hạn 45,8 ngày cho thấy là công ty gặp khó khăn trong việc thu hồi nợ đúng hạn và cần xem xét lại chính sách bán chịu của mình. Ngược lại, nếu chính sách thông thường của công ty là ấn định thời hạn thu hồi nợ là 55 ngày, thì thời hạn trung bình 45,8 ngày cho thấy chính sách thu hồi nợ của công ty là có hiệu quả. Cần nhớ rằng hệ số thu hồi nợ trung bình chỉ là một số trung bình và có thể dẫn đến sự hiểu nhầm.

Ví dụ, xem xét công ty A và B, có cùng giá trị các khoản phải thu nhưng có thời biểu thu hồi nợ khác nhau.

Bảng 4. Thời hạn cần thiết để thu hồi nợ

	% nợ thu hồi được trong 10 ngày	% nợ thu hồi được trong 30 ngày	% nợ thu hồi được trong 60 ngày
Công ty	10	30	60

A			
Công ty	60	30	10
B			

Bảng 4 cho thấy tỷ lệ các khoản phải thu của hai công ty thu hồi được trong mỗi thời hạn. Rõ ràng, Công ty B ở vào vị trí tốt hơn vì 60% các khoản phải thu của công ty này đã được thu trong vòng 10 ngày, so với mức chỉ là 10% của công ty A. Nếu công ty A và công ty B có chung một số lượng khách hàng và cùng một lượng các khoản phải thu thì thời hạn thu hồi nợ trung bình của hai công ty này sẽ giống nhau. Nhưng việc phân bổ các kỳ thu hồi nợ lại là yếu tố không được đề cập đến trong hệ số, rõ ràng điều này đã khiến cho Công ty B có lợi thế hơn nếu chỉ nhìn trên bảng hệ số thu hồi nợ trung bình. Một lần nữa cần phải nhắc lại, các hệ số tài chính là hữu ích, nhưng phải thật cẩn trọng khi diễn giải chúng.

#### b Hệ Số thanh toán trung bình

Đối lập với các khoản phải thu là các khoản phải trả. Để tìm ra thời hạn thanh toán trung bình đối với các khoản phải trả, rất đơn giản bạn chỉ cần làm tương tự như đã làm đối với các khoản phải thu, tức là chia các khoản phải trả cho tiền mua hàng chịu mỗi năm.

Thời hạn thanh toán trung bình = Các khoản phải trả / Tiền mua hàng chịu hàng năm / 360 ngày

Tuy nhiên, tiền mua hàng chịu hàng năm không được đề cập trong một báo cáo tài chính. Để có được số liệu này, phải dự tính tỷ lệ giá trị hàng hoá được mua chịu. Ví dụ: Tính toán thời hạn thanh toán trung bình

Giả định rằng số liệu các khoản phải trả của công ty là 275.000 USD. Nếu giá mua hàng là 3.000.000 USD và dự tính là 80% hàng hoá này được mua chịu, thì thời hạn thanh toán trung bình là bao nhiêu? Số tiền mua chịu hàng năm sẽ là 2.400.000 USD  $3.000.000 \times 0.80$ . Bây giờ, thời hạn thanh toán trung bình đối với các khoản phải trả có thể được tính như sau:

Thời hạn thanh toán trung bình =  $\$275.000 / 0,80 \times \$3.000.000/360$  ngày

Thời hạn thanh toán trung bình đối với các khoản phải trả của công ty là 41,3 ngày. Bất kỳ thời hạn nào ngắn hơn có nghĩa là người bán dành cho công ty một khoản chiết khấu hoặc người bán cho rằng công ty đang trong tình trạng rủi ro cao nên đã đưa ra các điều khoản chặt chẽ hơn về thời hạn thanh toán nợ. Bất kỳ thời hạn nào dài hơn cũng có nghĩa là công ty đã nhận được các điều khoản tín dụng ưu đãi, hay công ty là một "người trả chậm", tức là công ty đang sử dụng những người cung cấp nguyên vật liệu như một nguồn tài trợ.

Người bán, nói chung bao giờ cũng muốn nhận được tiền càng sớm càng tốt, thường tính toán hệ số này nhằm biết được bao lâu thì họ có thể thu hồi tiền của mình từ công ty. Do việc thanh toán chậm thường có lợi cho công ty nên nhà quản lý- người kiểm soát việc thanh toán có nhiệm vụ phải làm cân bằng hai thái cực lợi ích giữa nhà cung cấp và công ty.

Nếu thời hạn thanh toán trung bình của ngành vượt quá hệ số của công ty thì nhà quản lý có thể tìm ra lý do tại sao việc mua chịu của công ty lại bị hạn chế và phải làm gì để có được thời hạn mua chịu dài hơn từ những nhà cung cấp.

c **Hệ số hàng lưu kho**

Tỷ lệ doanh số hàng đã bán trên hàng lưu kho là quan trọng đối với công ty bởi vì hàng lưu kho là loại tài sản ít tính lưu hoạt nhất trong tài sản lưu động. Vì công ty phải dùng vốn để duy trì lượng hàng lưu kho nên công ty sẽ được lợi khi bán càng nhanh càng tốt lượng hàng này để giải phóng tiền mặt cho các mục đích sử dụng khác.

Hệ số hàng lưu kho = Giá trị hàng đã bán tính theo giá mua / Giá trị hàng lưu kho trung bình

Ví dụ: Hệ số hàng lưu kho

Nếu giá trị hàng hoá bán hàng năm của một công ty là \$3.000.000 tính theo giá mua và giá trị hàng lưu kho trung bình là \$300.000, thì tỷ lệ hàng đã bán trên hàng lưu kho của công ty này sẽ là 10 lần.

Hệ số hàng lưu kho = \$3.000.000 / \$300.000 = 10 lần

Số liệu này phải được so sánh với hệ số trung bình của ngành trước khi đưa ra bất kỳ một bình luận nào, vì các hệ số của từng ngành khác nhau rất lớn. Các công ty bán hàng hoá dễ hỏng, như rau tươi, thường có tỷ lệ hàng đã bán trên hàng lưu kho rất cao, trong khi hệ số này tại một công ty sản xuất đèn ngủ sẽ thấp hơn nhiều. Tuy nhiên, nếu hệ số của một công ty thấp hơn hệ số trung bình của ngành, thì nhà quản lý cần kiểm tra xem tại sao hàng lưu kho lại luân chuyển quá chậm như vậy.

Cần thận trọng khi xem xét tỷ lệ hàng đã bán trên hàng lưu kho. Tỷ lệ hàng đã bán trên hàng lưu kho cao không phải bao giờ cũng có nghĩa việc bán hàng của công ty có hiệu quả. Hệ số hàng đã bán trên hàng lưu kho có thể rất cao khi công ty liên tục hết hàng dự trữ vì công ty không sản xuất



đủ hoặc không mua đủ hàng hoá. Trong trường hợp này, hệ số cao thực tế lại cho thấy việc lập kế hoạch hay việc quản lý hàng dự trữ tồi. Do đó, trừ khi đã nghiên cứu kỹ chính sách về hàng lưu kho của một công ty, việc sử dụng chỉ riêng một hệ số này chưa thể cung cấp đủ thông tin về khả năng huy động tiền mặt của công ty.

## **BÁO CÁO TÀI CHÍNH - phần 5: Tình trạng nợ của công ty**

Một công ty có thể vay tiền cho các mục đích ngắn hạn, chủ yếu để bổ sung cho vốn lưu động, hoặc cho các mục đích dài hạn, chủ yếu để mua sắm nhà xưởng và thiết bị. Khi một công ty vay tiền cho hoạt động dài hạn, công ty đã tự cam kết thanh toán tiền lãi định kỳ và hoàn trả tiền nợ gốc vào thời điểm đáo hạn. Để làm việc này, công ty phải tạo ra đủ thu nhập nhằm trang trải các khoản nợ. Một trong những cách để xác định tình trạng nợ của một công ty là phân tích các hệ số nợ của công ty đó.

### **Hệ số nợ**

Hệ số nợ hay tỷ lệ nợ trên tài sản cho biết phần trăm tổng tài sản được tài trợ bằng nợ. Hệ số nợ càng thấp thì hiệu ứng đòn bẩy tài chính càng ít, hệ số nợ càng cao thì hiệu ứng đòn bẩy càng cao.

Hệ số nợ = Tổng số nợ / Tổng tài sản

Ví dụ: Hệ số nợ

Nếu bảng cân đối kế toán của một công ty cho biết tổng nợ của công ty là 1.000.000 USD và tổng tài sản là 5.000.000 USD, thì:

Hệ số nợ =  $1.000.000 / 5.000.000 = 0,2$  hay 20%

Hệ số nợ cao có xu hướng phóng đại thu nhập của công ty, và hệ số nợ thấp có thể cho thấy việc sử dụng nợ không hiệu quả.

### ***a Hệ số nợ trên vốn cổ phần D/E***

Một hệ số nợ quen thuộc hơn phản ánh mối tương quan giữa nợ dài hạn và vốn cổ phần. Hệ số này được gọi là hệ số nợ trên vốn cổ phần:

$$\text{Hệ số nợ/vốn D/E} = \text{Nợ dài hạn} + \text{giá trị tài sản đi thuê} / \text{Vốn cổ phần}$$

Do đó, nếu nợ dài hạn và tài sản đi thuê trong bảng tổng kết tài sản có giá trị là 2.000.000 USD và vốn cổ phần là 5.000.000 USD, thì hệ số nợ/vốn là 2.000.000 USD/5.000.000 USD 40%. Ngành điện dân dụng là ngành có nguồn thu đều đặn, có thể chấp nhận các hệ số D/E cao, trong khi các công ty có thu nhập phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế thường có hệ số D/E thấp hơn. Nói cách khác, các khách hàng của các công ty dịch vụ điện thực hiện trả tiền định kỳ cho các công ty này. Vì các công ty này biết rõ họ sẽ được trả bao nhiêu tiền và có thể tăng phí đánh vào khách hàng khi doanh lợi giảm xuống dưới mức nhất định, nên các công ty này có thể ước tính lợi nhuận của mình khá chính xác. Do biết được điều này, các công ty này cảm thấy tự tin hơn đối với việc phát hành trái phiếu vì thu nhập mà các công ty này thu được trong tương lai sẽ bảo đảm rằng việc thanh toán tiền lãi và tiền nợ gốc của mình mà không gặp rủi ro.

Ngược lại, các công ty hoạt động phụ thuộc chu kỳ kinh tế có mức thu nhập hoạt động cao trong những giai đoạn kinh tế tốt nhưng phải chịu thu nhập thấp trong những giai đoạn suy thoái kinh tế. Nếu phát hành chứng khoán nợ quá nhiều thì các công ty này có thể không đủ khả năng trả tiền lãi khi lợi nhuận giảm. Do đó, các công ty này phải chấp nhận một chính sách nợ bảo thủ hơn và phát hành nhiều cổ phiếu - là loại chứng khoán không đòi hỏi phải trả cổ tức trong những điều kiện kinh doanh tồi tệ.

### ***b Hệ số nợ dài hạn/ tổng tài sản LD/TA***

Hệ số nợ dài hạn/tổng tài sản LD/TA so sánh tương quan nợ với tổng tài sản của một công ty, và có thể cho biết những thông tin hữu ích về mức độ tài trợ cho tài sản bằng nợ dài hạn của một công ty.

Hệ số LD/TA = Nợ dài hạn/ Tổng tài sản

Hệ số này có thể dùng để đánh giá hiệu ứng đòn bẩy tài chính của một công ty.

### **Hệ số thu nhập trả lãi định kỳ**

Việc tìm xem một công ty có thể thực hiện trả lãi đến mức độ nào cũng rất quan trọng. Để đạt được mục đích này, bạn có thể sử dụng hệ số thu nhập trả lãi định kỳ. Hệ số này đánh giá khả năng sử dụng thu nhập hoạt động thu nhập trước thuế và lãi- EBIT để trả lãi của một công ty. Hệ số này cho biết một công ty có khả năng đáp ứng được nghĩa vụ trả nợ lãi của nó đến mức nào. Rõ ràng, hệ số thu nhập trả lãi định kỳ càng cao thì khả năng thanh toán lãi của công ty cho các chủ nợ của mình càng lớn.

Hệ số thu nhập trả lãi định kỳ = EBIT/Chi phí trả lãi hàng năm

Ví dụ: Hệ số thu nhập trả lãi định kỳ

Nếu EBIT là 8.000.000 USD và chi phí tiền nợ lãi hàng năm là 3.000.000 USD thì:

Hệ số thu nhập trả lãi định kỳ = 8.000.000 USD/ 3.000.000 USD = 2,67

Nói cách khác, thu nhập cao gấp 2,7 lần chi phí trả lãi.

Tỷ lệ trả lãi thấp cho thấy một tình trạng nguy hiểm, suy giảm trong hoạt động kinh tế có thể làm giảm EBIT xuống dưới mức nợ lãi mà công ty phải trả, do đó dẫn tới mất khả năng thanh toán và vỡ nợ. Tuy nhiên rủi ro này được hạn chế bởi thực tế EBIT không phải là nguồn duy nhất để thanh toán lãi. Các công ty cũng có thể tạo ra nguồn tiền mặt từ khấu hao và có thể sử dụng nguồn vốn đó để trả nợ lãi. Những gì mà một công ty cần phải đạt tới là tạo ra một độ an toàn hợp lý, bảo đảm khả năng thanh toán cho các chủ nợ của mình.

Chỉ riêng hệ số thu nhập trả lãi định kỳ thì chưa đủ để đánh giá một công ty vì hệ số này chưa đề cập đến các khoản thanh toán cố định khác như trả tiền nợ gốc, chi phí tiền thuê, và chi phí cổ tức ưu đãi.

### **Hệ số trang trải chung**

Để giải quyết vấn đề có liên quan đến hệ số thu nhập trả lãi định kỳ, có thể tính toán hệ số trang trải chung:

$$\text{Hệ số trang trải chung} = A/B$$

A= Các nguồn thu tiền mặt

B= Chi phí tiền thuê + Chi phí trả lãi + tiền trả nợ/1-t + Cổ tức ưu đãi/1-t

t: là số năm tính toán

Tất cả chi phí trong mẫu số của hệ số này là cố định và đều phải được cân nhắc. Rõ ràng, một công ty và các nhà đầu tư của công ty muốn có hệ số trang trải chung cao nhất, nhưng điều này phụ thuộc một phần vào khả năng sinh lãi của công ty.

Khi các hệ số nợ lớn quá mức, công ty có thể nhận thấy chi phí vốn của mình tăng lên. Giá trị các cổ phiếu của công ty cũng có thể giảm xuống tương ứng với mức độ rủi ro của công ty tăng lên. Do đó, các nhà quản lý tài chính phải thận trọng để tránh tình trạng nợ trầm trọng trong cơ cấu vốn của mình. Các nguồn dữ liệu quan trọng của ngành có thể tìm thấy trong các báo cáo tài chính hàng quý từ Ủy ban Chứng khoán về các ngành sản xuất, bán lẻ, khai thác mỏ. Bạn cũng có thể tham chiếu các báo cáo của các tổ chức định mức tín nhiệm để có các số liệu tổng hợp tương tự.

### **BÁO CÁO TÀI CHÍNH - phần 6: Các hệ số về khả năng sinh lời**

Các nhà đầu tư, các cổ đông và các nhà quản lý tài chính đặc biệt chú ý tới khả năng sinh lời của các công ty. Việc phân tích lợi nhuận có thể bắt đầu bằng việc nghiên cứu cách thức một công ty sử dụng cơ cấu vốn. Các nhà quản lý giỏi sử dụng có hiệu quả tài sản của mình. Thông qua việc tăng hiệu quả sản xuất, các công ty có thể giảm hoặc kiểm soát được các chi phí. Tỷ lệ lợi nhuận do bất kỳ một công ty nào đạt được là quan trọng nếu các nhà quản lý của công ty đó mong muốn thu hút vốn và thực hiện việc tài trợ thành công cho sự phát triển của công ty.

Nếu tỷ lệ lợi nhuận của một công ty tụt xuống dưới mức có thể chấp nhận được, thì P/E giá trên thu nhập và giá trị các cổ phiếu của công ty sẽ giảm xuống - điều đó giải thích tại sao việc đánh giá khả năng sinh lời lại đặc biệt quan trọng đối với một công ty.

### **Hệ số tổng lợi nhuận**

Hệ số tổng lợi nhuận cho biết mức độ hiệu quả khi sử dụng nguyên liệu và lao động trong quy trình sản xuất của ban quản lý một công ty.

Hệ số tổng lợi nhuận = Doanh số - Trị giá hàng đã bán tính theo giá mua/  
Doanh số bán

### **Ví dụ: Hệ số tổng lợi nhuận**

Nếu một công ty có doanh số bán là 1.000.000 USD và trị giá hàng bán tính theo giá mua lên tới 600.000 USD, thì hệ số tổng lợi nhuận của công ty sẽ là:

$$\text{Hệ số tổng lợi nhuận} = \$1.000.000 - \$600.000 / \$1.000.000 = 40\%$$

Khi chi phí lao động và chi phí nguyên liệu tăng nhanh, hệ số tổng lợi nhuận chắc chắn sẽ giảm xuống, trừ khi công ty có thể chuyển các chi phí này cho khách hàng của mình dưới hình thức nâng giá bán sản phẩm. Một cách để tìm xem các chi phí này có quá cao không là so sánh hệ số tổng lợi nhuận của một công ty với hệ số của các công ty tương đồng. Nếu hệ số tổng lợi nhuận của các công ty đối thủ cạnh tranh cao hơn, thì công ty cần phải thực hiện một biện pháp nào đó để có được sự kiểm soát tốt hơn đối với chi phí lao động và nguyên liệu.

### **Hệ số lợi nhuận hoạt động**

Hệ số lợi nhuận hoạt động cho biết ban quản lý của một công ty đã thành công đến mức nào trong việc tạo ra lợi nhuận từ hoạt động của công ty.

$$\text{Mức lãi hoạt động} = \text{EBIT} / \text{Doanh thu}$$

Tử số của hệ số này là thu nhập trước thuế và lãi hay chính là thu nhập tính được sau khi lấy doanh thu trừ trị giá hàng đã bán tính theo giá mua và các chi phí hoạt động EBIT.

### **Ví dụ: Hệ số lợi nhuận hoạt động**

Nếu EBIT lên tới 200.000 USD trong khi doanh thu là 1.000.000 USD, thì mức lãi hoạt động là:

Hệ số lợi nhuận hoạt động =  $200.000 \text{ USD} / 1.000.000 = 20\%$ .

Hệ số này là một thước đo đơn giản nhằm xác định đòn bẩy hoạt động mà một công ty đạt được trong việc thực hiện hoạt động kinh doanh của mình. Hệ số biên lợi nhuận hoạt động cho biết một Đô la doanh thu có thể tạo ra bao nhiêu EBIT. Hệ số lợi nhuận hoạt động cao có nghĩa là quản lý chi phí có hiệu quả hay nghĩa là doanh thu tăng nhanh hơn chi phí hoạt động. Các nhà quản lý cần phải tìm ra các nguyên nhân khiến hệ số lợi nhuận hoạt động cao hay thấp để từ đó họ có thể xác định xem công ty hoạt động có hiệu quả hay không, hoặc xem giá bán sản phẩm đã tăng nhanh hơn hay chậm hơn chi phí vốn.

### **Hệ số lợi nhuận ròng**

Hệ số lợi nhuận ròng là hệ số lợi nhuận từ mọi giai đoạn kinh doanh. Nói cách khác, đây là tỷ số so sánh lợi nhuận ròng với doanh số bán.

Mức lãi ròng =  $\text{Lợi nhuận ròng} / \text{Doanh số}$

### **Ví dụ: Hệ số lợi nhuận ròng**

Nếu lợi nhuận sau thuế của một công ty là 100.000 USD và doanh thu của nó là 1.000.000 USD thì:

Hệ số lợi nhuận ròng =  $100.000 \text{ USD} / 1.000.000 = 10\%$

Một số công ty có mức lợi nhuận ròng hơn 20%, và một số khác có chỉ đạt khoảng từ 3% đến 5%. Hệ số lợi nhuận ròng giữa các ngành khác nhau là khác nhau. Thông thường, các công ty được quản lý tốt đạt được mức lợi nhuận ròng tương đối cao hơn vì các công ty này quản lý các nguồn vốn của mình có hiệu quả hơn. Xét từ góc độ nhà đầu tư, một công ty sẽ ở vào tình trạng thuận lợi nếu có mức lợi nhuận ròng cao hơn lợi nhuận ròng trung bình của ngành và, nếu có thể, có mức lợi nhuận liên tục tăng. Ngoài ra, một công ty càng giảm chi phí của mình một cách hiệu quả - ở bất kỳ doanh số nào - thì mức lợi nhuận ròng của nó càng cao

### **Hệ số thu nhập trên cổ phần**

Hệ số thu nhập trên cổ phần ROE là thước đo tỷ suất lợi nhuận của các cổ đông. Nhà phân tích chứng khoán, cũng như các cổ đông, đặc biệt quan tâm đến hệ số này.

Nói chung, hệ số thu nhập trên cổ phần càng cao thì các cổ phiếu càng hấp dẫn. Hệ số này là một cách đánh giá khả năng sinh lời và các tỷ suất lợi nhuận của công ty khi so sánh với hệ số thu nhập trên cổ phần của các cổ phiếu khác. Hệ số này có thể được tính như sau:

$ROE = \text{Lợi nhuận ròng sau thuế} / \text{Vốn cổ đông hay giá trị tài sản ròng hữu hình}$

### **Hệ số thu nhập trên đầu tư ROI**

Hệ số thu nhập trên đầu tư ROI được công ty Du Pont phát triển cho mục đích sử dụng riêng, nhưng ngày nay nó được rất nhiều công ty lớn sử



dụng như là một cách thức tiện lợi để xác định tổng thể các ảnh hưởng của các biên lợi nhuận doanh thu tổng tài sản.

$$\begin{aligned} \text{ROI} &= \text{Thu nhập ròng} / \text{Doanh số bán} \times \text{Doanh số bán} / \text{Tổng tài sản} \\ &= \text{Thu nhập ròng} / \text{Tổng tài sản} \end{aligned}$$

Mục đích của công thức này là so sánh cách thức tạo lợi nhuận của một công ty, và cách thức công ty sử dụng tài sản để tạo doanh thu. Nếu tài sản được sử dụng có hiệu quả, thì thu nhập và ROI sẽ cao, và nếu ngược lại, thu nhập và ROI sẽ thấp.

## **TÓM TẮT CÁC CÔNG THỨC**

### **I. Hệ số khả năng thanh toán**

1/ Hệ số thanh toán hiện thời = Tổng tài sản lưu động / Tổng nợ ngắn hạn

2/ Hệ Số thử A Xít = Tổng tài sản lưu động - Hàng tồn kho / Tổng nợ ngắn hạn

3/ Thanh toán nhanh = Tiền + chứng khoán có thể bán trên thị trường / Tổng nợ ngắn hạn

4/ Lưu chuyển tiền tệ = lợi nhuận ròng hoặc lỗ + khấu hao hàng năm

### **II. Hệ số thanh khoản vốn**

1/ Hệ số trái phiếu = Mệnh giá của các trái phiếu / Tổng số vốn dài hạn

2/ Tỷ lệ cổ phiếu ưu đãi = Mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi / Tổng số vốn dài hạn

3/ Hệ số cổ phiếu thường =

Mệnh giá của cổ phiếu thường + Thặng dư vốn + Thu nhập giữ lại / Tổng số vốn dài hạn

4/ Tỷ lệ nợ so với vốn cổ phần =

Các trái phiếu + Cổ phiếu ưu đãi / Mệnh giá của cổ phiếu thường + Số dư vốn + Thu nhập để lại

### III. Các hệ số trang trải

1/ Hệ số thanh toán lãi trái phiếu =

Lợi nhuận trước khi trả lãi và thuế EBIT / Chi phí tiền lãi trái phiếu hàng năm

2/ Hệ số thanh toán cổ tức ưu đãi = Lợi nhuận ròng / Cổ tức ưu đãi

### IV. Khả năng lợi nhuận

1/ Hệ số lợi nhuận = Thu nhập hoạt động / Doanh số thực

2/ Hệ số lợi nhuận ròng = Thu nhập thuần túy / Doanh số thực

3/ Hệ số hoàn vốn cổ phiếu thường =

Lợi nhuận ròng - Cổ tức ưu đãi / Mệnh giá cổ phiếu thường + Số dư vốn + Thu nhập để lại

### V. Sử dụng tài sản

1/ Tỷ lệ luân chuyển hàng hoá = Chi phí của hàng bán ra / Hàng tồn kho

2/ Giá số sách của mỗi cổ phiếu thường =

Tổng tài sản - tài sản vô hình - tổng số nợ - cổ phiếu ưu đãi / Số cổ phiếu thường

### VI. Đánh giá thu nhập

1/ EPS = Lợi nhuận ròng - Cổ tức ưu đãi / Số lượng cổ phiếu

2/ Hệ số giá thu nhập P/E = Giá thị trường / Thu nhập của mỗi cổ phiếu

3/ Hệ số chi trả cổ tức =

Cổ tức được chi trả cho các cổ phiếu thường hàng năm / Thu nhập của mỗi cổ phiếu EPS

4/ Lợi tức hiện thời = Cổ tức hàng năm của mỗi cổ phiếu thường / Giá thị trường hiện thời

### **Một tác phẩm lai ghép**

Ngân hàng Thế giới WB tại Việt Nam đã đưa ra những nhận xét khá bất ngờ dựa trên một cuộc điều tra gần đây về các doanh nghiệp sau cổ phần hoá.

Một trong các câu hỏi của cuộc điều tra là giám đốc doanh nghiệp cổ phần có cho rằng các vấn đề trong doanh nghiệp của mình được giải quyết giống các doanh nghiệp nhà nước hay giống doanh nghiệp tư nhân? Câu trả lời nằm ở lưng chừng, hơi nghiêng về phía doanh nghiệp nhà nước. Có thể người ta sẽ nghĩ mức độ "hơi nghiêng" này phụ thuộc vào tỷ lệ cổ phần Nhà nước nắm giữ trong doanh nghiệp. Nhưng so sánh giữa các doanh nghiệp nhà nước nắm phần lớn cổ phần và doanh nghiệp không có cổ phần nhà nước thì sự khác biệt rất nhỏ.

Báo cáo của WB viết: "Các doanh nghiệp cổ phần rõ ràng là một tác phẩm lai ghép. Nhưng chúng mang những điểm tốt nhất của cả hai bên doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nhà nước, hay nhược điểm của cả hai, hay mỗi thứ một ít?". Những câu trả lời qua cuộc điều tra đã hé lộ phần nào bức tranh lai ghép này.

Liên quan đến vấn đề lao động, các công ty cổ phần giống doanh nghiệp nhà nước. Nhưng khi đụng đến chuyện tín dụng, đầu tư và đấu thầu các hợp đồng nhà nước, họ lại giống doanh nghiệp tư nhân.

Câu hỏi thứ hai là các công ty cổ phần gặp khó khăn hay thuận lợi và ở mức độ nào khi làm việc với các tổ chức và định chế nhà nước. Con số các câu trả lời "thuận lợi" và "khó khăn" gần như ngang nhau. Có lẽ công ty được cổ phần hoá đã có nhiều năm quan hệ tốt với các cơ quan chính quyền khi còn ở vị trí là doanh nghiệp nhà nước nên thấy thuận lợi hơn so với doanh nghiệp tư nhân.

Bốn nhóm cơ quan nhà nước mà các công ty cổ phần trả lời là làm việc thuận lợi nhất là nhân viên thuế, quan chức địa phương, ngân hàng quốc doanh và quan chức thuộc tổ chức Đảng.

Cơ quan đầu tiên mà các giám đốc cho là khó làm việc nhất là cảnh sát giao thông. Bản báo cáo của WB không giải thích lý do. Sau đó là các cơ quan quản lý đất đai. Chỉ có 31,15% doanh nghiệp được hỏi có quyền sử dụng đất chính thức, 39,34% sử dụng đất mà không có quyền sử dụng rõ ràng, 27,87% thuê đất và 1,64% không có đất.

Một điều đáng ngạc nhiên là "sự linh hoạt trong lựa chọn nhà quản lý" lại được các giám đốc xếp vào loại khó khăn nhất trong các vấn đề liên quan đến lao động của doanh nghiệp sau cổ phần hoá. Điều này tạo ra thắc mắc về vai trò của đại diện nhà nước trong quản trị doanh nghiệp. Thông qua các cuộc phỏng vấn, WB nhận xét nhiều doanh nghiệp không tuân theo Luật Doanh nghiệp và quy định của công ty, đặc biệt liên quan đến vai trò của hội đồng quản trị và giám đốc. Nhiều doanh nghiệp sau cổ phần hoá vẫn tiếp tục duy trì cơ cấu tổ chức doanh nghiệp nhà nước, chỉ thay đổi một số chức danh một cách hình thức. Ví dụ như cựu giám đốc thì thành chủ tịch hội đồng quản trị, còn cựu phó giám đốc thì thành giám đốc,... Những doanh nghiệp này vẫn tiếp tục theo lối nghĩ và làm cũ.

Nhiều doanh nghiệp vẫn tiếp tục áp dụng các quy định của doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt là những chính sách nhân sự như bảo hiểm xã hội, tăng lương... Quyền và nghĩa vụ của cổ đông không được hiểu đầy đủ. Ví dụ như cổ đông cố gắng gây ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định của giám đốc, thay vì đi qua hội đồng quản trị. Một số giám đốc cho rằng nên cho phép các cổ đông bên ngoài có cổ phần lớn hơn để có động cơ thúc đẩy doanh nghiệp. Một số khác thì than thò rằng những cổ đông bên ngoài đã mua cổ phần của công nhân một cách bất hợp pháp và rất khó làm việc với những người này.

Một câu hỏi rất quan trọng nữa là Nhà nước thực hiện vai trò cổ đông như thế nào. Ở một số doanh nghiệp, nhiều đại diện nhà nước được các cổ đông cử vào hội đồng quản trị, làm tăng thêm vai trò quản trị của Nhà nước. Các giám đốc kêu ca về việc này, trong khi ở nước khác nó phải được coi là quyền tự nhiên của cổ đông.

Nên làm gì để giúp các doanh nghiệp sau cổ phần hoá? Bản báo cáo trả lời: "Chẳng làm gì cả". Nếu có vài doanh nghiệp chưa biết làm thế nào để tham gia trò chơi này thì đó là vấn đề của họ. Bản báo cáo viết: "Đây không phải là vấn đề mà Chính phủ nên lo lắng trong vô vàn những vấn đề cấp thiết hơn của đất nước. Doanh nghiệp cổ phần hoá được cho quyền tự trị và họ nên bỏ thói quen dựa dẫm vào Chính phủ để giải quyết vấn đề của mình".

### **Lời các nhà thông thái**

Giới đầu tư ở Wall Street họ kính trọng ai? Những tên tuổi được nhắc đến nhiều nhất là Buffett, Bogle, Bernstein, Templeton, Brinson, LeBaron, và Neff, bởi Buffett là nhà đầu tư tỷ phú huyền thoại, Bogle là người thành lập và cổ xúy không mệt mỏi cho Quỹ đầu tư theo chỉ số đầu tiên

trên thế giới, Sir John Templeton, người tiên phong thành công nhất trong đầu tư quốc tế và các vị khác nêu trên cũng là những nhà đầu tư, quản lý hay học giả xuất sắc... Tất cả đều nhận được Giải thưởng chuyên môn xuất sắc của Hiệp hội Nghiên cứu và đầu tư AIMR Hoa Kỳ. Lần đầu tiên những “cây đại thụ” này đã ngồi cùng nhau quanh một hội thảo do AIMR tổ chức để chia sẻ hơn... 300 tuổi kinh nghiệm tập thể. Sau đây là trích dịch:

Xin hãy nêu một, hai kinh nghiệm dù xấu hay tốt đã đem lại cho quý vị trong vai trò nhà đầu tư những bài học quý giá nhất?

Templeton: Với tôi nó khởi đầu từ những tháng ngày “cày” cật lực tại Đại học Yale khi tự khám phá ra mình có thể kiếm được tiền từ việc chơi bài khá hơn từ những việc làm khác. Tôi chơi bài với các cậu quý tử con nhà giàu, mà chủ yếu chúng chơi để mua vui trong khi mình chơi để thắng. Tôi lắng nghe và học xem gia đình họ đang đầu tư cái gì và không ai trong số họ đầu tư ngoài biên giới một quốc gia. Điều đó xem như không có tầm nhìn dài hạn. Từ đó, khi đang học năm thứ hai tôi quyết định sẽ dồn tâm huyết trở thành nhà tư vấn cho những ai đầu tư khắp thế giới.

Buffett: Những bài học quý giá nhất tôi học từ Ben Graham khi đọc cuốn The Intelligent Investor lúc 19 tuổi. Ngay từ năm 7 tuổi, tôi đã thích chứng khoán. Tôi đã tự tính những chỉ số trung bình, đã đọc hầu hết mọi cuốn sách về đầu tư trong thư viện. Điều đó thật là thích thú nhưng cũng chưa đi tới đâu cả.

Tôi đã nghiệm ra 3 ý tưởng trong cuốn sách của Ben và đã trở thành hòn đá tảng cho mọi thứ tôi đã làm. Đó là xem chứng khoán như một phần của doanh nghiệp hơn là một thứ tài sản bình thường có giá lên xuống mỗi ngày. Tiếp theo, tôi khắc cốt ghi xương một điều có ý nghĩa sống còn là phải có một quan điểm đúng về sự dao động thường xuyên của thị trường. Ba là, biên độ an toàn về giá margin of safety khi mua cổ phiếu.

Neff: Khoản đầu tư kém nhất mà tôi thực hiện là vào Công ty U.S Industries. Nó là một tổ hợp công nghiệp lớn, giá thấp, hoạt động phân tán trên 8 đến 10 ngành công nghiệp khác nhau, nhưng lại chưa bao giờ thực sự chiếm vị trí áp đảo trong những ngành đó. Cuối cùng tôi đã lỗ đến 50%. Từ đó tôi luôn để mắt tìm kiếm những công ty chiếm vị trí áp đảo trong từng ngành.

Bernstein: Năm 1958, lợi suất của cổ phiếu thấp hơn cả lợi suất trái phiếu, điều chưa từng xảy ra trước đây. Lúc đó có hai người bạn đứng tuổi đã từng nếm trải đại khủng hoảng năm 1930 đoán chắc rằng, đây là một sự bất thường mà chỉ trong một thời gian ngắn thị trường sẽ phải tự điều chỉnh. Nghĩa là lợi suất từ cổ phiếu luôn luôn phải cao hơn lợi suất trái phiếu.

Phải mất một thời gian chúng tôi mới nghiệm ra rằng, nếu cuộc đại khủng hoảng không xảy ra thì nhất định phải có tình trạng tăng trưởng. Quả thật, từ 1958 từ “tăng trưởng” bắt đầu đi vào từ điển và mọi người lấy lại niềm tin vào chứng khoán. Đó thật là thời khắc tuyệt vời và nó dạy tôi rằng, mọi việc đều có thể xảy ra. Bánh luôn có sẵn trên bàn chờ người biết cách chộp lấy.

Hãy cho một lời khuyên quan trọng nhất, giả sử như quý vị đang tư vấn cho một chuyên viên đầu tư độ 25 hay 30 tuổi làm thế nào để thành công trong nghề nghiệp?

Templeton: Tôi có lời khuyên là hãy khiêm tốn. Có một đầu óc cởi mở và đừng bao giờ tự kiêu.

Neff: Lời khuyên của tôi là phát triển một triết lý đầu tư thật hiệu quả và gắn chặt với nó.

Buffett: Hãy thực tế khi xác định đâu là lĩnh vực mình thông thạo. Cố gắng định ra cái gì ta có thể hiểu biết đến nơi đến chốn, dừng lại ở đó, quên hết mọi thứ khác đi. Ý tôi là phải quyết định ngành nào bạn đủ hiểu biết để đánh giá và ngành nào bạn không biết đủ để lượng định. Các bạn không thể chờ đợi ai đó suy nghĩ giùm mình. Bạn phải thực sự hiểu rõ những doanh nghiệp mình đã mua qua việc sở hữu các cổ phiếu. Ngoài ra, đừng quên là bất cứ cái gì nhân zero cũng thành zero. Dù bạn có thắng nhiều nhưng nếu vay mượn quá mức hoặc làm điều gì đó mà khả năng thắng cuộc là zero thì sẽ mất tất cả.

Bogle: Đầu tiên, thừa nhận trên thực tế có số ít nhà đầu tư có thể đánh bại thị trường trong dài hạn. Thứ hai, xem mình như đại diện của khách hàng, không phải là người bán hàng thuần túy. Thứ ba, chú trọng đầu tư dài hạn, không phải đầu cơ ngắn hạn – thà tập trung vào giá trị nội tại của một công ty thực vẫn hơn tìm kiếm “giờ tốt” của giá cổ phiếu. Nếu các bạn làm đúng 3 điều trên thì sẽ có cơ hội nổi lên giữa những người thắng cuộc.

Brinson: Lời khuyên tốt nhất tôi có thể trao bất cứ ai là phát triển kỹ năng cần thiết, ứng dụng trong công việc, mài giũa nó và đừng hòa theo đám đông.

Lebaron: Những nhà đầu tư giỏi nhất đầu tư theo suy nghĩ riêng của họ. Bạn sẽ khám phá ra rằng, cách đầu tư của họ là phù hợp chặt chẽ với tính cách, tri thức và phong cách làm việc riêng. Nó không thể là kiểu đầu tư của người khác, nó của chính họ và bắt rễ sâu trong họ.

**Phân tích kỹ thuật: Giới thiệu chung về Phân tích kỹ thuật**



Từ ngữ phân tích kỹ thuật trong lĩnh vực thị trường chứng khoán có một nghĩa hoàn toàn khác với ngôn ngữ thông dụng. Phân tích kỹ thuật là nghiên cứu các hành động hành vi của bản thân thị trường, khác với việc phân tích hàng hoá trên thị trường. Phân tích kỹ thuật là khoa học ghi chép biểu đồ dưới dạng đồ thị các giao dịch cổ phiếu hoặc nhóm cổ phiếu trong quá khứ và từ đó vẽ ra được bức tranh về xu thế trong tương lai.

Đồ thị là công cụ của nhà phân tích kỹ thuật. Đồ thị có thể biểu thị bất kỳ sự việc gì xảy ra trên thị trường hoặc các chỉ số tính ra từ các đại lượng đó. Đồ thị có thể theo đơn vị tháng, đơn vị tuần, ngày, giờ. Đồ thị có thể biểu thị đại lượng tỷ lệ giữa doanh thu trên giá chứng khoán, đại lượng giá trung bình của các cổ phiếu được mua bán nhiều nhất v.v... Nói cách khác là các chỉ số được tính ra từ các đại lượng thống kê về các giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán. Trên đồ thị người ta cố gắng tìm ra quy luật về các tín hiệu báo trước về sự thay đổi của xu thế giá. Trong thực tế chỉ cần có các đồ thị biên độ giá giá cao nhất, giá thấp nhất, giá đóng cửa và khối lượng giao dịch trong ngày. Đồ thị theo ngày sẽ được bổ sung bởi các đồ thị theo tuần, theo tháng. Cần chú ý rằng giá đóng cửa đặc biệt quan trọng, còn giá mở cửa chỉ có ý nghĩa cho việc mở đầu giá cho một ngày giao dịch.

Người ta cho rằng việc tính ra giá trị nội tại của một cổ phiếu là không có ý nghĩa. Tất nhiên, các thống kê của phân tích cơ bản đã được phản ánh trong phương trình cung - cầu. Nhưng còn có nhiều nhân tố khác tác động lên cung - cầu. Giá thị trường không chỉ phản ánh các nhận định khác nhau về giá cả của những người phân tích, mà còn phản ánh tất cả các hy vọng, lo lắng, phỏng đoán và trạng thái tâm lý của hàng trăm nghìn người mua, người bán tiềm tàng, cũng như các nhu cầu và các nguồn lực tài chính của họ, tất cả các nhân tố mà thống kê chưa phản ánh được, nhưng lại được tổng hợp, cân nhắc và được phản ánh cuối cùng bằng một giá trị

chính xác mà người mua và người bán gặp gỡ nhau và thực hiện giao dịch. Giá cả là điểm duy nhất họ quan tâm.

Những nhà phân tích kỹ thuật cho rằng các con số thống kê phân tích cơ bản là thuộc vào quá khứ, đã lạc hậu, vì thị trường không quan tâm đến quá khứ hoặc ngay cả hiện tại. Thị trường luôn nhìn vào phía trước, cố gắng xử thế với các diễn biến trong tương lai, cân nhắc, đánh giá và cân bằng lại tất cả các đánh giá, các phỏng đoán của hàng trăm nghìn các nhà đầu tư là những người nhìn vào tương lai từ các góc độ khác nhau và qua ống kính khác nhau. Nói tóm lại, giá hiện tại được xác lập trên thị trường đã kết hợp tất cả các thông tin cơ bản mà các nhà phân tích thống kê muốn tìm hiểu.

Một sự thật hiển nhiên được công nhận là các giá cả biến thiên theo xu thế và rằng xu thế có chiều hướng tiếp tục cho đến khi có một cái gì đó xảy ra làm thay đổi sự cân bằng cung - cầu. Các thay đổi đó có thể nhận biết qua các hành vi của bản thân thị trường. Một số quy luật, hình dáng, mức độ có thể xuất hiện trên đồ thị và có một ý nghĩa nào đó và có thể sử dụng để phân tích diễn biến trong tương lai. Nhưng chúng cũng không phải là chân lý tuyệt đối không hề có sai sót.

Nhà phân tích kỹ thuật thậm chí có thể phân tích đồ thị mà không cần biết đó là cổ phiếu gì, với điều kiện các thông tin về giao dịch là đúng và bao quát một thời gian đủ dài để họ có thể nghiên cứu các hành vi của thị trường. Họ có thể mua bán một loại chứng khoán mà không cần biết về công ty, về ngành nghề, về sản phẩm công ty cung cấp. Tuy vậy chỉ những chuyên gia phân tích có kinh nghiệm mới đủ khả năng thực hành các giao dịch loại chứng khoán này.

## **CƠ SỞ LÝ LUẬN CỦA PHÂN TÍCH KỸ THUẬT-LÝ THUYẾT DOW**

Cơ sở của phân tích kỹ thuật là lý thuyết Dow. Bản thân Charler H. Dow, cha đẻ của lý thuyết Dow lúc khởi đầu không coi lý thuyết của mình là công cụ để dự báo thị trường cổ phiếu hoặc là công cụ hướng dẫn cho các nhà đầu tư, mà chỉ xem xét chúng như là một hàn thử biểu về xu thế chung của thị trường. William P.Hamilton, người kế nghiệp, đã biên soạn lại thành lý thuyết Dow hiện đại ngày nay. Thuật ngữ xu thế chung của thị trường được hiểu là chỉ số giá trung bình của một số cổ phiếu đại diện.

**Lý thuyết Dow đưa ra các tiền đề cơ bản sau:**

**a. Chỉ số trung bình** phản ánh tất cả các hành vi của thị trường. Nó phản ánh toàn bộ hoạt động thị trường gộp lại của tất cả các nhà đầu tư, nó bao gồm những người có cái nhìn sâu sắc và có thông tin tốt nhất về xu thế và các sự kiện, nó trung bình hoá lại tất cả các biến động từng ngày, tất cả những cái gì diễn ra và các điều kiện tác động lên cung và cầu các cổ phiếu, kể cả những quyết định đầu tư bất ngờ không dự đoán được cũng được phản ánh vào chỉ số trung bình.

**b. Ba xu thế thị trường**

Xu thế dài hạn của giá các cổ phiếu được gọi là xu thế cấp một. Xu thế này biểu thị sự đi lên, đi xuống kéo dài trong một hoặc vài năm và kết quả là có sự tăng hoặc giảm giá 20%. Trên đường diễn biến xu thế cấp một xuất hiện các giai đoạn bị ngắt quãng bởi xu thế cấp hai đi ngược với xu thế cấp một, nó là các phản ứng hoặc các điều chỉnh khi xu thế cấp một

tăng hoặc giảm quá mức trong một giai đoạn nào đó. Xu thế cấp hai lại bao gồm các xu thế cấp ba, thường là các biến động ngày này qua ngày khác, là xu thế không có vai trò quan trọng đối với thị trường.

### **c. Xu thế cấp một**

Đó là xu thế chung về sự đi lên hoặc đi xuống kéo dài trong một hoặc thậm chí vài năm. Mỗi đợt giá tăng mới lại đạt mức cao hơn đợt giá tăng lần trước và cứ mỗi đợt phản ứng giá reaction, xu hướng giảm giá vẫn ở mức cao hơn đợt phản ứng giá lần trước, nhưng xu thế cấp một vẫn là xu thế tăng giá. Xu thế cấp một này được gọi là thị trường con bò tốt. Ngược lại, mỗi đợt mới giá giảm lại đạt mức thấp hơn đợt giá giảm lần trước và mỗi đợt tăng giá tiếp theo không đủ sức đưa mức giá trở về mức tăng giá đợt trước thì xu thế cấp một là xu thế giảm giá. Xu thế cấp một này được gọi là thị trường con gấu.

### **d. Xu thế cấp hai**

Đó là các phản ứng làm ngắt quãng quá trình tăng hoặc giảm của xu thế cấp một. Chúng là các đợt giảm hoặc điều chỉnh trung gian xảy ra trên thị trường con bò tốt hoặc các đợt tăng giá phản nghịch hoặc hồi phục trung gian trên thị trường con gấu. Thường thì xu thế này kéo dài từ ba tuần đến vài tháng. Chúng thường đảo chiều giá trị khoảng 1/3 đến 2/3 đối với các đợt tăng giảm lần trước trong quá trình diễn biến của xu thế cấp một. Trong thị trường con bò tốt giá tính theo chỉ số bình quân ngành công nghiệp có thể tăng đều đặn, có sự ngắt quãng nhỏ, với việc tăng giá khoảng 30% so với đợt điều chỉnh của xu thế cấp hai lần trước. Sự điều

chỉnh này có thể đưa đến kết quả giảm giá 10 điểm đến 20 điểm trước khi đợt tăng giá trung gian mới của thị trường con bò tốt lại bắt đầu.

Như vậy, chúng ta có hai tiêu chuẩn để nhận biết xu thế cấp hai. Bất kỳ sự diễn biến giá cả đi ngược lại với xu thế cấp một và kéo dài trong ba tuần và đưa đến giảm giá trên 1/3 của đợt giảm giá lần trước trong xu thế cấp một được coi là xu thế cấp hai.

### **e. Xu thế cấp ba**

Đó là các biến động nhỏ thường thì trong 6 ngày, ít khi kéo dài trên 3 tuần và đối với các nhà lý thuyết Dow thì chúng không có tầm quan trọng.

Thường thì trong các đợt trung gian, trong xu thế cấp hai hoặc giữa hai xu thế cấp hai có khoảng 3 đợt sóng nhỏ có thể phân biệt được. Xu thế cấp ba chỉ là một trong ba xu thế và chúng dễ bị thao túng.

### **f. Thị trường con bò tốt**

Xu thế cấp một tăng giá được chia thành ba giai đoạn ba đợt.

**Giai đoạn một** là giai đoạn tích tụ, trong thời gian này người đầu tư có tầm nhìn sẽ cảm nhận được rằng tình hình thị trường tuy đang bị đè nén và bi quan nhưng sẽ đảo chiều, và họ sẵn sàng mua tất cả các cổ phiếu được chào bán bởi các nhà đầu tư đang có tâm lý bi quan. Họ sẽ tăng giá chào mua từ từ một khi khối lượng cổ phiếu chào bán giảm. Các báo cáo tài chính vẫn phản ánh tình hình tồi tệ của thị trường trong giai đoạn này. Hoạt động thị trường ở mức trung bình nhưng bắt đầu các đợt tăng giá đợt tăng giá nhỏ.

**Giai đoạn hai** là giai đoạn tăng giá mạnh và hoạt động thị trường cũng tăng lên do có các thông tin tốt lành về tình hình kinh doanh và do có xu thế tăng thu nhập trên một cổ phiếu của công ty, gây nên sự chú ý của công chúng. Chính là trong giai đoạn này các nhà phân tích kỹ thuật thu hoạch được lợi nhuận cao nhất.

**Giai đoạn ba** là khi thị trường cháy bỏng và công chúng lao vào sàn giao dịch. Tất cả các tin tức tài chính đều tốt đẹp, giá tăng đột biến và các tin tức giá cả được đưa lên trang đầu của báo chí. Số cổ phiếu các đợt phát hành mới được đưa ra hàng loạt. Đến giai đoạn này người ta nghĩ rằng thị trường đã tăng trong hai năm và đã đến lúc phải đặt lại câu hỏi: có nên bán cổ phiếu đi không? Ở giai đoạn sôi động này khối lượng giao dịch vẫn tăng, giá các cổ phiếu ít giá trị trước đây tăng đột ngột, nhưng giá các cổ phiếu độ tin nhiệm cao lại không tăng nữa.

### **g. Thị trường con gấu**

Xu thế cấp một giảm giá này được chia thành ba giai đoạn. Giai đoạn một gọi là giai đoạn phân phối nó bắt đầu từ giai đoạn ba của thị trường con bò tót trước đó. Ở giai đoạn này người đầu tư có tầm nhìn cảm nhận được rằng lợi nhuận đã đạt mức đặc biệt cao và bắt đầu bán cổ phiếu mình nắm giữ. Khối lượng giao dịch vẫn cao nhưng có xu hướng giảm trong đợt tăng giá, công chúng vẫn sôi động nhưng đã bắt đầu có dấu hiệu chập chờn vì hy vọng về lợi nhuận bắt đầu tắt dần.

**Giai đoạn hai là giai đoạn hoảng loạn**

Số người mua giảm đi đáng kể, còn những người bán thì mất bình tĩnh. Xu hướng giảm giá gia tăng đột ngột, trong khi khối lượng giao dịch tăng không bình thường.

Sau giai đoạn hoảng loạn là một giai đoạn tương đối lâu của xu thế cấp hai hồi phục hoặc củng cố, và sau đó là đến giai đoạn ba.

**Giai đoạn ba đặc trưng bởi việc bán bắt buộc** của những người nắm giữ cổ phiếu trong giai đoạn hoảng loạn, hoặc đã mua trong giai đoạn hoảng loạn vì giá cổ phiếu lúc đó có vẻ là rẻ so với mấy tháng trước đó. Các tin tức về tình hình kinh doanh bắt đầu xấu đi. Ở giai đoạn ba này việc giảm giá cổ phiếu không đột ngột như ở giai đoạn hoảng loạn, nhưng vì còn có những người phải bán bắt buộc vì họ cần tiền cho các nhu cầu khác. Các cổ phiếu có độ tín nhiệm cao giảm giá từ tốn hơn, và trong giai đoạn cuối này thị trường con gấu tập trung sự chú ý vào các cổ phiếu này.

Thị trường con gấu kết thúc khi mọi khả năng về các tin tức xấu đã được đón nhận hết, và thị trường kết thúc trước khi các tin tức xấu chấm dứt.

Cần chú ý rằng thị trường con bò tốt lần sau không giống hoàn toàn thị trường con bò tốt lần trước, cũng vậy đối với các thị trường con gấu, vì chúng có thể không qua tất cả các giai đoạn nêu trên.

Thị trường con gấu ngắn ngủi có thể không có giai đoạn hoảng loạn. Giai đoạn thứ ba của thị trường con bò tốt, giai đoạn đầu cơ sôi động, có thể kéo dài hơn một năm hoặc chỉ xảy ra trong một hai tháng. Giai đoạn hoảng loạn cũng có thể chỉ xảy ra trong một hai tuần.

## **h. Hai chỉ số trung bình phải cùng xác nhận cho nhau**

Nguyên lý này là một nguyên lý khó giải thích nhưng đã được thực tế kiểm chứng. Những ai coi nhẹ nguyên lý này đều đã phải hối hận.

Nguyên lý này nói rằng chỉ một loại chỉ số không thôi chưa đủ xác nhận tín hiệu bước ngoặt của xu thế. Ví dụ trong đồ thị nêu trên, hai chỉ số trung bình: chỉ số công nghiệp và chỉ số ngành đường sắt.

Thị trường con gấu kéo dài trong vài tháng, sau đó tại điểm a chỉ số công nghiệp bắt đầu phục hồi đến điểm b, tiếp đó giảm xuống điểm c là điểm vẫn cao hơn a sau đó lại gia tăng đến điểm d cao hơn b. Như vậy, chỉ số công nghiệp báo hiệu sự chuyển hướng xu thế thị trường con gấu sang thị trường con bò tốt Nhưng chỉ số ngành đường sắt lại cho thấy việc giảm từ b xuống c đạt mức thấp hơn đỉnh b. Như vậy, chỉ số ngành đường sắt không xác nhận chỉ số công nghiệp. Do đó, xu thế cấp một vẫn phải được coi là xu thế đi xuống.

## **i. Khối lượng tỷ lệ với xu thế**

Điều này có nghĩa rằng các hoạt động giao dịch có xu hướng tăng lên khi giá hướng theo xu thế cấp một. Trên thị trường con bò tốt thì khối lượng giao dịch tăng lên khi giá tăng và giảm khi giá giảm. Trên thị trường con gấu thì khối lượng giao dịch tăng lên khi giá giảm và giao dịch bị ngưng trệ khi giá hồi phục. Điều này cũng đúng đối với xu thế cấp hai. Chú ý rằng tín hiệu có tính thuyết phục về đảo chiều xu thế có thể rút ra từ phân tích về diễn biến giá. Khối lượng giao dịch chỉ có tính chất bổ sung thêm khi còn có nghi vấn.

## **j. Các đường rẽ có thể thay thế cho xu thế cấp hai**



Các đường rẽ ở đây là diễn biến đi ra ngoài chiều hướng của chỉ số bình quân, kéo dài trong hai ba tuần hoặc vài tháng, trong đó giá dao động trong biên độ 5%. Việc xuất hiện các đường rẽ cho thấy rằng áp lực mua và bán cân bằng tương đối. Thực ra thì việc chào bán đã cạn kiệt trong biên độ giá và những người muốn mua cổ phiếu phải chào mua với giá cao hơn để các chủ sở hữu cổ phiếu đồng ý bán; hoặc ngược lại, những người muốn bán cổ phiếu trong biên độ giá đó thấy rằng những người mua không còn nữa và do đó họ phải giảm giá chào bán để có thể bán ra cổ phiếu của mình. Vì vậy việc tăng giá lên trên biên độ giá của đường rẽ là tín hiệu của thị trường con bò tốt, và ngược lại việc giảm giá xuống dưới biên độ giá là tín hiệu thị trường con gấu. Nói chung, đường rẽ càng kéo dài và biên độ càng nhỏ thì càng có nhiều khả năng sẽ xảy ra việc đảo chiều xu thế cấp một.

Đường rẽ thường phát triển ở đỉnh hoặc đáy, báo hiệu giai đoạn phân phối hoặc giai đoạn tích tụ, nhưng có khi là giai đoạn điều chỉnh hoặc giai đoạn củng cố của xu thế cấp một đã được xác lập. Trong các trường hợp đó thì chúng thay thế xu thế cấp hai. Chiều hướng mà giá sẽ vượt ra ngoài đường rẽ không thể xác định được trước khi có các diễn biến thật sự. Biên độ giới hạn 5% là theo kinh nghiệm; trên thực tế còn có biên độ giới hạn lớn hơn. Đường rẽ trong nhiều trường hợp rất giống với định dạng hình bình hành trên đồ thị của một loại cổ phiếu cụ thể.

### **k. Chỉ sử dụng giá đóng cửa**

Lý thuyết Dow không chú ý đến giá cao nhất hoặc giá thấp nhất trong ngày mà chỉ quan tâm đến giá đóng cửa. Đó là do vai trò tâm lý của giá cuối ngày khi vẽ đồ thị. Ví dụ có một xu thế cấp hai tăng trên xu thế cấp

một và đạt đỉnh tại 11 giờ trong ngày nào đó tại đó chỉ số công nghiệp bình quân là 152,4 điểm, sau đó vào cuối ngày giảm xuống 150,70. Để ghi nhận tiếp tục việc tăng giá trong ngày hôm sau, để chứng minh rằng xu thế cấp một vẫn là tăng giá thì chỉ cần ghi nhận điểm đóng cửa 150,70.

### **I. Xu thế cần được coi là vẫn tiếp diễn cho đến thời điểm khi việc đảo chiều đã được tín hiệu báo động đưa ra một cách chắc chắn.**

Lý thuyết Dow cảnh báo phải thận trọng khi nhận định về đảo chiều của thị trường; không nên chạy trước thời gian. Điều này không có nghĩa là nhà giao dịch phải chờ đợi thêm trong khi đã có tín hiệu đảo chiều, mà chỉ cảnh báo rằng nhà giao dịch sẽ có lợi khi chờ đến lúc thực sự chắc chắn về tín hiệu đảo chiều, và họ phải trả giá đắt khi hành động mua hoặc bán quá sớm. Thị trường con bò tốt không thể tăng vô thời hạn cũng như thị trường con gấu bao giờ cũng sẽ đạt đáy.

Các động lực để mua, triển vọng để bán cổ phiếu mới mua để thu hoạch lợi nhuận sẽ giảm đi khi thị trường con bò tốt đã tồn tại trong vài tháng so với tình hình khi xu thế cấp một lần đầu tiên mới nhận biết. Nhưng tiền đề này của lý thuyết Dow nói rằng: Cần phải luôn luôn chuẩn bị sẵn sàng thay đổi chiều đặt lệnh

Điều cuối cùng là việc đảo chiều của xu thế có thể xảy ra bất kỳ lúc nào ngay sau khi xu thế trên đã được xác nhận. Vì vậy các nhà phân tích kỹ thuật phải theo sát thị trường trong mọi lúc khi họ vẫn còn trong cuộc chơi. Còn tiếp

### **Phân tích kỹ thuật: Các định dạng trên đồ thị**

#### **a. Mô tả hành vi mua bán chứng khoán**

Giả sử có một nhóm người nắm khá đầy đủ thông tin về một công ty phát hành. Giá cổ phiếu công ty lúc đó là 40, và công ty đang hoạt động có lãi và do đó nó sẽ thu hút được sự chú ý của nhiều nhà đầu tư, nhu cầu đối với cổ phiếu tăng lên, giá có thể đạt 60 hoặc 65. Nhóm người này tính toán rằng họ có thể lợi dụng thời cơ để thu chênh lệch giá 20 điểm. Vì vậy họ tiến hành mua tất cả những cổ phiếu chào bán, do đó họ dần dần đã tích tụ được một vị thế đáng kể, từ vài nghìn cổ phiếu được đưa ra chào bán trước đó. Sau đó họ chờ đợi. Các nhà chuyên nghiệp sẽ bắt đầu nghi vấn và bắt đầu có các tin đồn rằng có cái gì đó về thông tin nội bộ hoặc các nhà phân tích tìm ra được các khía cạnh tốt đẹp trong tương lai của công ty, còn các nhà phân tích thì phát hiện các tín hiệu về hành vi tích tụ cổ phiếu. Những người mua nhận thấy có ít cổ phiếu bán ra và số cổ phiếu chào bán quá ít và do đó họ đã tăng giá chào mua. Một giai đoạn tăng giá bắt đầu.

Xu hướng tăng này kéo dài vì nhiều nhà giao dịch bị thu hút sự chú ý về tăng giá. Quá trình này được hỗ trợ bởi các báo cáo lạc quan thu nhập tăng, cổ tức tăng.... Giá đạt mức mà nhóm người này đang dự kiến về lợi nhuận sẽ thu. Giả sử nhóm này có 20.000 cổ phiếu cần bán hết. Họ không thể đưa ra bán hết ngay một lúc. Họ phải bán từ từ để tránh được sự chú ý và sự cảm nhận của công chúng. Ví dụ, nếu mức giao dịch trong ngày là 2.000 cổ phiếu, thì họ có thể bán ra 500 cổ phiếu. Họ sẽ tăng khối lượng bán ra nếu người mua sẵn sàng mua thêm.

Nhưng theo quy luật chung thì trước khi nhóm người này có thể phân phối hết cổ phiếu do mình nắm giữ, thì xuất hiện giai đoạn giảm cầu. Có thể vì những người mua nhận ra sự gia tăng cung cổ phiếu. Xuất hiện phản ứng - tức là giai đoạn giảm giá do những người mua phản ứng lại đối với

tăng cung. Vì vậy, nhóm người này ngừng việc bán ra, thậm chí có thể mua vào một khối lượng nhỏ cổ phiếu để hỗ trợ giá nếu giá giảm đột ngột. Giai đoạn giảm giá hoặc còn gọi là giai đoạn phản ứng chấm dứt, và chuyển sang giai đoạn tăng giá trở lại. Nhóm người này chờ cho giá cổ phiếu đạt đỉnh mới. Tại đỉnh này họ lại bán ra, và nếu họ đủ khả năng khôn khéo thì họ có thể bán hết trong vòng hai, ba tuần trước khi làn sóng cầu thư hai chấm dứt. Nhóm thu được lợi nhuận với việc chuyển giao cho người đầu tư khác 20.000 cổ phiếu. Tiếp đó giá cổ phiếu giảm ở mức thấp nhất lần đầu. Tiếp đó xuất hiện một giai đoạn tăng giá ngắn ngủi, đó là một số người mua xuất hiện và sau đó giá sẽ giảm trong một thời kỳ lâu dài.

## **b. Định dạng đỉnh đầu – vai**

Quá trình giao dịch mô tả trên được biểu thị bằng đồ thị đỉnh đầu - vai. Đỉnh đầu vai là một tín hiệu về thời điểm đảo chiều của xu thế. Đỉnh đầu - vai được mô tả trong hình 1, gồm các giai đoạn:

**i. Giai đoạn tăng giá mạnh mẽ**, khối lượng giao dịch lớn, tiếp đó là giai đoạn phản ứng ngắn ngủi giảm giá với khối lượng giao dịch thấp hơn. Cả giai đoạn này được gọi là vai trái. Đỉnh của vai trái là điểm A Hình 1.

**ii. Tiếp đó một giai đoạn tăng giá đợt thứ hai** với khối lượng giao dịch tăng lên, đạt đỉnh B cao hơn đỉnh A lần trước của vai trái, tiếp đó là đợt giảm giá đạt ở mức gần với đáy của vai trái, nhưng phải thấp hơn đỉnh của vai trái. Cả giai đoạn này được gọi là đầu với đỉnh tại điểm B Hình 1.

**iii Vai phải với đỉnh tại điểm C xuất hiện**, nhưng khối lượng giao dịch đã giảm đáng kể. Đỉnh C thấp hơn đỉnh B của đầu.

**iv. Giá giảm ở giai đoạn ba** sẽ cắt đường vai đường thẳng đi qua hai đáy của hai vai, và tiếp tục giảm ở mức 3% so với đường vai. Đây là giai đoạn xác nhận hoặc đảo chiều.

Chú ý rằng mỗi đỉnh A, B, C, D đều là các đặc trưng quan trọng của định hình đỉnh đầu - vai. Thiếu bất kỳ một trong các nhân tố trên đều không thể gọi là đỉnh đầu - vai.

### **Vai trò của khối lượng giao dịch**

Diễn biến giá cả và khối lượng giao dịch phải ăn khớp với nhau. Chú ý rằng khối lượng giao dịch phải hiểu theo nghĩa đại lượng tương đối cho từng loại cổ phiếu.

Đối với cổ phiếu A thì khối lượng giao dịch 500 là lớn, nhưng đối với cổ phiếu B thì khối lượng giao dịch lớn có thể phải là 7500. Đặc điểm của đỉnh đầu - vai là khối lượng giao dịch của giai đoạn sau phải thấp hơn giai đoạn trước.

### **Giao điểm của đường vai**

Chú ý rằng nếu đồ thị chưa cắt đường vai ở vai phải thì chưa thể xác nhận định dạng đỉnh đầu - vai, còn 20% khả năng giá sẽ ngấp ngừng ở giai đoạn tiếp sau và sau đó sẽ tiếp tục đi vào giai đoạn mới tăng giá.

Cuối cùng, ngay cả khi định dạng đỉnh đầu - vai đã được xác nhận bởi giai đoạn 4 điểm D, tức là đường vai đã cắt, nhưng vẫn có một khả năng rất hạn hữu là giá sẽ không giảm tiếp.

### **c. Các dạng khác của định dạng đỉnh đầu – vai**

Thông thường theo luật đối xứng thì đối với đỉnh đầu - vai, đường vai song song với trục hoành. Tuy vậy, đỉnh đầu - vai cũng có thể có trường hợp đường vai đi lên hoặc đi xuống. Trong thực tế để nhận dạng được đỉnh đầu - vai đòi hỏi người phân tích phải có kinh nghiệm.

Tại thời điểm giá giảm và cắt đường vai thì khối lượng giao dịch có thể tăng, nhưng chút ít. Nếu khối lượng giao dịch vẫn ở mức thấp trong vài ngày trong khi giá vẫn giảm thì có thể giá lại tăng trở lại để đạt đúng đường vai. Đây là nỗ lực cuối cùng trước khi giá lại xuống dốc hầu như thẳng đứng với khối lượng giao dịch tăng lên đáng kể. Giai đoạn chuyển tiếp ngắn ngủi nói trên có thể không xảy ra nếu xu thế của cả thị trường là đảo chiều xuống dốc. Nếu thị trường nói chung còn mạnh thì có thể xảy ra giai đoạn chuyển tiếp ngắn ngủi.

### **d. Định dạng đáy đầu – vai**

Đối xứng với định dạng đỉnh đầu - vai là định dạng đáy đầu - vai Hình 2.

i. Một giai đoạn giảm giá, với khối lượng giao dịch tăng lên, sau đó là giá khôi phục lại trong thời gian ngắn ngủi với khối lượng giao dịch thấp hơn trước. Cả giai đoạn này được gọi là vai trái.

ii. Một giai đoạn giảm giá đạt đáy thấp hơn đáy vai trái, khối lượng giao dịch tăng lên nhưng vẫn thấp hơn ở vai trái, tiếp đó giá hồi phục đạt mức

cao hơn đáy vai trái, với khối lượng giao dịch tăng lên đáng kể. Cả giai đoạn này được gọi là đầu.

iii. Giai đoạn ba, giảm giá với khối lượng giao dịch thấp hơn, nhưng giá không thấp hơn đáy của đầu, tiếp đó giá khôi phục lại, cả giai đoạn này được gọi là vai phải. Giai đoạn này giá tiếp tục tăng với khối lượng giao dịch tăng đáng kể, đi qua đường vai và đạt giá trị bằng 3% giá tại đường vai, và khối lượng giao dịch tăng đột ngột. Đây là điểm xác nhận hoặc đảo chiều.

Sự khác nhau giữa đỉnh đầu - vai và đáy đầu - vai là ở mức độ khối lượng giao dịch. Các hoạt động giao dịch ở đáy đầu - vai có xu hướng tăng lên tính từ giai đoạn đầu. Phải có việc giao cắt giữa giá và đường vai mới có thể có giai đoạn xác nhận. Cần chú ý rằng có thể tin vào dấu hiệu đảo chiều đối với đỉnh đầu - vai, nhưng phải thận trọng với trường hợp đáy đầu - vai, trừ khi xác nhận khối lượng lớn giao dịch sau khi cắt đường vai. Vì vậy, phải chờ đợi mới có thể kết luận dứt khoát về đảo chiều.

Một điểm nữa là đáy đầu - vai thường được hình thành trong thời gian dài và diễn biến giá bằng phẳng hơn.

#### **e. Định dạng đầu - vai kép**

Định dạng đầu - vai kép là loại định dạng phức tạp hơn. Có thể có định dạng vai - vai - đầu - đầu - vai - vai, nhưng phải có một mức độ đối xứng nào đó trong định dạng này.

#### **g. Định dạng hình tam giác**

##### **Định dạng tam giác đối xứng**

Đặc trưng của tam giác là gồm một loạt các giai đoạn biến động giá, mỗi đợt sau nhỏ hơn đợt trước, mỗi đỉnh sau thấp hơn đỉnh trước, mỗi đáy sau cao hơn đáy trước. Nó như là một đường Dow co lại trên đồ thị, là vùng đi chệch của giá với đường biên phía dưới đi lên và đường biên phía trên đi xuống. Đó là tam giác đối xứng. Hoạt động giao dịch có xu hướng giảm dần, hai đường biên gặp nhau tại một đỉnh. Sau một thời gian biến động sẽ đến thời điểm giá sẽ vượt khỏi đường biên một cách đột ngột với khối lượng giao dịch tăng hoặc vọt lên trên đường biên hoặc tụt xuống dưới đường biên. Không có một tín hiệu nào để có thể xác định giá sẽ vọt lên hoặc tụt xuống.

Khi giá vượt ra ngoài đường biên thì phải áp dụng quy tắc 3% để xác nhận xu thế tăng hoặc giảm giá. Nếu giá tăng vượt lên trên thì phải kèm theo việc gia tăng khối lượng giao dịch mới có thể xác nhận xu thế mới. Nếu giá tụt xuống dưới đường biên thì không cần có xác nhận của khối lượng giao dịch.

#### **j. Phân phối cổ phiếu theo kế hoạch định sẵn**

Chủ sở hữu có thể có kế hoạch muốn bán ra hết phân phối cổ phiếu mình nắm giữ theo một giá dự kiến. Nếu nhu cầu vẫn còn duy trì thì chủ sở hữu có thể bán với giá 40 để thu tiền mặt. Nếu cầu vẫn tăng lên thì cung có thể đạt tới giá 40 và giá tiếp tục tăng. Những người đã mua cổ phiếu với giá 40 cho rằng mình đã đánh giá đúng tình hình và do đó sẽ không bán ra nếu chưa có cơ hội thu lợi nhuận.

Đối với tam giác đi lên thì cầu vẫn tiếp tục tăng. Số cung cổ phiếu được mua hết dẫn đến việc vượt ra khỏi đường biên trên. Nếu cầu bắt đầu



chững lại trước khi giá vượt ra khỏi đường biên trên đường cung thì giá có thể vượt ra khỏi đỉnh tam giác, và khi đó người phân tích phải phân loại lại định dạng đồ thị.

Trường hợp này là hạn hữu, vì trong nhiều trường hợp của tam giác đi lên thì nhóm người dự kiến bán tại đỉnh tiếp xúc với đường biên trên là đường cung phải tin rằng mức giá này là đủ cao và có thể đạt được.

Tam giác đi xuống có đường biên dưới là đường cầu song song với trục hoành và đường biên trên đi xuống dốc là đường cung. Việc hình thành tam giác đi xuống cho thấy có một nhóm người muốn mua vào một khối lượng lớn cổ phiếu của công ty theo một giá thấp nào đó đường cầu. Các lệnh của họ đặt tại mức giá này. Nếu các giai đoạn tăng giá sau đó do việc mua của họ tạo ra gây nên số cung mới của cổ phiếu với mức giá ngày càng thấp hơn do đó tạo nên tam giác đi xuống, thì các lệnh mua đều được đáp ứng và giá sẽ giảm. Việc giá giảm đi qua đường biên phía dưới mà nhiều người khác nắm giữ cổ phiếu coi là mức hỗ trợ trong một thời gian dài thường làm lung lay lòng tin của họ, là những người trước đó chưa có dự kiến bán cổ phiếu. Việc họ chào bán cổ phiếu sẽ làm gia tăng việc giảm giá.

#### **k. Định dạng hình bình hành**

Định dạng hình bình hành gồm một loạt các dao động nhỏ chệch hướng của giá, được gọi là vùng giao dịch. Vùng này bị giới hạn trong hai đường biên song song. Đỉnh đầu - vai đặc trưng cho sự đấu tranh giữa người bán mạnh và người mua yếu. Hình bình hành được đặc trưng bởi mâu thuẫn giữa hai nhóm người có cùng sức mạnh như nhau - giữa người chủ sở

hữu cổ phiếu muốn bán ra hết cổ phiếu theo một giá nào đó và những người mua muốn tích tụ cổ phiếu tại mức giá ở đường biên phía dưới. Họ chơi ván bài với nhau cho đến khi một bên mất hết sức mạnh hoặc thay đổi chiến lược và phía kia được dịp tiến qua đường biên. Không ai có thể kết luận được bên nào sẽ thắng thế cho đến khi kết cục xảy ra.

## **I. Giá đoạn**

### **Giá đoạn được thể hiện bằng vùng giá cả mà tại đó không có việc chuyển giao cổ phiếu**

Giá đoạn trên đồ thị theo ngày xuất hiện khi giá cổ phiếu thấp nhất của ngày hôm nay cao hơn giá cao nhất của ngày hôm trước.

Giả sử cổ phiếu tăng ở mức giá 20 đến 21, 22, 23, 24 và đạt mức cao nhất 25 trong ngày. Sáng hôm sau giá mở cửa là 26 và giá tiếp tục tăng. Vậy ta có giá đoạn với chênh lệch 1 điểm giữa 25 và 26. Giá tiếp tục tăng đến 28, sau đó chững lại và tiếp sang giai đoạn phản ứng giảm xuống 27, 26, và 25. Như vậy giá đã đi qua vùng giá đoạn 25 - 26 và người ta gọi là đã đóng giá đoạn.

Nếu không đóng được giá đoạn trong giai đoạn phản ứng của xu thế cấp ba, thì có khả năng sẽ đóng tại giai đoạn phản ứng cấp hai.

Giá đoạn thường xảy ra trong vùng tam giác hoặc hình bình hành. Việc xuất hiện giá đoạn cho phép khẳng định rằng quá trình định dạng đang tiến triển. Ví dụ, nếu giá tăng từ 10 lên 20, sau đó giảm xuống 17, rồi tăng lên 20 và xuất hiện giá đoạn ở đó thì có thể giả thuyết rằng một định

dạng nào đó đang tiến triển giữa 17 và 20. Việc nhận biết này sẽ giúp cho người giao dịch thu lợi nhuận trong phương cách giao dịch ngắn hạn.

Thường thì gián đoạn xuất hiện trong quá trình giá cổ phiếu đang ở giai đoạn điều chỉnh. Vì vậy, việc xuất hiện gián đoạn tại vùng tam giác hoặc hình bình hành cho phép kết luận rằng diễn biến giá đang trong quá trình điều chỉnh chứ không phải là đảo chiều.

**Gián đoạn là vùng giá bị ngắt quãng** xuất hiện trong vùng giao dịch hoặc ở trong vùng của các định dạng. Nó xuất hiện nhiều tại định dạng tam giác và định dạng hình bình hành. Gián đoạn này thường bị đóng trong vài ngày.

**Gián đoạn vượt đường biên** là gián đoạn ở giai đoạn giá vượt ra ngoài đường biên. Ví dụ, nếu giá vượt khỏi đường biên trên của tam giác đi lên thì sẽ xuất hiện loại gián đoạn này. Tam giác đi lên tạo nên số cầu cường độ cao được đáp ứng bằng số cung tại một giá cố định. Giả sử giá của việc phân phối cổ phiếu là 40.

Những người nắm giữ cổ phiếu thấy giá tại 40 xuất hiện nhiều lần, giá dừng tại đó và giá đi xuống trở lại. Vì vậy, họ hoặc là tham gia vào đám đông bán tại giá 40, hoặc họ suy tính rằng nếu giá đã vượt qua 40 thì sẽ tiếp tục tăng sau đó ở mức cao hơn. Vì vậy, hoặc họ chào bán với giá thấp hơn 40 hoặc cao hơn 40. Kết quả là một khoảng trống trên đồ thị ngay tiếp phía trên 40. Do đó khi toàn bộ số cung tại giá 40 đã được đáp ứng mua hết thì người mua tiếp theo sẽ không tìm thấy lệnh chào bán tại  $40 \frac{1}{8}$  hoặc  $40 \frac{1}{4}$ . Họ phải tăng giá chào mua đến 1 điểm hoặc hơn để có thể nhận được cổ phiếu.

Gián đoạn kế tục không sinh ra từ các định dạng, mà xuất hiện trong giai đoạn tăng giá hoặc giảm giá đột biến nhanh chóng. Khi có sự tiến triển từ từ của giai đoạn tích tụ của thị trường con bò tốt thì xu thế đi lên của giá sẽ lấy được cường độ, tăng tốc trong vài ngày, hoặc vài tuần, và sau đó bắt đầu hết đà khi số cung tăng lên do động lực thu lợi nhuận tạo ra. Khối lượng giao dịch đạt đỉnh tại điểm vượt biên, giảm ở điểm giữa của đợt tăng giá, và sau đó sẽ tăng tốc với khối lượng giao dịch đặc biệt cao khi kết thúc đợt tăng giá.

Tại đợt tăng giá này có một sự giảm khối lượng giao dịch nhanh chóng, thì chắc chắn sẽ xuất hiện gián đoạn tại thời điểm khi yết giá thay đổi nhanh chóng kể cả khối lượng giao dịch. Thời điểm đó xuất hiện ở giữa khoảng xuất hiện việc vượt ra ngoài biên và ngày đảo chiều hoặc củng cố ở giai đoạn sau. Vì vậy, giá cổ phiếu sẽ đi một quãng xa ngoài điểm gián đoạn bằng khoảng giữa điểm gián đoạn và điểm vượt ra ngoài đường biên.

**Gián đoạn kiệt quệ liên hệ với một đợt tăng hoặc giảm giá nhanh chóng** dẫn đến sự kết thúc của một đợt tăng hoặc giảm giá. Gián đoạn kế tục xuất hiện ở giữa giai đoạn tăng giá với khối lượng giao dịch lớn, sau đó giảm tốc độ tăng và dừng lại do kháng cự thẳng thừng. Nhưng có khi xu hướng gia tăng giá không dẫn đến việc tăng dần kháng cự và sự chững lại, mà vẫn tiếp tục gia tăng cho đến khi giá vấp phải bức tường đá của số cung hoặc số cầu, nếu là xu thế giảm và dẫn đến sự kết thúc đột ngột trong một ngày giao dịch khối lượng lớn. Trong trường hợp đó thì xuất hiện gián đoạn lớn tại điểm kết thúc. Đó là gián đoạn kiệt quệ.

### **m. Định dạng củng cố**

Khi giá cổ phiếu đi theo xu thế cấp một tăng hoặc giảm với tốc độ quá nhanh, giá sẽ đạt tới một điểm mà tại đó lực lượng cung cầu sinh ra nó sẽ bị cạn kiệt. Khi đó hoặc xảy ra việc đảo chiều của xu thế cấp một hoặc cấp hai, hoặc phải củng cố lại vị trí của nó, dưới hình thức đường rẽ ngang bao gồm các dao động nhỏ, cho đến khi đủ sức tiếp tục đi theo xu thế cũ của nó.

Định dạng tam giác hoặc hình bình hành cũng có thể đóng vai trò củng cố hoặc đảo chiều. Thường thì trong bốn trường hợp có ba trường hợp của định dạng tam giác là củng cố, cũng như vậy đối với hình bình hành. Theo lý thuyết Dow thì đồ thị của chỉ số trung bình cũng có thể có định dạng củng cố hoặc đảo chiều.

#### **n. Định dạng hình cờ vuông và hình cờ tam giác**

Hình cờ vuông có dạng hình bình hành, hoặc dốc xuống nếu ở trên đường thị trường con bò tốt hoặc dốc lên nếu ở trên thị trường con gấu. Đó là khoảng dao động nhỏ lên xuống, theo hình bình hành, có chiều đi ngược lại với xu thế chung trước đó.

Xét hình cờ vuông đối với xu thế tăng giá. Sau khi giá gia tăng đáng kể, hầu như dốc thẳng đứng, sẽ xuất hiện hình cờ vuông, ở giai đoạn tăng giá này khối lượng giao dịch tăng lên và đạt đỉnh cao. Khối lượng này là tín hiệu cảnh báo rằng những người sở hữu cổ phiếu đang thu lợi nhuận. Nhưng áp lực thu lợi nhuận đã kìm hãm giá. Giá bắt đầu chững lại, đi xuống dốc một hai điểm với khối lượng giao dịch giảm đi. Một đợt tăng giá tiếp theo nhưng không đủ sức đạt mức giá và khối lượng trước đây. Tiếp đó là đợt phản ứng với giá thấp hơn đáy lần trước và đồng thời khối

lượng giao dịch giảm. Tiếp đó là các đợt dao động nhỏ tương tự, với mỗi đỉnh và đáy lần sau thấp hơn lần trước và khối lượng giao dịch tiếp tục giảm. Trên đồ thị là một đường tăng giá gần thẳng đứng, tiếp đó là giai đoạn đường rẽ theo chiều giảm giá có hai đường biên của các đỉnh và đáy. Nó có biểu tượng hình cờ vuông.

Thường thì một đợt tăng và giảm trong hình cờ kéo dài ba bốn ngày. Trường hợp khác thì giá đi lên đi xuống giữa hai đường biên trong một hai ngày. Nếu độ rộng của hình cờ vuông tính từ đỉnh đến đáy càng lớn thì thời gian càng kéo dài để kết thúc một dao động.

Quá trình tạo ra các dao động nhỏ này có khi kéo dài từ 5 ngày đến một tuần nếu hình cờ quá hẹp. Khối lượng giao dịch phải giảm đi đến tối thiểu. Sau đó bất ngờ giá sẽ nhảy vọt với hoạt động gia tăng và chuyển sang một giai đoạn mới tăng giá hầu như là giống với đợt tăng giá trước hình cờ.

Sự khác nhau giữa hình cờ vuông và hình cờ tam giác là ở chỗ hình cờ tam giác có hai đường biên cắt nhau. Hình cờ tam giác là một tam giác đi xuống khi nằm trên xu thế cấp một tăng giá, và đi lên khi nằm trên xu thế cấp một giảm giá. Nó xuất hiện sau một giai đoạn giá gia tăng giảm và khối lượng giao dịch giảm đi một cách nhanh chóng.

Hình cờ vuông và hình cờ tam giác đặc trưng cho giai đoạn thị trường chuyển động nhanh chóng. Chúng xuất hiện ở giai đoạn sôi động của thị trường con bò tốt, tiếp sau giai đoạn tích tụ và khi giai đoạn phát triển có trật tự đã đi qua. Vì vậy việc xuất hiện hình cờ vuông và hình cờ tam giác là sự cảnh báo rằng giai đoạn tăng giá đã đến tuần cuối cùng. Giai đoạn

chuyển biến nhanh chóng của thị trường con gấu là giai đoạn thứ hai thường được đặc trưng bởi sự xuống dốc trong hoảng loạn. Vì vậy, hình cờ vuông và hình cờ tam giác xuất hiện rất ngắn ngủi – hoàn thành trong ba bốn ngày, ở giai đoạn các tháng cuối cùng của thị trường con gấu việc hình thành hình cờ vuông và hình cờ tam giác kéo dài lâu hơn bốn tuần trở lên, và được đặc trưng bởi hoạt động tăng lên ở đợt tăng giá và giảm đi ở đợt phản ứng.

## **Phân tích kỹ thuật: Hỗ trợ và kháng cự, Đường xu thế**

### **a. Khái niệm hỗ trợ và kháng cự**

Hỗ trợ và kháng cự là một tiếp cận khác hoàn toàn với tiếp cận định dạng trình bày trước đây về hành vi của thị trường. Nó cho phép đưa ra quy tắc lựa chọn cổ phiếu để mua hoặc bán, trong việc đánh giá diễn biến giá cả của cổ phiếu và xác định vùng có vấn đề. Một số nhà phân tích đã xây dựng cho mình một hệ thống riêng chỉ dựa vào khái niệm hỗ trợ và kháng cự và không cần để ý đến các định dạng giá cả và khối lượng nêu ở trên.

Hỗ trợ được hiểu như sau: ví dụ, một đám đông hỗ trợ cổ phiếu A tại giá 60, tức là sẵn sàng mua tất cả các cổ phiếu A với giá thấp hơn 5 điểm so với 60. Hỗ trợ là việc mua một khối lượng cổ phiếu đủ lớn để ngăn chặn xu hướng giảm giá trong một giai đoạn nào đó. Kháng cự được hiểu là ngược lại với hỗ trợ: bán cổ phiếu với khối lượng đủ lớn để đáp ứng tất cả các khoản chào mua, và do đó ngăn chặn không cho giá tăng lên. Như vậy, hỗ trợ và kháng cự gần như được hiểu là cầu và cung tương ứng.

Mức hỗ trợ là mức giá tại đó có đủ một khối lượng cầu mua cổ phiếu để ngăn chặn xu hướng giảm giá, hoặc có thể tăng giá. Mức kháng cự là mức

giá tại đó có đủ chứng khoán cung ra để ngăn chặn xu hướng tăng giá. Vậy vùng hỗ trợ thể hiện sự tập trung của cầu và vùng kháng cự thể hiện sự tập trung của cung. Ví dụ, đường biên phía trên của hình thang là mức kháng cự, còn đường biên phía dưới là mức hỗ trợ. Đường biên phía trên của tam giác đi lên là mức kháng cự.

Cơ sở của dự đoán từ lý thuyết hỗ trợ và kháng cự là khối lượng giao dịch của một loại cổ phiếu có xu hướng tập trung lớn tại một số mức giá, tại đó có nhiều cổ phiếu được trao tay nhau. Vì bất kỳ mức giá nào mà tại đó có khối lượng lớn giao dịch xảy ra thường là điểm đảo chiều của xu thế cấp một, cấp hai, cấp ba, vì vậy đảo chiều tại các mức giá đó luôn luôn có thể xảy ra. Tuy vậy, cần chú ý rằng các mức giá này thường xuyên thay đổi vai trò từ hỗ trợ sang kháng cự và ngược lại.

Một đỉnh, khi giá cổ phiếu đã vượt qua, có thể trở thành vùng đáy của xu thế đi xuống ở giai đoạn sau này, và một đáy cũ, một khi giá đã tụt qua nó, có thể trở thành vùng đáy của giai đoạn tăng giá sau này.

## **b. Ví dụ giải thích**

Giả sử giá tăng, đạt 65, 68, 70. Chủ sở hữu cổ phiếu cho rằng họ đã nhận định đúng, vì vậy họ vẫn chờ đợi. Nhưng sau đó giai đoạn giá tăng chấm dứt và giá bắt đầu tụt xuống 67, 65, 62, 60. Chủ sở hữu sẽ lo lắng nhưng họ vẫn tin sẽ có cơ hội thu lãi. Tại 60 giá bắt đầu chững lại một thời gian, sau đó giá giảm đột ngột. Người ta vẫn hy vọng việc giảm đột ngột này chỉ là sự điều chỉnh, nhưng hy vọng sẽ tiêu tan khi xu thế đi xuống vẫn tiếp tục. Các chủ sở hữu cổ phiếu bắt đầu lo thực sự:



có cái gì đó sai trái ở đây? Khi giá tụt đến 55 thì không còn hy vọng thu lợi nhuận. Họ lập luận rằng phải kiên nhẫn chờ để giá quay trở lại 60 và tại đó họ sẽ rút lui khỏi thị trường.

Bây giờ ta xét trường hợp xu thế đi lên. Giá cổ phiếu đạt 12, sau đó tăng đến 24 và do đó người sở hữu cổ phiếu bán ra để thu lợi nhuận. Cổ phiếu phản ứng, tụt xuống 21 và người đầu tư thấy mình đã gặp may. Nhưng sau đó giá lại vượt lên 30. Người chủ sở hữu cổ phiếu trước đây cảm thấy bị hớ, do đó họ lại muốn mua lại cổ phiếu, nhưng họ sẽ không mua với giá cao hơn 24. Đó là diễn biến chung của tâm lý thị trường.

Như vậy chúng ta đã giải thích nguyên lý cơ bản của mức hỗ trợ và kháng cự. Cần chú ý rằng sự cân bằng cung và cầu trên thị trường là vấn đề tế nhị. Chỉ cần có một mức cung dư thừa nhỏ là có thể kiềm chế sự tăng giá, và chỉ cần một mức cầu dư thừa là có thể kìm hãm sự giảm giá. Tất cả các nhà giao dịch đều theo dõi sát sao thị trường và có thể nhận ra ngay một sự thay đổi của tình hình, và họ sẵn sàng tham gia vào cuộc chơi khi sự thay đổi của xu thế xuất hiện. Vì vậy chỉ cần thêm một ít các lệnh mua hoặc lệnh bán cổ phiếu là có thể kéo theo sự chuyển giao hàng nghìn cổ phiếu.

Các nhà giao dịch và các nhà đầu tư khi họ tạo nên mức hỗ trợ hoặc kháng cự đều là những người có kinh nghiệm và thông thái trong việc tham gia vào hoạt động thị trường. Ví dụ, như trên đã nêu ra, những người mua tại giá 60 chắc chắn là thông minh hơn những người mua tại đỉnh 70 hoặc tại các điểm trong giai đoạn giảm giá xuống 60. Như vậy có thể nói rằng họ đánh giá tình hình sau này một cách thận trọng và khôn ngoan hơn những người bảo thủ quyết định ra khỏi cuộc chơi bằng cách bán ra khi thị

trường đang hồi phục. Tức là khi thị trường chuyển sang xu thế giảm và họ đã mua cổ phiếu với giá cao thì nay họ chờ đợi cơ hội để bán ra với giá thấp hơn là mức kháng cự. Những người thông minh sẵn sàng chịu hy sinh vài điểm để tránh rơi vào tình thế thua lỗ quá lớn.

Cũng vậy, tại thị trường con bò tốt nhà đầu tư sẵn sàng trả thêm hai ba điểm để thay thế các cổ phiếu bán ra trước đây. Như vậy có một đặc trưng phản ứng đối với thị trường con bò tốt là giá chỉ giảm đến một mức giới hạn của hỗ trợ - và đối với thị trường con gấu thì đợt tăng giá chỉ đạt mức thấp nhất của vùng kháng cự.

### **c. Đánh giá cường độ của hỗ trợ - kháng cự**

Nguyên lý đầu tiên là kháng cự trong giai đoạn tăng giá phải được đáp ứng tại mọi mức giá bởi số lượng cổ phiếu tồn đọng lần trước đó - số cổ phiếu mua trước đó tại mức giá này và người sở hữu chúng muốn bán hết ra để tránh bị lỗ. Vì vậy, khối lượng cổ phiếu là tiêu chuẩn đầu tiên để đánh giá sức mạnh của vùng kháng cự.

Tại một đáy mà chỉ có 400-500 cổ phiếu trao tay không thể làm mức kháng cự đối với đợt tăng giá sau này, nhưng nếu tại đáy mà có không khí bán cổ phiếu mức hàng nghìn sẽ tạo ra mức cung tiềm năng sau này, sau khi giá giảm dưới đáy trước và sau đó giá lại tăng để hòng vượt qua đáy trước đây.

SHình bình hành hoặc tam giác đi xuống có một số đáy bằng nhau. Chúng ta có thể đánh giá sơ bộ về mức kháng cự này bằng cách cộng tất cả các giao dịch tại các đáy này. Nếu chỉ có một đáy với khối lượng giao dịch

khá lớn thì đó có nhiều khả năng là mức kháng cự hơn là trường hợp có nhiều đáy với tổng khối lượng giao dịch bằng trường hợp trên.

Tiêu chuẩn thứ hai là mức độ giảm giá sau đó, tức là giá phải tăng trong một khoảng bao nhiêu để đạt mức đáy cũ, là mức ta dự kiến đánh giá kháng cự. Nếu khoảng cách càng lớn thì khả năng mức kháng cự càng nhiều. Ví dụ cổ phiếu bán ra trong giai đoạn giảm giá từ 30 xuống 20, sau đó ngấp ngừng tại 20 trong vài ngày, tăng lên 24 và sau đó giảm xuống 19. Người đầu tư đã mua cổ phiếu giá 20 sẽ không lo lắng về tình hình này. Nếu giá bắt đầu tăng từ 19 thì sẽ có một ít số người quan tâm đến việc bán ra tại 20. Nếu giá tụt xuống 18 sau đó tăng trở lại, thì có nhiều người hơn muốn bán ra cổ phiếu tại giá 20. Còn nếu là tăng từ giá 17 thì 20 sẽ là mức kháng cự.

Như vậy, không thể tìm được nhiều cổ phiếu bán ra cung tại đáy ở trong khoảng 20 đến 35 nếu như không có mức giá thấp hơn 10% ở dưới khoảng trên. Quy tắc 10% không áp dụng đồng đều cho mọi cổ phiếu. Ví dụ, cổ phiếu có giá 3 đến 4 khác với loại cổ phiếu giá từ 20 đến 35.

Mặt khác, cần chú ý đến mức độ giảm giá. Nếu giá từ 20 đến 24 giảm xuống 12 thì không những các nhà đầu tư đã mua vào với giá 20 sẵn sàng bán ra với mức giá đó, mà các nhà đầu tư đã mua với giá 12 cũng sẵn sàng bán ra với giá 20. Nhưng nhà đầu tư nếu mua cổ phiếu tại giá 18 thì không sẵn sàng bán ra với giá 20.

Tiêu chuẩn thứ ba đánh giá cường độ của kháng cự tại một đáy trước đây là khoảng thời gian dài hay ngắn tính từ lúc xuất hiện đáy này trở đi và bản chất của diễn biến thị trường sau đó. Ví dụ đáy của xu thế cấp hai

hình thành trong giai đoạn đầu của thị trường con bò tốt sẽ có mức độ kháng cự thấp nếu sau đó giá giảm trong một thời gian dài một năm để sau đó dần dần tăng lên sau bốn năm. Việc bán ra cổ phiếu sau một hai năm sẽ có nhiều khả năng hơn là việc bán ra cổ phiếu sau bốn năm.

Nếu vùng kháng cự đã bị tấn công một lần và sau đó giá lại giảm thì cường độ kháng cự sau này sẽ yếu đi. Vì một số cổ phiếu tồn đọng trước đã bán ra, do đó đợt tấn công thứ hai sẽ có ít cổ phiếu trong tay có thể tung ra để kháng cự lại xu thế tăng giá.

Như vậy, chúng ta đã ra ba tiêu chuẩn về cường độ kháng cự: **khối lượng, khoảng cách** và **thời gian**. Tuy vậy, sự **suy đoán** của bản thân người đầu tư là nhân tố đặc biệt quan trọng.

#### **d. Đánh giá mức giá cụ thể**

Trong thực tế mua bán chứng khoán, việc xác định chính xác vùng hỗ trợ và kháng cự không phải dễ dàng. Vấn đề là xét loại đồ thị có ích nhất trong việc xác định mức hỗ trợ hoặc kháng cự. Đối với các diễn biến cấp ba thì đồ thị theo ngày là nguồn thông tin duy nhất, và đồ thị theo ngày kéo dài trong một năm sẽ có ích cho việc xác định mức hỗ trợ và kháng cự của xu thế cấp hai. Tuy vậy, đồ thị theo ngày không cho một bức tranh toàn cảnh về triển vọng dài hạn để xác định mức hỗ trợ và kháng cự của xu thế cấp một và hai. Đồ thị theo tuần, gồm mức giá và khối lượng giao dịch, kéo dài trong cả một thời kỳ của thị trường con bò tốt và thị trường con gấu là hữu ích đối với việc xác định mức hỗ trợ và kháng cự.

Nếu nói về xu thế chung, thì chúng là một cách biểu diễn lý tưởng của tất cả diễn biến thực tế cụ thể. Nếu nó là xu thế đi lên thì nó bao gồm các

đợt lên xuống mà mỗi đợt mức lên lại cao hơn mức đi xuống trước đó. Ví dụ tăng đến 10, giảm xuống 6, tăng lên 15, giảm xuống 10, tăng lên 20. Vì vậy, việc xác định mức hỗ trợ và kháng cự phải qua kinh nghiệm phân tích các đồ thị cụ thể.

### **e. Sự diễn biến của một xu thế**

Giả sử cổ phiếu đang ở xu thế thị trường con bò tốt, tăng từ 12 lên 24, và tại đó khối lượng bán ra khá lớn. Kết quả là xuất hiện phản ứng: có sự điều chỉnh xu thế cấp hai từ 24 xuống 18, hoặc một dãy các dao động nhỏ hình thành nên trạng thái điều chỉnh, từ 24 xuống 21. Tiếp theo sự điều chỉnh là một giai đoạn tăng giá xuất hiện, đạt tới 30 trước khi vấp phải khối lượng cung cổ phiếu tập trung. Vậy xuất hiện một đợt phản ứng mới, hoặc là điều chỉnh cấp ba hoặc cấp hai. Nếu vậy thì sau đó mức hỗ trợ ở đâu? Tất nhiên là tại 24, là mức của đỉnh lần đầu. Như vậy, trước đó đỉnh này làm chức năng kháng cự, và nay làm chức năng hỗ trợ.

Giả sử có xu thế cấp một giảm giá. Ví dụ đỉnh của xu thế cấp một giảm từ 70 xuống 50. Tại 50 xuất hiện không khí bán tạm thời cổ phiếu. Tại 50 có khối lượng lớn cổ phiếu được giao dịch, tiếp đó giá tăng đến 60. Tại 60 nhu cầu mua cổ phiếu chấm dứt, giá giảm và khối lượng giao dịch tăng tại 42. Một làn sóng mua xuất hiện, và sự hồi phục đợt hai xuất hiện, giá đạt mức 50. Mức giá. làm chức năng hỗ trợ ở giai đoạn một của xu thế cấp một giảm giá bây giờ chuyển sang làm vai trò kháng cự ở giai đoạn hồi phục thứ hai.

## **ĐƯỜNG XU THẾ**

### **a. Đường xu thế**

Trước đây đã đề cập nhiều đến xu thế. Để xem xét kỹ xu thế, vì vậy, cần tìm cách vẽ đường xu thế một cách có hiệu quả nhất. Có một nhận xét chung là hầu hết các xu thế cấp hai và cấp ba hầu như đi theo đường thẳng. Các đường thẳng trên đường xu thế giảm cấp một thường là đường nối các đáy của các xu thế cấp ba. Ngược lại, trên đường tăng xu thế cấp một đường thẳng nối các đỉnh của xu thế cấp ba là đường xu thế cấp một. Như vậy, đường thẳng đi lên nêu trên của xu thế cấp một nối với đường thẳng đi xuống của xu thế cấp một là đường cơ bản của xu thế. Có thể vẽ thêm đường kép xu thế cấp một bằng cách nối các đáy khác hoặc các đỉnh khác của xu thế cấp một. Giả sử xu thế cấp một đi lên có thể vẽ đường xu thế đi qua các đáy của xu thế. Đường thẳng đi qua các đỉnh của xu thế cấp ba lúc đó được gọi là đường thu hoạch return line. Vùng giữa đường thu hoạch và đường xu thế được gọi là vùng kênh channels.

## **b. Các đường xu thế cấp hai**

Với xu thế chung tăng giá, chúng ta có các giai đoạn cấp hai tăng, tức là đường xu thế cấp hai nằm trên xu thế cấp một tăng giá trong thị trường con bò tốt. Xu thế cấp hai giảm giá nằm trong thị trường con gấu có khác với xu thế cấp hai trong thị trường con bò tốt.

**Đường xu thế cấp hai giảm trong thị trường con gấu không có quy luật đều đặn như đối với trường hợp thị trường con bò tốt.**

Góc độ dốc của đường xu thế cấp hai thường là lớn, đặc biệt trong thời kỳ hoảng loạn đặc trưng của giai đoạn hai của thị trường này. Mặt khác, giá có xu hướng tụt xa khỏi đường xu thế là đường thẳng đi qua hai đỉnh

đầu tiên của thị trường con gấu. Giá cả có xu hướng giảm một thời gian, ngập ngừng một thời gian tại đáy, chuyển sang giai đoạn rẽ ngang, và xu thế sẽ không đảo chiều đi lên cho đến khi đi qua đường xu thế cấp một. Cũng vì vậy mà đường thu hoạch ít khi được sử dụng đến. Một đặc trưng nữa là ở giai đoạn cuối cùng của thị trường con gấu, giai đoạn xu thế cấp hai đi xuống lần cuối cùng để sau đó đảo chiều nói chung là tuân theo quy luật chung một cách rõ nét. Vì vậy, khi nhận biết xu thế cấp hai đi xuống theo một quy luật rõ nét thì đó là sự báo hiệu kết thúc của thị trường con gấu.

Sau khi thị trường con gấu đã đi được một quãng thời gian và trải qua giai đoạn bán tháo, thị trường đi vào giai đoạn ít hoạt động ít giao dịch nhưng có xu hướng giảm giá một cách có trật tự hơn. Nếu đường xu thế cấp hai này đã giảm giá nhưng không quá mức và tiếp xúc nhiều lần với các đợt tăng giá của xu thế cấp ba thì giá sẽ không có khả năng giảm đột ngột nữa. Tiếp đó việc giá đi lên xuyên qua đường xu thế cấp một sẽ là tín hiệu đảo chiều để chuyển sang thị trường con bò tốt.

## **Hệ thống thông tin của thị trường chứng khoán Mỹ và Trung Quốc**

### **Bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam**

Tiến sĩ Đặng Minh Ất nêu những nét chính trong quá trình phát triển hệ thống thông tin của thị trường chứng khoán Mỹ và Trung Quốc. Qua đó, tác giả rút ra bài học kinh nghiệm trong việc xây dựng hệ thống thông tin, nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Thị trường chứng khoán TTCK Việt Nam khai trương hoạt động vào tháng 7-2000. Đây là lĩnh vực hoàn toàn mới mẻ và liên tục xuất hiện hết bất cập này đến khó khăn khác. Kinh doanh chứng khoán, về thực chất là

quá trình xử lý thông tin và ra quyết định. Vì vậy, việc xây dựng một hệ thống thông tin HTTT đầy đủ, tin cậy, dễ sử dụng và kịp thời là điều kiện tiên quyết để TTCK hoạt động hiệu quả. Thực tiễn hơn hai năm hoạt động của TTCK Việt Nam đã bộc lộ rất nhiều yếu kém của HTTT. Các nhà đầu tư không tin tưởng vào các thông tin trên thị trường vì có quá nhiều thông tin kém tin cậy, không trung thực, thiếu chính xác hoặc không cập nhật.

Việc nghiên cứu các HTTT cho TTCK ở các nước như Mỹ, Trung Quốc sẽ giúp chúng ta có được những kinh nghiệm và bài học quý giá, kịp thời đưa ra những giải pháp cơ bản nhằm hoàn thiện, cải tiến HTTT của TTCK Việt Nam.

### **1. Hệ thống thông tin của thị trường chứng khoán Mỹ**

TTCK Mỹ có lịch sử phát triển đã hơn 200 năm với 14 sở giao dịch, thậm chí cả thị trường phi tập trung OTC, khối lượng giao dịch thuộc loại lớn nhất thế giới. Tính ổn định về mặt kỹ thuật của nó đủ cho thấy HTTT được tổ chức tốt đến mức nào. HTTT của TTCK Mỹ vận hành trôi chảy là do nó được tổ chức tốt, được đầu tư hợp lý về cơ sở hạ tầng. Ủy ban Chứng khoán Mỹ là cơ quan quản lý, giám sát về lĩnh vực chứng khoán, đã thiết lập được khung pháp luật thực sự mạnh và có hiệu lực để quản lý TTCK nói chung và HTTT chứng khoán nói riêng. Mọi hoạt động của các chủ thể tham gia trên TTCK như sở giao dịch chứng khoán, các công ty niêm yết, công ty chứng khoán... đều phải tuân theo những quy định của Ủy ban trong quy chế công bố thông tin cũng như các hoạt động giao dịch. Các công ty niêm yết có những ràng buộc rất chặt chẽ. Ngoài việc chấp hành các nguyên tắc về công bố thông tin chung của các TTCK, họ còn có sự kiểm soát khác từ phía người đầu tư. Chẳng hạn, các công ty muốn phát hành cổ phiếu ra công chúng với số lượng cổ đông lớn, họ phải lập và nộp bản thông cáo phát hành. Các nhà đầu tư có quyền khởi kiện công ty, nếu công ty công bố bất cứ điều gì sai sự thật trong bản thông cáo phát hành.

Các công ty chứng khoán khi đưa ra thông tin của mình cho các nhà đầu tư bằng các hình thức tư vấn cũng phải rất thận trọng. Bởi, một mặt họ phải tuân theo những quy định rất rõ ràng trong việc công bố thông tin thông qua Đạo luật Tư vấn đầu tư; mặt khác, nếu vi phạm, họ lập tức sẽ bị tẩy chay và sẽ có người thay thế họ ngay trên thị trường. Vì vậy, các thông tin của các TTCK là rất đáng tin cậy. Hơn nữa, tại TTCK Mỹ có thêm loại hình công ty bảo vệ người đầu tư. Do đó, các hành vi công bố thông tin sai trái, thông tin không trung thực làm ảnh hưởng đến người đầu tư thì khó có thể tồn tại. Đặc biệt, TTCK Mỹ luôn chú trọng cơ sở vật chất - kỹ thuật cho HTTT để quản lý và giao dịch hiệu quả, bảo đảm



lợi ích về thông tin cho người đầu tư. Cụ thể là, các sở giao dịch được khuyến khích áp dụng các thành tựu của công nghệ thông tin trong giao dịch. Lúc đầu các giao dịch tại sở được thực hiện bằng thủ công, nhưng cùng với sự phát triển của các ngành công nghệ, việc giao dịch đã chuyển dần sang hình thức bán tự động và tự động. Tại các sở giao dịch chứng khoán của Mỹ, chẳng hạn TTCK New York, A-mé-ch... đều có riêng bộ phận giao dịch và kỹ thuật, có chức năng tạo ra môi trường giao dịch công bằng, công khai và hiệu quả cho các thành viên. Bộ phận này có nhiệm vụ bảo đảm mọi thông tin, số liệu về giao dịch các chứng khoán được phổ biến kịp thời, chính xác tới các thành viên, người giao dịch và thị trường. Vấn đề mạng truyền thông cũng được phát huy tối đa tại TTCK Mỹ.

Thông tin tại các sở giao dịch luôn thông suốt, có thể xóa đi tối đa sự chênh lệch về giá và sự lệch pha về thông tin, do nó được bảo đảm bởi hệ thống mạng CORES với cấu hình mạnh và phần mềm ổn định, có thể kết nối được với các TTCK lớn khác trên toàn thế giới.

HTTT chứng khoán được phát triển cũng bởi mạng lưới các hãng cung cấp thông tin chuyên nghiệp, các công ty chuyên làm dịch vụ tư vấn với hơn 80.000 khung màn hình vi tính khác nhau thể hiện bản tin chứng khoán của hơn 80.000 công ty, cung cấp các số liệu, phân tích chứng khoán đến từng địa phương ở Mỹ. Những công ty này chỉ phục vụ cho khách hàng hội viên của công ty, cho nên, để được tham gia, người đầu tư phải trở thành hội viên thực sự và phải cần một chi phí cũng rất lớn. Trên thực tế, các nhà đầu tư muốn đầu tư tại Mỹ thường tập trung vào một số chương trình quan trọng qua những kênh lớn là CNN, AOL, REUTERS, FINANCIAL TIMES...

Thị trường phi tập trung ở Mỹ hoạt động cũng rất có hiệu quả, nằm dưới sự kiểm soát của Ủy ban Chứng khoán quốc gia. Hệ thống giao dịch tại thị trường này cũng được tự động hóa hoàn toàn. Hầu hết các giao dịch tại đây đều được tiến hành thông qua mạng lưới điện thoại và vi tính với doanh số lớn gấp nhiều lần so với các sở giao dịch. Thị trường OTC sử dụng hệ thống báo giá tự động của NASD National Association of Securities Dealer - Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán là một hệ thống được điện toán hóa hoàn toàn, cung cấp giá cả chứng khoán cho các thành viên để tiến hành thương lượng, đàm phán trước khi ký hợp đồng tiêu thụ chứng khoán. Hệ thống này nối mạng với các máy con của các hội viên thuê bao hệ thống NASD.

## **2. Hệ thống thông tin của thị trường chứng khoán Trung Quốc**

Thị trường chứng khoán Trung Quốc ra đời rất muộn 1981, và cho đến đầu những năm 90 thế kỷ 20, phát triển không mấy hiệu quả.

Do phát triển thị trường từ tự phát lên có tổ chức, từ không tập trung đến tập trung, nên TTCK Trung Quốc hoạt động lỏng lẻo. Trong thời gian đầu, HTTT của TTCK Trung Quốc hết sức lộn xộn, các thông tin giữa hai sở giao dịch chứng khoán Thâm Quyển và Thượng Hải không thống nhất bởi chúng tuân theo các quy định của địa phương, mạng truyền thông chưa được chú trọng và áp dụng các giao dịch thủ công, mặc dù lúc đó ngành điện toán đã có những ứng dụng rất hiệu quả vào giao dịch chứng khoán của một số TTCK trên thế giới. Cũng chính vì chưa có cơ quan nhà nước quản lý thống nhất về chứng khoán nên các quy chế, quy định về thông tin không được coi trọng, do đó chất lượng thông tin trên thị trường rất kém, các công bố thông tin của các công ty niêm yết, công ty chứng khoán có độ tin cậy rất thấp. Kết quả là, TTCK Trung Quốc phát triển một cách chậm chạp, không đáp ứng được nhu cầu cổ phần hóa, không đẩy mạnh việc thu hút vốn từ TTCK và gây lãng phí thời gian.

Chỉ từ năm 1992 đến nay, khi Ủy ban Chứng khoán nhà nước được thành lập, TTCK Trung Quốc mới dần đi vào trật tự. Ủy ban Chứng khoán nhà nước giữ vai trò quản lý và giám sát các hoạt động thuộc lĩnh vực chứng khoán. Các công ty niêm yết, công ty chứng khoán, các sở giao dịch chứng khoán hoạt động theo chuẩn thống nhất, đặc biệt là các quy chế về công bố thông tin trên thị trường.

Trung Quốc nhận thức rằng, trong điều kiện tin học phát triển như hiện nay, các TTCK cần được hiện đại hóa. Các Sở giao dịch Thâm Quyển và Thượng Hải đã áp dụng giao dịch tự động, đưa khối lượng giao dịch tăng lên nhanh chóng. Thông qua hệ thống giao dịch tự động, mỗi giờ có thể tiến hành 100.000 cuộc giao dịch, đáp ứng lượng giao dịch ngày càng tăng của đất nước có hơn 1,3 tỷ dân này.

Các sở giao dịch chứng khoán Trung Quốc đã nối mạng với nhau và với các công ty chứng khoán trong nước. Toàn bộ các giao dịch đã được thực hiện thông qua mạng vi tính, xóa đi sự không thống nhất về thông tin.

Gần đây, Trung Quốc đang tiến hành khảo sát lại hiện trạng và học hỏi kinh nghiệm về phát triển HTTT chứng khoán của thế giới.

### **3. Bài học kinh nghiệm đối với thị trường chứng khoán Việt Nam**

Từ việc tìm hiểu, nghiên cứu HTTT của TTCK Mỹ và Trung Quốc có thể rút ra một số bài học cho Việt Nam như sau:

**Một là,** HTTT tại các sở giao dịch cần được hiện đại hóa ngay từ đầu, nhất là đối với các xử lý giao dịch trên sàn. Ngay từ khi mới bắt đầu đi vào giao dịch, TTCK Trung Quốc đã quá giản tiện trong trang thiết bị hệ thống xử lý giao dịch nhận lệnh, truyền lệnh, xử lý lệnh... nên các giao dịch rất chậm, người đầu tư thấy lãng phí thời gian nên không mặn mà ; hơn nữa, tình trạng thủ công còn nặng nề trong khi sự tiến bộ không

ngừng của công nghệ thông tin trên thế giới nên vô hình trung rơi vào sự tụt hậu và lãng phí. TTCK Mỹ có bộ phận kỹ thuật và thông tin tại các sở chuyên đánh giá những công nghệ mới để đưa ra ứng dụng trên thị trường. Đối với Việt Nam, trong điều kiện TTCK phát triển muộn, tuy chúng ta có được lợi thế so sánh như chi phí cho hệ thống tự động hóa ngày càng có xu hướng giảm xuống, nhưng phải luôn chú ý đến vấn đề trang thiết bị phục vụ việc giao dịch tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Các thiết bị không nên quá giản tiện, vì như thế sẽ rất khó hiện đại hóa, khi quy mô TTCK phát triển. Song, không chỉ vì hiện đại hóa thuần túy mà xây dựng hệ thống trang thiết bị quá cầu kỳ. Chúng ta cần chú ý đến trạng thái mở để khi khối lượng giao dịch tăng lên có thể nâng cấp, mở rộng công suất xử lý của hệ thống. Cách làm như vậy sẽ cho phép tiết kiệm được các chi phí ban đầu, đồng thời vẫn bảo đảm tính liên tục của hệ thống khi TTCK phát triển.

**Hai là, nên có một chiến lược phát triển HTTT từ phía Ủy ban Chứng khoán nhà nước.** Bài học thực tế từ TTCK Mỹ cho thấy, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Mỹ đã có chiến lược bao quát, theo sát thị trường với sự phát triển của công nghệ thông tin cùng các đạo luật chặt chẽ về quản lý thị trường, quy chế thông tin cho các thành viên thị trường. Vì vậy, HTTT có sự thông suốt đồng bộ thông tin giữa các sở giao dịch và với toàn bộ thị trường, chất lượng thông tin đầu ra có độ tin cậy cao. TTCK Trung Quốc lúc đầu được giao phó cho các sở giao dịch tự tổ chức HTTT của mình theo những quy chế của địa phương khác nhau nên chất lượng thông tin kém, hiệu quả hoạt động của thị trường thấp.

**Ba là, cần chú ý đến vấn đề mạng truyền thông giữa các bộ phận thị trường.** Thông tin trên TTCK cần phải thông suốt và có sự thống nhất. Ở TTCK Mỹ, do được quan tâm đến vấn đề truyền tin đúng mức nên giữa các sở giao dịch cũng như các bộ phận thị trường thông tin đều đáp ứng được các nguyên tắc về độ tin cậy, kịp thời, chính xác, nhanh chóng và hiệu quả. Còn ở TTCK Trung Quốc, vấn đề mạng truyền thông lúc đầu chưa được chú trọng gây nên tình trạng lộn xộn thông tin, sai lệch thông tin, nay đã kịp thời điều chỉnh.

**Bốn là, khuyến khích hoạt động của các hãng cung cấp thông tin chuyên nghiệp, nhất là khi TTCK phát triển, có thị trường phi tập trung.** Ở TTCK Mỹ, đội ngũ các hãng thông tin chuyên nghiệp khá hùng hậu, nó cung cấp thông tin rất nhiều và phong phú cho các nhà đầu tư trên toàn thế giới. Tại TTCK Trung Quốc, do đội ngũ thông tin chuyên nghiệp mỏng nên việc cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư trong nước còn kém, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm đến TTCK Trung Quốc, nhất là khi cần quan sát TTCK Trung Quốc thông qua những kênh chuyên nghiệp

cũng trở nên rất khó khăn. Vì thế điều đó trực tiếp hạn chế rất nhiều đến việc thu hút vốn của Trung Quốc. Do vậy, khi TTCK Việt Nam phát triển, nhất là khi chúng ta chuẩn bị để tiếp nhận nguồn vốn lớn của các nhà đầu tư nước ngoài thì càng phải khuyến khích các hãng cung cấp thông tin chuyên nghiệp có những đầu tư về thông tin chứng khoán.

## **Giới thiệu về Phát hành Quyền Chọn Mua Cổ phần cho Nhân viên trong các Cty Cổ phần của Việt Nam**

### **1. Giới thiệu về quyền chọn mua cổ phần**

#### **1.1 Quyền chọn mua cổ phần**

Một quyền chọn mua cổ phần là một hợp đồng trong đó người giữ quyền chọn mua có quyền, nhưng không có nghĩa vụ, mua cổ phần với một mức giá cụ thể "Giá Thực Hiện" vào hoặc trước một ngày nào đó được xác định "Ngày Hết Hạn Hiệu Lực". Ngày Hết Hạn Hiệu Lực là ngày mà quyền chọn mua không còn hiệu lực và không tồn tại.

Người mua quyền chọn mua cổ phần gọi là "Người Giữ Quyền Chọn Mua" hoặc "Người Mua" và người bán quyền chọn mua cổ phần gọi là "Người Bán" hoặc "Người Phát Hành". Người Phát Hành quyền chọn mua có thể chính là các công ty phát hành quyền chọn mua cổ phần cho nhân viên, hoặc là các tổ chức tài chính thực hiện việc bán quyền chọn mua cổ phần theo yêu cầu của công ty để được hưởng một khoản phí. Người Phát Hành có nghĩa vụ bán cổ phiếu cho Người Giữ Quyền Chọn Mua tại mức Giá Thực Hiện nếu Người Giữ Quyền Chọn Mua quyết định thực hiện quyền chọn mua cổ phần.

Khi giá thị trường của cổ phần cao hơn Giá Thực Hiện, Người Giữ Quyền Chọn Mua cổ phần có thể mua cổ phần từ Người Phát Hành với

mức Giá Thực Hiện và sau đó bán lại theo giá thị trường. Người Giữ Quyền Chọn Mua cổ phần sẽ có được khoản lợi nhuận bằng mức chênh lệch giữa giá thị trường và Giá Thực Hiện. Ví dụ, nếu giá thị trường của cổ phiếu là \$120 và mức Giá Thực Hiện quyền chọn mua là \$100, Người Giữ Quyền Chọn Mua cổ phần có thể thực hiện quyền chọn mua bằng cách mua cổ phần với mức giá \$100, sau đó ngay lập tức bán lại cổ phần với giá \$120 và kiếm được \$20 lợi nhuận.

## **1.2 Ví dụ về quyền chọn mua cổ phần trong một công ty đã niêm yết**

Công ty XYZ phát hành 10.000 cổ phần và quyết định cho nhân viên quyền chọn mua 500 cổ phiếu trong số đó để khuyến khích họ.

Cổ phiếu của công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán và có giá thị trường là \$60 mỗi cổ phiếu. Công ty quyết định phát hành quyền chọn mua cổ phần cho nhân viên mua 500 cổ phần với mức Giá Thực Hiện là \$70 và quyền chọn mua cổ phần này hết hiệu lực trong thời hạn một năm. Những nhân viên nắm giữ quyền chọn mua cổ phần có quyền mua cổ phần với mức giá \$70 mỗi cổ phần tại bất kỳ thời điểm nào trong vòng một năm kể từ ngày phát hành. Do đó, công ty có nghĩa vụ bán cổ phần với giá \$70 mỗi cổ phần và nghĩa vụ này có hiệu lực trong vòng một năm.

Nếu giá cổ phiếu tăng lên \$90 hoặc một mức giá cao hơn Giá Thực Hiện trong thời gian một năm sau khi được cấp quyền chọn mua cổ phần, các nhân viên có thể quyết định mua cổ phần với mức giá \$70 mỗi cổ phần và sau đó bán lại với giá \$90 hoặc theo mức giá khác trên thị trường để kiếm lợi nhuận \$20 mỗi cổ phần. Khi nhân viên thực hiện quyền chọn mua cổ

phần, công ty phải hoặc phát hành cổ phiếu mới bán cho nhân viên với giá \$70 mỗi cổ phiếu, hoặc bán cổ phiếu ngân quỹ cho nhân viên này với giá \$70.

Tuy nhiên, nếu trong suốt một năm sau đó, giá cổ phiếu không hề tăng cao hơn mức Giá Thực Hiện, người nắm giữ quyền chọn mua cổ phần sẽ không có cơ hội hưởng lợi nhuận từ việc thực hiện quyền chọn mua của mình.

### **1.3 Ví dụ về quyền chọn mua cổ phần trong một công ty chưa niêm yết**

Quyền chọn mua cổ phần trong một công ty cổ phần chưa niêm yết cũng tương tự như đối với một công ty đã niêm yết. Sự khác biệt duy nhất là ở chỗ giá thị trường của cổ phần của công ty không được xác định theo mức giá trên thị trường chứng khoán mà theo mức giá thỏa thuận giữa người mua và người bán, đôi khi qua trung gian trên thị trường phi tập trung.

## **2. Các hình thức khuyến khích nhân viên**

### **2.1 Chương trình quyền chọn mua cổ phần cho nhân viên ESOP**

ESOP Employee Stock Option Program là chương trình theo đó công ty cấp cho "những nhân viên đủ tiêu chuẩn" quyền chọn mua cổ phần của công ty theo một mức giá được định trước vào hoặc trước một ngày nhất định. ESOP cho phép nhân viên cùng hưởng giá trị gia tăng mà công ty tạo ra và do đó giúp công ty đạt được những mục tiêu sau đây:

- + Thu hút các nhân viên có năng lực;

- + Giữ chân nhân viên;
- + Thúc đẩy động cơ làm việc của nhân viên;
- + Gắn lợi ích của nhân viên với lợi ích của công ty nhờ đó tối đa hoá giá trị của cổ phần;
- + Thưởng nhân viên - nếu giá cổ phần của công ty tăng lên, đây có thể là một cách trả tiền cho nhân viên không quá tốn kém.

"Những nhân viên đủ tiêu chuẩn" hoặc "Việc hội đủ tiêu chuẩn" được định nghĩa trong phần 5.1.

ESOP khác với các chương trình cổ phiếu thưởng hoặc chương trình cho nhân viên mua cổ phiếu.

## **2.2 Chương trình cổ phiếu thưởng**

Trong chương trình cổ phiếu thưởng, nhân viên được trả một tỷ lệ tiền lương và/hoặc tiền thưởng bằng cổ phiếu. Số lượng cổ phiếu được trả đôi khi cố định, đôi khi phụ thuộc vào hiệu quả làm việc của người nhân viên hoặc hiệu quả kinh doanh của công ty. Lợi ích của chương trình cổ phiếu thưởng là:

- + Cổ phiếu thưởng gắn lợi ích của nhân viên với lợi ích của cổ đông vì nhân viên cũng trở thành cổ đông;
- + Công ty có thể giảm bớt các chi phí bằng tiền mặt nhờ việc phát hành cổ phiếu để trả cho nhân viên thay vì trả bằng tiền mặt;

+ Đây cũng có thể là một cách để giảm thuế thu nhập cá nhân nếu cơ quan thuế xác định giá trị của cổ phiếu thấp hơn giá thị trường. Trường hợp này đôi khi xảy ra với các công ty chưa niêm yết.

### **2.3 Chương trình cho nhân viên mua cổ phần của công ty**

Một số công ty có những chương trình theo đó nhân viên có thể mua cổ phần của công ty với mức giá ngang bằng hoặc thấp hơn giá thị trường. Nếu các nhân viên chỉ có thể mua một số lượng cổ phần có giới hạn trong một thời hạn nhất định, chương trình cho nhân viên mua cổ phần cũng có tác dụng giống như chương trình quyền chọn mua cổ phần với giá thực hiện thấp hơn mức giá hiện tại trên thị trường.

Tuy nhiên, trong một số trường hợp, các công ty cho nhân viên mua một số lượng cổ phần không hạn chế trong khoảng thời gian không giới hạn. Trong những trường hợp này, giá cổ phiếu của công ty ít có khả năng tăng vượt mức giá mà nhân viên có thể mua. Lý do là vì trong điều kiện họ luôn luôn có cơ hội được mua cổ phiếu với giá ưu đãi và sau đó bán ra thị trường để hưởng mức chênh lệch thì họ sẽ không có động lực nâng cao hiệu quả công việc của mình để làm tăng giá trị của công ty. Vì vậy, chúng tôi đề nghị không áp dụng chương trình này.

### **2.4 Phương thức cùng chia sẻ lợi nhuận**

Theo phương thức cùng chia sẻ lợi nhuận này, tiền thưởng của một số hoặc tất cả các nhân viên trong công ty được gắn với khả năng sinh lợi của một bộ phận cụ thể trong công ty và/hoặc của toàn công ty. Theo đó, mỗi nhân viên sẽ được nhận một tỷ lệ phần trăm nhất định trong lợi



nhuận. Chương trình chia sẻ lợi nhuận thường thích hợp trong việc khuyến khích các công nhân làm việc tại nhà máy.

## **2.5 Tại sao chọn hình thức khuyến khích trên cơ sở quyền chọn mua?**

Lý do chủ yếu khiến cho các công ty nên chọn hình thức khuyến khích nhân viên bằng cách áp dụng quyền chọn mua cổ phần thay vì các chương trình khuyến khích khác là người nhận quyền chọn mua chỉ được hưởng lợi nếu giá trị cổ phần được tạo ra. Nói cách khác, nhân viên chỉ có thể được hưởng lợi từ quyền chọn mua cổ phần nếu công ty thành công.

## **3. Việc áp dụng ESOP trên thế giới**

### **3.1 Sự phổ biến của ESOP trên thế giới**

Trong số 26 quốc gia mà công ty tư vấn về trả lương nhân viên Towers Perrins tiến hành khảo sát vào năm 2000 thì các chương trình quyền chọn mua cổ phần được sử dụng phổ biến ở 19 quốc gia.

### **3.2 Sự phổ biến của ESOP trong các công ty ở Mỹ**

Kết quả khảo sát 250 công ty lớn nhất ở Mỹ của Công ty Frederic W. Cook & Company cho thấy tỷ lệ các công ty áp dụng quyền chọn mua cổ phần cho các nhân viên cấp điều hành là 93% trong năm 1993, và tăng lên 98% vào năm 1997. Điều này cho thấy quyền chọn mua cổ phần dành cho các nhân viên quản lý cấp cao rất phổ biến ở Mỹ.

Trong quyển sách "Stock Options for Undiversified Executives" [Quyền chọn mua cổ phần giới hạn trong các nhân viên cấp điều hành] của tác

giả Brian J. Hall thuộc Trường Kinh Doanh Harvard cũng cho thấy: vào năm 1999, 94% trong số 500 công ty hàng đầu theo bình chọn của Standard & Poor gọi tắt là S&P 500 có áp dụng quyền chọn mua cổ phần cho những nhân viên điều hành cấp cao, trong khi tỷ lệ này chỉ là 82% trong năm 1992. Hơn nữa, tỷ lệ của quyền chọn mua cổ phần trong tổng số tiền trả cho nhân viên cũng tăng lên: giá trị của quyền chọn mua cổ phần chiếm 47% trong tổng thu nhập của 500 vị Tổng Giám đốc của các công ty nói trên vào năm 1999, tăng hơn nhiều so với mức chỉ có 21% trong năm 1992.

Một cuộc khảo sát khác tiến hành ở 350 công ty lớn ở Mỹ của William M. Mercer cho thấy tỷ lệ các công ty áp dụng quyền chọn mua cổ phần cho nhân viên cấp thấp hơn tăng từ 19% trong năm 1993 lên 35% trong năm 1998.

### **3.3 Ảnh hưởng của quyền chọn mua cổ phần đến hiệu quả kinh doanh của công ty**

Hầu hết các nghiên cứu đều cho thấy các chương trình ESOP hoặc mang lại hiệu quả tích cực, hoặc không có ảnh hưởng rõ rệt đối với hiệu quả kinh doanh của các công ty. Tuy nhiên, cũng theo kết quả của các nghiên cứu này, chương trình ESOP tỏ ra phát huy tác dụng cao nhất nếu các nhân viên được tham gia tích cực vào các quyết định quản lý và các hoạt động nhằm phát triển nguồn nhân lực khác với mục đích khuyến khích và hỗ trợ họ đóng góp nhiều hơn cho sự thành công của công ty.

#### **3.3.1 Sự tương quan giữa ESOP và tốc độ gia tăng doanh thu**

Một nghiên cứu về tác dụng của quyền sở hữu của nhân viên đối với hoạt động kinh doanh của công ty do Michael Quarrey và Corey Rosen tiến hành vào năm 1987 cho thấy các công ty áp dụng ESOP tăng trưởng nhanh hơn các công ty tương tự nhưng không áp dụng ESOP khoảng 3,6% mỗi năm. Tuy nhiên, điều thực sự đáng nói là kết quả nghiên cứu cũng cho thấy các công ty áp dụng ESOP, và đồng thời có sự tham gia tích cực của các nhân viên vào các quyết định quản lý và các quyết định quan trọng khác, tăng trưởng với tốc độ 8% đến 11% nhanh hơn các công ty không áp dụng ESOP. Kết quả này được rút ra bằng cách đánh giá hiệu quả hoạt động của 45 công ty áp dụng ESOP, và đối chiếu từng công ty với khoảng 5 công ty không áp dụng ESOP khác.

Một cuộc khảo sát tương tự đối với 343 công ty áp dụng ESOP và 343 công ty không áp dụng ESOP bởi hai nhà nghiên cứu Douglas Kruse và Joseph Blasi của Trường Đại học Rutgers Mỹ cũng cho thấy các công ty áp dụng ESOP đạt được các chỉ tiêu về doanh thu và doanh thu bình quân trên mỗi nhân viên cao hơn 2,3% so với các công ty tương tự nhưng không áp dụng ESOP.

### **3.3.2 Sự tương quan giữa ESOP và Tỷ suất Doanh lợi trên Tài sản ROA**

Theo kết quả cuộc khảo sát 105 công ty của các nhà nghiên cứu Douglas Kruse, Joseph Blasi, Jim Sesil và Maya Krumova của Trường Đại học Rutgers vào năm 2000, các công ty áp dụng chương trình quyền chọn mua cổ phần mở rộng tạo ra Tỷ suất Doanh lợi trên Tài sản ROA cao hơn 2% đến 2,5% so với các công ty tương tự nhưng không áp dụng chương trình này trong cùng khoảng thời gian 10 năm bắt đầu từ 1985/87 đến 1995/97.

Một nghiên cứu tương tự vào năm 1999 do Hamid Mehran thuộc Trường Đại học Northwestern tiến hành theo yêu cầu của Hội Hewitt cũng đi đến kết quả là 382 công ty niêm yết áp dụng ESOP có Tỷ suất Doanh lợi trên Tài sản ROA cao hơn các công ty không áp dụng khoảng 2,7%.

### **3.3.3 Sự tương quan giữa ESOP và diễn biến giá cổ phiếu trên thị trường**

Năm 1995 với sự tài trợ của Bộ Lao động Mỹ, Michael Conte, giáo sư về Kinh Tế và Tài Chính của Trường Đại học Baltimore, và Rama Jampani, một Nghiên cứu sinh cũng tại trường Đại học này đã tiến hành khảo sát diễn biến giá cổ phiếu trong khoảng thời gian từ năm 1981 đến 1990 của 4.210 công ty Mỹ áp dụng ESOP và nhận thấy, các công ty niêm yết áp dụng ESOP có tỷ suất lợi nhuận đầu tư ROI cao hơn Chỉ số S&P 500 đến 3,22% trong cùng khoảng thời gian.

Theo Chỉ số Quyền sở hữu của Nhân viên EOI - Employee Ownership Index do Douglas Kruse và Joseph Blasi của Đại học Rutgers xây dựng năm 1992, bao gồm các công ty niêm yết có tỷ lệ cổ phần sở hữu bởi các nhân viên trong công ty lớn hơn 10%, mức tỷ suất lợi nhuận đầu tư của các công ty này là 193% trong thời gian từ năm 1992 đến 1997, so với mức 140% của chỉ số S&P 500 trong cùng thời kỳ đó.

## **4. Mục Tiêu của Chương Trình Quyền Chọn Mua Cổ Phần Cho Nhân Viên**

### **4.1 Thu hút nhân viên**

Các công ty áp dụng chương trình quyền chọn mua cổ phần sẽ dễ dàng hơn trong việc thu hút được các nhân viên có năng lực, vì quyền này mang đến cho họ cơ hội kiếm tiền nhiều hơn nếu công ty thành công trong việc tạo ra giá trị cổ phần.

Đặc biệt ở Việt Nam, các nhân viên được đào tạo tốt thường thích làm việc trong các doanh nghiệp nước ngoài vì tiền lương cao hơn, uy tín doanh nghiệp tốt hơn, và nhiều cơ hội thăng tiến nghề nghiệp hơn. Với việc sử dụng quyền chọn mua cổ phần, các công ty tư nhân trong nước có thể thu hút các nhân viên có năng lực tốt hơn và thúc đẩy động cơ làm việc của họ một cách có hiệu quả hơn.

#### **4.2 Giữ chân nhân viên**

Quyền chọn mua cổ phần khuyến khích nhân viên tiếp tục làm việc lâu hơn trong công ty theo hai cách:

+ Quyền chọn mua thường có điều khoản về thời gian bắt đầu có hiệu lực, nghĩa là quyền chọn mua thông thường không có hiệu lực thực hiện ngay, mà chỉ có thể được thực hiện hoặc "có hiệu lực" sau một khoảng thời gian. Nhân viên sẽ mất quyền chọn mua cổ phần nếu rời khỏi công ty trước khi quyền chọn mua có hiệu lực.

+ Vì nhân viên có cơ hội kiếm được một khoản thu nhập đáng kể nếu công ty thành công trong việc tạo ra giá trị gia tăng, họ có động lực tiếp tục ở lại công ty và cố gắng tạo ra giá trị cho các cổ phần.

#### **4.3 Tạo động lực thúc đẩy nhân viên**

Quyền chọn mua cổ phần tạo động lực thúc đẩy nhân viên bằng cách tạo ra mối liên kết trực tiếp giữa hiệu quả hoạt động của công ty và thu nhập của nhân viên. Điều này khuyến khích các nhân viên tìm cách làm tăng giá cổ phần và tránh mọi hoạt động có thể làm giảm giá cổ phần. Động lực làm việc của nhân viên có thể có những ảnh hưởng to lớn đối với hiệu quả hoạt động của công ty.

#### **4.4 Gắn lợi ích của nhân viên với lợi ích của cổ đông**

Phát hành quyền chọn mua cổ phần cho nhân viên giúp nhân viên có suy nghĩ giống như các cổ đông vì họ cũng được hưởng lợi từ sự gia tăng giá trị cổ phần. Do vậy điều này giúp ngăn ngừa những xung đột về quyền lợi có thể phát sinh.

#### **4.5 Bảo toàn tiền mặt**

Vệc trả tiền thù lao cho nhân viên bằng quyền chọn mua cổ phần thay vì bằng tiền mặt cho phép công ty tiết kiệm tiền mặt vì công ty không phải dùng đến tiền mặt khi phát hành quyền chọn mua cổ phần hoặc khi phát hành cổ phiếu mới để đáp ứng việc thực hiện quyền chọn mua cổ phần của nhân viên.

### **Các yếu tố cần xác định khi Xây Dựng một ESOP**

#### **5.1 Tiêu chuẩn được cấp quyền chọn mua cổ phần**

Công ty phải quyết định những nhân viên nào sẽ đủ tiêu chuẩn được cấp quyền chọn mua cổ phần. Một số công ty chỉ cấp quyền chọn mua cổ phần cho những nhân viên điều hành cấp cao trong khi một số công ty

khác cấp quyền chọn mua cổ phần cho số đông các nhân viên thông qua các chương trình quyền chọn mua cổ phần mở rộng.

### **5.1.1 Chương trình quyền chọn mua cổ phần dành cho nhân viên cấp điều hành**

Những chương trình này thường áp dụng cho đối tượng là các nhân viên quản lý cấp cao và có thể mở rộng đến các giám đốc phân xưởng, nhưng không áp dụng cho các công nhân của công ty. Mục đích của chương trình quyền chọn mua cổ phần dành cho nhân viên cấp điều hành là để khuyến khích họ phát huy hiệu quả làm việc cao nhất và để giữ chân nhân tài trong công ty. Đây là hình thức thích hợp nhất của chương trình quyền chọn mua cổ phần đối với hầu hết các công ty Việt Nam, ví dụ các công ty sản xuất.

### **5.1.2 Chương trình quyền chọn mua cổ phần mở rộng**

Mục đích của các chương trình quyền chọn mua cổ phần mở rộng là khích lệ cách suy nghĩ và hành vi làm chủ trong toàn công ty. Hình thức này thường thích hợp nhất đối với các công ty chuyên cung cấp dịch vụ và những công ty mà phần lớn nhân viên đều làm công việc chuyên môn.

## **5.2 Định kỳ phát hành quyền chọn mua cổ phần**

Công ty phải xác định định kỳ phát hành quyền chọn mua cổ phần. Thông thường thì quyền chọn mua cổ phần được phát hành mỗi năm một lần.

## **5.3 Số lượng quyền chọn mua cổ phần được cấp**

Công ty phải xác định cơ sở để tính số lượng quyền chọn mua cổ phần cấp cho mỗi loại nhân viên khác nhau. Đôi khi, việc tính toán dựa vào một số lượng cổ phiếu cố định cho tất cả các nhân viên có cùng vị trí công việc. Đôi khi, số lượng quyền chọn mua được tính toán dựa vào hiệu quả công việc của nhân viên hoặc hiệu quả hoạt động của công ty.

Diễn hình ở các nước phát triển, hàng năm các công ty phát hành một số lượng quyền chọn mua cổ phần tương đương với 2% đến 6% tổng số cổ phần đã phát hành. Những công ty tăng trưởng nhanh có xu hướng phát hành nhiều hơn, trong khi những công ty tăng trưởng chậm hoặc ít tăng trưởng có xu hướng phát hành ít hơn.

Mặc dù phát hành quyền chọn mua cổ phần có thể gây ra sự sụt giảm tỷ suất lợi nhuận cổ phần của các cổ đông hiện tại, các công ty cần luôn lưu ý đến hai đặc điểm quan trọng sau:

+ Quyền chọn mua cổ phần là hình thức trả thù lao không dùng tiền mặt cho nhân viên một cách hữu hiệu, giúp công ty giảm lượng tiền mặt sử dụng so với trường hợp trả thù lao bằng tiền mặt;

+ Những nhân viên được khích lệ tốt nhờ tác dụng của chương trình quyền chọn mua cổ phần, có thể tạo ra giá trị tăng thêm hàng năm cho công ty lớn hơn khoản thu nhập trên mỗi cổ phần sụt giảm do việc phát hành thêm cổ phần bán cho số nhân viên này gây ra. Ví dụ, nếu công ty phát hành 6% cổ phần cho nhân viên trong một năm nào đó, nhưng vì các nhân viên được khích lệ tốt, họ có động cơ làm việc tích cực hơn, từ đó làm giá trị của công ty tăng lên 20% trong năm. Trong trường hợp này, tất cả các cổ đông của công ty đều có lợi.



## **5.4 Thời gian bắt đầu có hiệu lực của quyền chọn mua**

Thời gian bắt đầu có hiệu lực của quyền chọn mua là khoảng thời gian tối thiểu sau ngày được cấp quyền chọn mua cho đến khi quyền chọn mua có hiệu lực thực hiện. Đôi khi hiệu lực của quyền chọn mua sẽ trải qua vài giai đoạn - ví dụ, một nửa số quyền chọn mua có thể có hiệu lực tức thời và một nửa có thể có hiệu lực sau một năm. Đôi khi, quyền chọn mua cổ phần có thể không có hiệu lực nếu người nhân viên không đáp ứng những yêu cầu về hiệu quả công việc nhất định. Nếu nhân viên thôi việc, hoặc bị sa thải trước khi quyền chọn mua có hiệu lực, họ không thể thực hiện quyền chọn mua cổ phần của mình.

Lợi ích chủ yếu của quy định về khoảng thời gian bắt đầu có hiệu lực là để giữ chân nhân viên ở lại công ty vì họ sẽ đánh mất cơ hội thực hiện quyền chọn mua cổ phần nếu thôi việc trước khi quyền chọn mua cổ phần có hiệu lực.

Theo số liệu của công ty Watson Wyatt Data Services, phần lớn các công ty áp dụng quyền chọn mua cổ phần với thời gian có hiệu lực toàn bộ trong vòng từ ba đến năm năm.

Một số cách thức xác định thời gian bắt đầu có hiệu lực:

### **5.4.1 Có hiệu lực một lần Cliff Vesting**

Có hiệu lực một lần là cách tính thời gian bắt đầu có hiệu lực đơn giản, theo đó tất cả các quyền chọn mua đều cùng có hiệu lực sau một khoảng thời gian nhất định, ví dụ một năm.

### **5.4.2 Có hiệu lực theo giai đoạn Phased Vesting**

Có hiệu lực theo giai đoạn là cách phân chia thời gian bắt đầu có hiệu lực của quyền chọn mua thành nhiều giai đoạn, theo đó mỗi tỷ lệ nhất định trong số quyền chọn mua được cấp sẽ có hiệu lực thực hiện vào những thời điểm khác nhau. Ví dụ, một nhân viên được cấp quyền chọn mua một số cổ phần mà thời gian có hiệu lực được chia thành bốn giai đoạn trong bốn năm, trong đó 25% tổng số cổ phần được mua trong khuôn khổ của quyền chọn mua sẽ có hiệu lực thực hiện trong mỗi năm. Người nhân viên này có thể mua 25% tổng số cổ phần trong năm thứ nhất, 25% tiếp theo trong năm thứ hai, và cứ thế tiếp tục. Nếu người giữ quyền chọn mua cổ phần không thực hiện mua cổ phần trong năm thứ nhất thì năm thứ hai sẽ được mua 50%. Sau bốn năm toàn bộ quyền chọn mua cổ phần sẽ có hiệu lực. Phương thức tính thời điểm có hiệu lực thực hiện quyền chọn mua cổ phần theo giai đoạn được sử dụng chủ yếu làm công cụ để giữ chân nhân viên bằng cách khuyến khích họ ở lại với công ty trong suốt thời gian trước khi quyền chọn mua bắt đầu có hiệu lực toàn bộ.

#### **5.4.3 Có hiệu lực tính theo hiệu quả Performance Vesting**

Một số công ty xác định tính hiệu lực của quyền chọn mua dựa trên một số các chỉ số về hiệu quả hoạt động, ví dụ như lợi nhuận trên vốn, lợi nhuận cổ đông, lợi nhuận trên cổ phần, giá trị kinh tế gia tăng EVA, tốc độ tăng doanh thu hoặc những chỉ số hiệu quả hoạt động khác thay vì dựa vào yếu tố thời gian. Người được cấp loại quyền chọn mua cổ phần này phải đạt được một số chỉ tiêu do công ty đặt ra trước khi được quyền thực hiện quyền chọn mua của mình.

### **5.5 Giá thực hiện**

Công ty phải xác định giá thực hiện trong quyền chọn mua cổ phần. Một số phương pháp định giá thực hiện quyền chọn mua cổ phần bao gồm định giá thấp, định giá cao, và định giá điều chỉnh theo chỉ số.

### **5.5.1 Định giá thấp Discounted pricing**

Giá thực hiện được xác định ở mức thấp hơn mức giá của cổ phần vào thời điểm cấp quyền chọn mua cổ phần. Phương pháp định giá này thông thường được sử dụng để cho người nhận thấy ngay giá trị của việc được cấp quyền chọn mua cổ phần.

### **5.5.1 Định giá cao Premium pricing**

Giá thực hiện được nâng lên cao hơn mức giá hiện tại của cổ phần. Trong hầu hết các công ty, giá thực hiện đều được định bằng hoặc cao hơn giá trị thị trường hiện tại của cổ phiếu của công ty nhằm đảm bảo rằng giá trị cổ đông được tạo ra trước khi các nhân viên thực hiện quyền chọn mua cổ phần của mình.

### **5.5.3 Định giá theo chỉ số Indexed pricing**

Theo phương thức định giá theo chỉ số, giá thực hiện được điều chỉnh theo sự biến động của chỉ số chứng khoán trên thị trường trong suốt thời gian quyền chọn mua cổ phần có hiệu lực. Do đó, quyền chọn mua cổ phần với mức giá điều chỉnh theo chỉ số sẽ tăng giá khi diễn biến giá cổ phiếu của công ty vượt trội so với diễn biến của chỉ số tương ứng trên thị trường, và giảm giá khi diễn biến giá cổ phiếu của công ty xấu hơn chỉ số thị trường.

Hình thức định giá này nhằm loại trừ ảnh hưởng của những thay đổi trên thị trường tới giá trị của quyền chọn mua.

## **5.6 Thời gian thực hiện quyền chọn mua cổ phần**

Công ty phải xác định thời gian thực hiện cũng như ngày quyền chọn mua cổ phần hết hiệu lực. Hầu hết các quyền chọn mua cổ phần có thời gian thực hiện từ 1-3 năm.

## **Áp dụng ESOP tại Việt Nam**

### **6.1 Vấn đề về pháp lý**

Hiện nay, chưa có một khung pháp lý nào cho việc phát hành và quản lý quyền chọn mua cổ phần tại Việt Nam. Điều này không có nghĩa phát hành quyền chọn mua cổ phần là bất hợp pháp mà đơn giản chỉ là luật pháp chưa đề cập đến vấn đề này. Khi chưa có một khung pháp lý quy định về việc phát hành quyền chọn mua cổ phần, các công ty có thể thiết lập quyền chọn mua cổ phần dưới hình thức một hợp đồng giữa công ty và từng nhân viên được cấp quyền chọn mua. Trong trường hợp này chương trình quyền chọn mua cổ phần cần được sự phê chuẩn của Hội đồng Quản trị và/hoặc của Đại hội đồng Cổ đông của công ty.

### **6.2 Các vấn đề về kế toán**

Theo Hệ thống Kế toán Việt Nam VAS hiện nay, chưa có một chuẩn mực kế toán nào về việc hạch toán và báo cáo chương trình quyền chọn mua cổ phần trên các báo cáo tài chính của công ty.

#### **6.2.1 Đề nghị của chúng tôi**

Do thiếu chuẩn mực kế toán trong quy định của VAS chúng tôi đề nghị nếu quyền chọn mua cổ phần được phát hành với mức giá thực hiện cao hơn hoặc bằng với mức giá cổ phiếu của công ty trên thị trường hoặc mệnh giá của công ty chưa niêm yết, công ty không cần thiết phải hạch toán các chi phí liên quan đến việc phát hành quyền chọn mua. Theo hệ thống kế toán này, chi phí chỉ được ghi nhận nếu và chỉ khi quyền chọn mua cổ phần được thực hiện. Mức chi phí sẽ bằng với khoản chênh lệch thấp hơn giữa giá thực hiện quyền chọn mua cổ phần so với giá thị trường của cổ phiếu nếu mua trên thị trường phi tập trung trong trường hợp công ty chưa niêm yết, hoặc mua trên thị trường chứng khoán trong trường hợp công ty đã niêm yết.

### **6.2.2 Trường hợp phát hành cổ phiếu mới để thực hiện nghĩa vụ theo chương trình quyền chọn mua cổ phần**

Chúng tôi nhận được những thông tin không chính thức từ một viên chức của Bộ Tài chính rằng việc phát hành cổ phiếu mới để thực hiện nghĩa vụ bán cổ phiếu khi quyền chọn mua cổ phần được thực hiện sẽ làm tăng vốn điều lệ của công ty một lượng bằng với lượng tiền công ty thực nhận bằng số lượng cổ phiếu mới phát hành nhân với giá thực hiện quyền chọn mua cổ phần, và không có chi phí nào được ghi nhận vào thời điểm phát hành quyền chọn mua cổ phần hoặc vào thời điểm thực hiện quyền chọn mua.

### **6.2.3 Trường hợp công ty phát hành cổ phiếu ngân quỹ để thực hiện nghĩa vụ theo chương trình quyền chọn mua cổ phần**

Theo như được trả lời không chính thức bởi một viên chức của Cục Thuế Thành Phố Hồ Chí Minh, nếu công ty chọn cách bán cổ phiếu ngân quỹ, khoản chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá thực hiện quyền chọn mua sẽ được coi như một khoản lỗ trong hoạt động tài chính. Vị viên chức của Bộ Tài Chính cũng cho rằng khoản chênh lệch sẽ được coi như một khoản chi phí, có thể là một khoản chi phí quản lý doanh nghiệp.

#### **6.2.4 Giảm tỷ lệ thu nhập trên mỗi cổ phần**

Cần phải lưu ý rằng việc áp dụng quyền chọn mua cổ phần sẽ làm gia tăng số cổ phần của công ty. Vì vậy nếu các số liệu tính trên mỗi đơn vị cổ phần được điều chỉnh theo mức độ gia tăng số cổ phiếu đã phát hành, các chỉ tiêu tính trên mỗi cổ phần như thu nhập của mỗi cổ phần sẽ giảm nhẹ khi phát hành quyền chọn mua cổ phần. Trên thực tế "chi phí" thực sự của quyền chọn mua cổ phần là sự sụt giảm thu nhập trên mỗi cổ phần, do kết quả của quyền chọn mua cổ phần tạo ra.

### **6.3 Các vấn đề về thuế**

Tương tự, ở Việt Nam hiện chưa có một hướng dẫn nào về cách tính thuế đối với ESOP. Từ các cuộc trao đổi không chính thức với các cơ quan chức năng, chúng tôi tin rằng việc phát hành quyền chọn mua cổ phần sẽ không gây ảnh hưởng gì đến thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên việc thực hiện quyền chọn mua cổ phần có thể gây ảnh hưởng đến mức thuế thu nhập doanh nghiệp tùy thuộc vào mức chi phí có thể được khấu trừ khỏi lợi nhuận chịu thuế. Một vấn đề khác là ảnh hưởng của

việc cấp và thực hiện quyền chọn mua cổ phần sẽ đến thuế thu nhập cá nhân của các nhân viên công ty.

### **6.3.1 Thuế thu nhập doanh nghiệp**

Công ty có thể được giảm thuế thu nhập doanh nghiệp tùy theo mức chi phí mà cơ quan thuế ghi nhận có liên quan đến việc thực hiện quyền chọn mua cổ phần. Một viên chức của Cục Thuế TP HCM nói rằng cho đến khi có hướng dẫn cụ thể của Bộ Tài Chính, cơ quan thuế không chấp nhận việc phát hành cổ phiếu mới nhằm thực hiện quyền chọn mua cổ phần là một khoản chi phí hợp lệ để tính giảm trừ thuế thu nhập doanh nghiệp. Mặc dù vậy, họ cho rằng khoản lỗ phát sinh từ việc bán cổ phiếu ngân quỹ sẽ được xem như là một khoản chi phí hợp lệ làm giảm thu nhập chịu thuế. Nếu đúng như vậy, các doanh nghiệp nên phát hành cổ phiếu mới, mua lại cổ phiếu đưa vào cổ phiếu ngân quỹ, và sau đó sử dụng những cổ phiếu này để thực hiện nghĩa vụ theo chương trình quyền chọn mua cổ phần.

### **6.3.2 Thuế thu nhập cá nhân**

Người giữ quyền chọn mua cổ phần sẽ phải chịu thuế thu nhập cá nhân tùy thuộc vào mức thu nhập mà cơ quan thuế ghi nhận liên quan đến việc thực hiện và/hoặc chuyển nhượng quyền chọn mua cổ phần của mình. Viên chức Cục Thuế khẳng định rằng khoản chênh lệch giữa giá thị trường và giá thực hiện quyền chọn mua cổ phần sẽ phải chịu thuế thu nhập cá nhân không thường xuyên; ngoài ra người nhân viên còn phải chịu thuế đánh trên khoản thu nhập phát sinh nếu chuyển nhượng cổ phần cho người khác. Chính sách miễn thuế thu nhập hiện nay chỉ áp dụng đối với

các tổ chức và/hoặc cá nhân kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán, không áp dụng cho các trường hợp khác. Tuy nhiên cơ quan thuế khó có khả năng kiểm soát được mức giá thị trường của cổ phiếu trừ khi cổ phiếu được mua bán trên thị trường chính thức, đặc biệt trong điều kiện các nhân viên của công ty chưa phải mở tài khoản đăng ký bắt buộc.

## **6.4 Các vấn đề khác liên quan đến việc áp dụng ESOP**

### **6.4.1 Soạn thảo một kế hoạch ESOP chính thức**

Sau khi hoàn tất việc thiết kế kế hoạch ESOP, công ty cần soạn thảo một kế hoạch ESOP chính thức bằng văn bản ghi rõ những điều khoản và đặc điểm cụ thể của ESOP để tránh những hiểu lầm có thể xảy ra. Bản kế hoạch này phải luôn có sẵn để cung cấp cho nhân viên công ty nếu có yêu cầu.

### **6.4.2 Thông báo đến người được cấp quyền chọn mua cổ phần**

Công ty phải thông báo rõ ràng đến người được cấp quyền chọn mua cổ phần về các điều khoản của quyền chọn mua cũng như các thủ tục thực hiện quyền chọn mua cổ phần. Công ty cũng phải có một chương trình để định kỳ cập nhật thông tin của các nhân viên về tình trạng nắm giữ và thực hiện quyền chọn mua cổ phần cũng như số lượng quyền chọn mua cổ phần đã phát hành, thời gian có hiệu lực, thời điểm hết hạn hiệu lực, giá thực hiện, v.v... Công việc này phải được thực hiện hàng quý, hàng sáu tháng, hay hàng năm.

### **6.4.3 Lưu giữ chứng từ**



Công ty phải áp dụng một hệ thống thích hợp để lưu giữ chứng từ về chi tiết và tình trạng của các quyền chọn mua cổ phần đã phát hành.

#### **6.4.4 Sổ đăng ký Cổ đông và Điều lệ công ty**

Khi công ty phát hành cổ phiếu mới để thực hiện nghĩa vụ bán cổ phần theo chương trình quyền chọn mua cổ phần, Sổ đăng ký Cổ đông cần phải được điều chỉnh để phản ánh các cổ đông mới. Ngoài ra, Điều lệ công ty cũng cần được sửa đổi để phản ánh sự thay đổi trong vốn điều lệ của công ty. Chúng tôi đề nghị phân công trách nhiệm rõ ràng nhằm đảm bảo ghi chép đầy đủ những thay đổi này khi phát hành cổ phiếu mới để thực hiện nghĩa vụ của công ty theo quy định trong quyền chọn mua cổ phần.

#### **6.4.5 Thủ tục đăng ký bắt buộc**

Đến nay chưa có quy định rõ ràng nào về các thủ tục đăng ký bắt buộc liên quan đến việc cấp và/hoặc thực hiện quyền chọn mua cổ phần tại Việt Nam, nếu có. Tuy nhiên những thay đổi đối với Điều lệ của công ty phải được đăng ký với Sở Kế hoạch và Đầu tư tại địa phương DPI.

#### **6.4.6 Đại diện liên lạc chính**

Công ty nên chỉ định một thành viên trong công ty, hoặc một nhà cung cấp dịch vụ ngoài công ty, làm đại diện liên lạc chính với các nhân viên mong muốn thực hiện quyền chọn mua cổ phần. Trách nhiệm của đại diện liên lạc chính là đảm bảo các thủ tục cần thiết phải được thực hiện.

**Hội thảo các quy định mới về giao dịch tại TTGDCK Tp.HCM**

Trong khuôn khổ Tuần lễ chứng khoán và chuẩn bị cho việc áp dụng một số các giải pháp thu hút đầu tư vào TTCK. Ngày 13/5/2003, TTGDCK TP. HCM đã phối hợp với CtyCK ACBS tổ chức hội thảo với chủ đề “Hội thảo các Quy định mới về giao dịch tại TTGDCK TP. HCM”. Đến dự hội thảo có Ông Trần Cao Nguyên-Vụ trưởng Vụ PTTT-UBCNNN; Ông Trần Đắc Sinh- GĐ TTGDCK TP. HCM; Ông Trịnh Kim Quang- CTHĐQT CtyCK ACBS; Ông Lý Xuân Hải- TGD CtyCK ACBS; Đại diện một số các CtyCK, CtyNY, các tổ chức đầu tư cùng đồng đảo các nhà nghiên cứu, đầu tư, báo chí..

Mở đầu cuộc hội thảo, đại diện TTGDCK TP. HCM đã chính thức thông báo việc triển khai thực hiện Quyết định 50/2003/QĐ-BTC của Bộ trưởng Bộ Tài chính, cụ thể:

- Công cụ đặt lệnh: Lệnh giới hạn LO và lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh ATO.
- Đơn vị giao dịch: Cổ phiếu: 10 cổ phiếu; Trái phiếu: 10 trái phiếu; Chứng chỉ quỹ đầu tư: 10 chứng chỉ.
- Biên độ dao động giá trong phương thức giao dịch khớp lệnh áp dụng cho cổ phiếu là 5 % và không áp dụng đối với trái phiếu.
- 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; Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh ATO chỉ có giá trị trong một đợt khớp lệnh.
- Trong thời gian nghỉ giữa các đợt, các thao tác liên quan đến lệnh của khách hàng nhập, sửa hoặc huỷ, đại diện giao dịch không thể thực hiện được.
- Sửa, huỷ lệnh: Lệnh nhập vào hệ thống giao dịch không được phép huỷ bỏ trong cùng đợt khớp lệnh. Trong đợt khớp lệnh tiếp theo, đại diện giao dịch được phép huỷ 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.
- Giá tham chiếu của cổ phiếu mới niêm yết: Đối với cổ phiếu mới niêm yết, trong ngày giao dịch đầu tiên, TTGDCK chỉ nhận lệnh giới hạn LO, không áp dụng biên độ dao 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 TTGDCK 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 dao động giá được áp dụng từ ngày giao dịch kế tiếp.

- Cùng mua, cùng bán một loại CK: Nhà đầu tư không được phép đồng thời đặt lệnh mua và bán một loại cổ phiếu trong cùng một ngày giao dịch.

- Ký quỹ: Khi đặt lệnh bán chứng khoán, khách hàng phải có đủ số lượng chứng khoán đặt bán trên tài khoản chứng khoán mở tại thành viên; Khi đặt lệnh giới hạn LO, số dư tài khoản bằng tiền của khách hàng mở tại thành viên phải đáp ứng ký quỹ tối thiểu là 70 % giá trị CK đặt mua; Khi đặt lệnh ATO mua chứng khoán, khách hàng phải đáp ứng ký quỹ tối thiểu 70 % theo mức giá trần của ngày giao dịch đặt mua.

+ Mở tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài

- Thành viên lưu ký là Cty CK thành viên, Ngân hàng thương mại được UBCKNN cấp giấy phép hoạt động lưu ký để tham gia dịch vụ lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán tại TTGDCK.

- Tổ chức, cá nhân đầu tư không là thành viên lưu ký, nếu có yêu cầu lưu ký chứng khoán, phải gửi chứng khoán và làm thủ tục xin mở tài khoản lưu ký chứng khoán theo quy định của TTGDCK.

- Tổ chức, cá nhân đầu tư nước ngoài muốn thực hiện các hoạt động mua bán chứng khoán trên TTGDCK phải nộp đơn xin cấp mã số kinh doanh chứng khoán thông qua các thành viên lưu ký theo quy định của TTGDCK.

Ngoài ra, được sự đồng ý của Chủ tịch UBCKNN, TTGDCK TP. HCM cũng sẽ áp dụng tăng lần khớp lệnh lên 2 lần/phiên kể từ ngày 20/5/2003, cụ thể như sau:

- từ 09 giờ đến 09 giờ 20: Nhận lệnh đợt 1

- 09 giờ 20: Khớp lệnh đợt 1

- Từ 09 giờ 20 đến 10 giờ: Thời gian nghỉ giữa 2 đợt

- Từ 10 giờ đến 10 giờ 30: Nhận lệnh đợt 2
- 10 giờ 30: Khớp lệnh đợt 2
- Từ 10 giờ 30 đến 11 giờ: Giao dịch thoả thuận
- 11 giờ: Đóng cửa phiên giao dịch thị trường

## B. Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh ATO

### 1. Khái niệm.

Trong phương thức khớp lệnh định kỳ thường sử dụng một vài công cụ đặt lệnh như sau:

- Lệnh giới hạn.
- Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh

Lệnh giao dịch với giá khớp lệnh là lệnh đặt mua hay lệnh đặt bán với mức giá đặt mà không cần phải xác định trước. Khi lệnh được khớp sẽ thực hiện tại mức giá mà thị trường xác định vào thời điểm khớp lệnh của ngày giao dịch đó.

### 2. Đặc điểm của lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh

+ Khi đặt lệnh tại mức giá khớp lệnh, nhà đầu tư không cần phải ghi mức giá cụ thể nhưng sử dụng chữ viết tắt ATO thay cho việc ghi giá. Khi đại diện giao dịch nhập lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh vào hệ thống giao dịch thì tại vùng giá trong chức năng nhập lệnh, nhập chữ ATO.

+ Trong thời gian nhận lệnh, thông tin thị trường được hiện thị trên màn hình nhập lệnh của đại diện giao dịch và trên bảng điện tử của các công ty chứng khoán như sau:

- Đối với màn hình một 01 giá và khối lượng tốt nhất trên thị trường Best bid & Best offer: không hiện thị lệnh ATO.
- Đối với màn hình ba 03 giá và khối lượng tốt nhất trên thị trường 3 Best bid & 3 Best offer: chỉ hiện thị thông tin đặt lệnh ATO với điều kiện trên thị trường có ít hơn 3 mức giá giới hạn tốt nhất.

+ Khối lượng đặt lệnh tối đa đối với lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh là 9,900 cổ phiếu.

+ Lệnh ATO được sắp xếp theo thứ tự ưu tiên sau lệnh giới hạn: Khi hệ thống tiến hành so khớp các lệnh, tại mức giá thực hiện, lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh có thứ tự ưu tiên thực hiện sau các lệnh giới hạn có mức giá đặt lệnh tốt hơn hoặc bằng với giá khớp lệnh Last priority.

+ Trường hợp có nhiều lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh ATO đặt mua hoặc đặt bán, các lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh sẽ cạnh tranh thực hiện lệnh với nhau theo thứ tự thời gian đặt lệnh.

+ Khi hệ thống tính toán khối lượng và giá khớp lệnh dự kiến, lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh ATO cùng được so khớp.

Nói cách khác, lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh chỉ có giá trị trong một đợt khớp lệnh và không có giá trị trong đợt khớp lệnh tiếp theo

### 3. Kỹ thuật khớp lệnh

+ Trình tự xác định giá và khối lượng giao dịch của thị trường trong trường hợp có lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh ATO như sau:

- Công tích lũy khối lượng đặt mua của lệnh giới hạn từ mức giá cao đến mức giá thấp:

- Công tích lũy khối lượng chào bán của lệnh giới hạn từ mức giá thấp đến mức giá cao:

- Tại các mức khối lượng tích lũy, cộng thêm khối lượng đặt của lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh của bên mua hoặc bên bán:

- So với khối lượng đặt lệnh của hai bên để xác định khối lượng thực hiện lớn nhất có thể có:

- So sánh mức giá tại mức giá khối lượng thực hiện lớn nhất với giá đóng cửa để xác định mức giá giao dịch.

+ Thứ tự ưu tiên thực hiện lệnh:

Tại mức khối lượng so khớp lớn nhất, giá giao dịch sẽ được xác định. Các lệnh được khớp sẽ được phân bổ như sau

- Các lệnh giới hạn đặt mua với giá cao hơn giá khớp lệnh và các lệnh giới hạn đặt bán với giá thấp hơn với giá khớp lệnh được ưu tiên phân bổ trước.
- Đối với các lệnh giới hạn đặt mua và lệnh giới hạn đặt bán với giá bằng giá khớp lệnh sẽ được phân bổ trước, sau đó mới phân bổ cho các lệnh giao dịch với giá khớp lệnh.

Ví dụ: Số lệnh của cổ phiếu BBB như sau:

Giá đóng cửa của: 20.5

Mua	Giá	Bán
1.100 H	20.9	200 B
500 A	20.8	
3000 C	20.6	500I
	20.5	1.000 E
600 D	20.4	700 F
500 G	20.3	
	ATO	500 J

Bước 1. Khi hệ thống tính toán giá khớp lệnh, hệ thống sẽ tính cả khối lượng giao dịch tại mức giá khớp lệnh cộng với khối lượng giao dịch của các lệnh giới hạn. Trong trường hợp này, hệ thống lấy số lượng chào bán của lệnh J cộng với khối lượng chào bán tích lũy của các mức giá có trên sổ lệnh. Giá khớp lệnh được xác định là 20.5 và khối lượng khớp lệnh là 1.900.

Giá	Khối lượng cổ phiếu chào mua	Khối lượng cổ phiếu chào bán	Khối lượng cổ phiếu được khớp
20.9	1.100	$2.400 + 500 = 2.900$	1.000
20.8	1.600	$2.200 + 500 = 2.700$	1.600
20.6	1.900	$2.200 + 500 = 2.700$	1.900
20.5	1.900	$1.700 + 500 = 2.200$	1.900
20.4	2.500	$700 + 500 = 1.200$	1.200
20.3	3.000	$0 + 500 = 500$	500

Bước 2: Sau khi xác định được giá khớp lệnh là 20.5 hệ thống sẽ tiến hành khớp lệnh ưu tiên cho những lệnh bán có giá tốt hơn hoặc bằng giá mở cửa, sau đó mới đưa lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh vào khớp. Thứ tự các giao dịch được thực hiện sẽ là:

Thứ tự	Bên mua	Bên bán	Giá	Khối lượng
1	H	F	20.5	700
2	H	E	20.5	400
3	A	E	20.5	500
4	C	E	20.5	100
5	C	J	20.5	200

Lệnh ATO của khách hàng J được khớp 200, còn lại 300 sẽ bị huỷ.

Số lệnh sau khi khớp sẽ là:

Giá khớp lệnh: 20.5

Mua	Giá	Bán
	20.9	200 B
	20.8	
	20.6	500 I
	20.5	
600 D	20.4	
500 G	20.3	

Sau phần trình bày của CtyCK ACBS về một số các ứng dụng cụ thể nhằm hỗ trợ các nhà đầu tư trên cơ sở những quy định mới trên đây, đặc biệt là đối với loại hình công cụ giao dịch mới ATO. Hội thảo được tiếp tục với phần trao đổi và thảo luận từ phía các nhà đầu tư, đặc biệt xoay quanh một số vấn đề về tác dụng của loại hình công cụ mới ATO; ký quỹ giao dịch; các vấn đề có tính pháp lý quy định về trách nhiệm cũng như các biện pháp chế tài đối với các vi phạm về thanh toán...

Phát biểu bế mạc hội thảo, Ông Trần Đắc Sinh- Giám đốc TTGDCK TP. HCM đã thay mặt UBCKNN, TTGDCK TP. HCM, các CtyCK cảm ơn sự tham dự nhiệt thành của các tổ chức, cá nhân, đặc biệt ghi nhận những ý kiến quý báu đóng góp từ phía các tổ chức, cá nhân. Ông Sinh cũng đề nghị các CtyCK, trong vai trò trung gian trên thị trường sẽ hỗ trợ tích cực và mạnh mẽ hơn nữa nhằm tạo điều kiện thu hút các nhà đầu tư tham gia

vào thị trường. Trong vai trò là cơ quan quản lý và điều hành thị trường, TTGDCK TP. HCM cần có thêm thời gian và sẽ tiếp tục đẩy mạnh nghiên cứu xem xét các giải pháp nhằm phát triển thị trường.

### **Một số điều cần biết về lưu ký chứng khoán**

*Lưu ký chứng khoán là một trong những điều kiện để thực hiện giao dịch trên thị trường chứng khoán. Trước khi thực hiện giao dịch chứng khoán, nhà đầu tư phải ký hợp đồng mở tài khoản tại các thành viên lưu ký. Để giúp cho các nhà đầu tư muốn tham gia thị trường chứng khoán hiểu rõ hơn về vấn đề này, Ban biên tập Bản tin thị trường chứng khoán xin giới thiệu bài viết dưới đây của tác giả Hữu Thiện:*

Lưu ký là việc gửi chứng chỉ chứng khoán tờ cổ phiếu, trái phiếu, hoặc các loại giấy tờ hợp pháp chứng minh quyền sở hữu chứng khoán vào hệ thống lưu ký chứng khoán. Hệ thống lưu ký chứng khoán bao gồm Trung tâm lưu ký và các thành viên lưu ký. Chứng chỉ chứng khoán của nhà đầu tư sẽ được cất giữ an toàn tại Trung tâm lưu ký. Chứng khoán đã được lưu ký sẽ được ghi nhận vào tài khoản lưu ký chứng khoán đứng tên nhà đầu tư. Khi chứng khoán được giao dịch, tài khoản của nhà đầu tư sẽ được ghi tăng hoặc giảm mà không cần phải trao tay tờ chứng chỉ chứng khoán.

Lưu ký chứng khoán là bắt buộc trước khi muốn chứng khoán được giao dịch qua sàn giao dịch của Trung tâm giao dịch chứng khoán. Trung tâm giao dịch chứng khoán hiện nay đóng vai trò là Trung tâm lưu ký. Việc lưu ký chứng khoán chỉ được thực hiện tại các thành viên lưu ký của Trung tâm giao dịch chứng khoán. Các thành viên lưu ký bao gồm các công ty chứng khoán và các ngân hàng thương mại đã được Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước cấp phép hoạt động lưu ký và đã đăng ký làm thành viên lưu ký của Trung tâm giao dịch chứng khoán. Hiện nay Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh có 14 thành viên lưu ký, trong đó 11 thành viên lưu ký là các công ty chứng khoán và 3 thành viên lưu ký là các ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam.

Trước đây nhà đầu tư trong nước chỉ được lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký trong nước - là các công ty chứng khoán hoặc các ngân hàng thương mại trong nước, nhà đầu tư nước ngoài chỉ được lưu ký tại thành viên lưu ký nước ngoài - là các công ty chứng khoán liên doanh với nước ngoài hoặc các ngân hàng thương mại liên doanh với nước ngoài hoặc các



chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam. Tuy nhiên, quy định này đã được thay đổi, theo Quyết định số 51/2003/QĐ-BTC ngày 15/04/2003 của Bộ Tài Chính về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Quy chế lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán, nhà đầu tư trong và ngoài có thể mở tài khoản lưu ký chứng khoán ở bất kỳ thành viên lưu ký nào. Việc lưu ký chứng khoán sẽ được bắt đầu bằng các thủ tục mở tài khoản lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký. Các chứng khoán sau khi được lưu ký tại thành viên lưu ký sẽ được thành viên lưu ký tái lưu ký tại Trung tâm giao dịch chứng khoán. Sau khi thành viên hoàn tất việc tái lưu ký tại Trung tâm giao dịch chứng khoán thì chứng khoán đó mới được phép giao dịch. Chứng khoán lưu ký của nhà đầu tư được cất giữ tại kho của Trung tâm giao dịch chứng khoán dưới dạng quản lý tổng hợp. Chứng khoán của nhà đầu tư lưu ký tại Trung tâm giao dịch chứng khoán được quản lý riêng biệt với chứng khoán của chính thành viên lưu ký.

Theo quy định hiện hành, mỗi nhà đầu tư chỉ được mở một tài khoản lưu ký tại một thành viên lưu ký. Do vậy nhà đầu tư cần tìm hiểu trước để lựa chọn một thành viên lưu ký thích hợp cho mình. Trong trường hợp muốn đổi sang một thành viên lưu ký khác, nhà đầu tư sẽ mở tài khoản lưu ký mới tại thành viên lưu ký mới, đồng thời phải làm các thủ tục đóng tài khoản lưu ký tại thành viên lưu ký cũ và yêu cầu thành viên lưu ký này chuyển số dư chứng khoán sang tài khoản lưu ký tại thành viên lưu ký mới.

Khi mở tài khoản lưu ký, nhà đầu tư nên cung cấp địa chỉ liên lạc rõ ràng, chính xác và đầy đủ cho thành viên lưu ký. Điều này rất quan trọng vì nhà đầu tư có thể gặp phải những bất tiện và thậm chí thiệt hại sau này. Chẳng hạn, khi địa chỉ trên các loại giấy tờ tùy thân như chứng minh nhân dân được sử dụng để làm các thủ tục mở tài khoản lưu ký, trong khi địa chỉ cư trú hiện tại khác với địa chỉ trên chứng minh nhân dân. Các thư từ liên lạc của tổ chức phát hành, Trung tâm giao dịch chứng khoán và thành viên lưu ký trong thời gian thực hiện quyền sẽ không đến đúng nơi nhà đầu tư ở. Việc này có thể đưa đến vô số bất tiện trong quá trình xử lý quyền từ thành viên lưu ký, Trung tâm giao dịch chứng khoán cho đến tổ chức phát hành như chậm trễ, chỉnh sửa hồ sơ thực hiện quyền, hoặc thậm chí đôi khi nhà đầu tư bị từ chối phân bổ quyền.

Người đứng tên lưu ký chứng khoán phải chính là chủ sở hữu chứng khoán, kể cả cổ phiếu vô danh. Số xê-ri của tờ chứng chỉ chứng khoán

cũng phải đúng là số xê-ri của chủ sở hữu đã đăng ký quyền sở hữu tại tổ chức phát hành. Đối với cổ phiếu ghi danh, nếu chủ sở hữu là người được chuyển nhượng hợp pháp trước khi có hoạt động của Trung tâm giao dịch chứng khoán, thì mặt sau của tờ chứng chỉ phải có chữ ký của người chuyển nhượng liền kề trước đó và chữ ký của người có thẩm quyền và con dấu của tổ chức phát hành xác nhận việc chuyển nhượng đó. Nếu các yếu tố này không đúng như vậy, chứng khoán sẽ bị từ chối lưu ký

Các tờ chứng chỉ chứng khoán bị hỏng, bị nhòe không thể nhận diện được các thông tin cơ bản trên đó sẽ bị từ chối lưu ký. Trong trường hợp này cần liên hệ với tổ chức phát hành để xin được đổi lại tờ chứng chỉ chứng khoán mới.

Các chứng chỉ chứng khoán thuộc diện bị thông báo mất cắp hoặc giả mạo sẽ bị tạm giữ để giao cho tổ chức phát hành hoặc cơ quan có thẩm quyền để xử lý.

Cổ phiếu của cổ đông sáng lập vẫn còn trong thời gian nắm giữ theo quy định của pháp luật, của cổ đông mua chịu chưa thanh toán hết tiền mua cổ phiếu vẫn được lưu ký nhưng không được phép giao dịch. Các cổ phiếu này chỉ được phép giao dịch khi các điều kiện hạn chế đã được bãi bỏ và phải có xác nhận từ tổ chức phát hành. Ví dụ như cổ phiếu mua chịu đã thanh toán hết, muốn được giao dịch phải có văn bản xác nhận của tổ chức phát hành.

Các chủ sở hữu cổ phiếu theo hình thức ghi sổ muốn lưu ký vẫn tiến hành các thủ tục lưu ký bình thường tại thành viên lưu ký. Dĩ nhiên trong trường hợp này không có việc chuyển giao chứng chỉ vật chất. Thành viên lưu ký sẽ gửi tên chủ sở hữu đến tổ chức phát hành. Sau khi kiểm tra, tổ chức phát hành sẽ gửi tên chủ sở hữu đến Trung tâm giao dịch chứng khoán để thực hiện việc lưu ký. Lưu ký theo hình thức ghi sổ là xu hướng chủ yếu hiện nay vì những ưu điểm hơn hẳn lưu ký chứng chỉ vật chất, là không phải qua kiểm đếm, kiểm tra tính thật giả, và tốn kém cho công tác bảo quản.

Trung tâm giao dịch chứng khoán là người được ủy quyền thay mặt người đồng sở hữu chứng khoán lưu ký nhận các quyền được hưởng từ tổ chức phát hành như cổ tức, lãi trái phiếu, cổ phiếu thưởng.

**Để Chứng khoán đến gần với công chúng**

## Rất cần tuyên truyền và phổ cập thường xuyên hơn

Theo Trung tâm Nghiên cứu và Bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán và TTCK, kể từ khi TTCK tập trung bắt đầu chính thức đi vào hoạt động đến nay, Trung tâm đã tổ chức được 124 khoá đào tạo về chứng khoán và TTCK. Đã cấp trên 6090 chứng chỉ các loại cho học viên nếu tính từ năm 1998 - đến nay, đã cấp gần 9.000 chứng chỉ các loại, tổ chức lớp miễn phí cho gần 4000 học viên.

Trong đó riêng chứng chỉ “Kiến thức cơ bản về chứng khoán và TTCK”, Trung tâm đã cấp cho 2061 học viên, 17671 chứng chỉ về Luật chứng khoán, 1642 chứng chỉ về phân tích và đầu tư chứng khoán, 180 chứng chỉ về đào tạo nghiệp vụ và hơn hai mươi lớp miễn phí cho công chúng với 3815 người tham gia.

Hiện tại, TTNC&BDNVCK đang thực hiện 6 chương trình đào tạo về chứng khoán và TTCK: Chương trình cơ bản về chứng khoán và TTCK, chương trình phân tích đầu tư chứng khoán, chương trình Luật áp dụng trong ngành chứng khoán, chương trình bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán, chương trình thực hành giao dịch chứng khoán, chương trình phổ cập miễn phí cho công chúng.

Trung tâm còn chú trọng đến việc học hỏi kinh nghiệm nghiên cứu và đào tạo về chứng khoán và TTCK từ các nước có quan hệ hợp tác với UBCKNN thông qua các lớp như kiểm toán - kế toán, quản trị tài chính doanh nghiệp, chuẩn mực kiểm toán - kế toán, tiếng Anh chuyên ngành v,v,

Bên cạnh đó, Trung tâm còn chú trọng đến việc học hỏi kinh nghiệm nghiên cứu và đào tạo về chứng khoán và TTCK từ các nước có quan hệ hợp tác với UBCKNN. Trên thực tế, UBCKNN đã nhận được rất nhiều sự giúp đỡ của các tổ chức chính phủ và phi chính phủ trong việc nghiên cứu, đào tạo nguồn nhân lực cho TTCK.

Tuy nhiên, theo đánh giá của Trung tâm, công tác này vẫn còn nhiều tồn tại. Đó không chỉ là việc các tài liệu giảng dạy được biên soạn còn nhiều bất cập về nội dung, chưa mang tính chuyên sâu về nghiệp vụ, chưa đề cập đến kỹ thuật nghiệp vụ cho cán bộ của các CtyCK, mà ngay cả tiêu chuẩn đạo đức cho những người hành nghề chứng khoán mặc dù các chương trình này đã được chỉnh lý một số lần nhưng vẫn không theo kịp sự biến đổi của thực tiễn và khung pháp lý cho thị trường. Bên cạnh đó, đội ngũ giảng viên hiện nay chủ yếu là các giảng viên kiêm chức, vừa làm công tác chuyên môn vừa tham gia công tác giảng dạy nên gặp rất nhiều khó khăn cho việc bố trí thời gian giảng dạy, ảnh hưởng không nhỏ tới công tác tổ chức lớp cũng như chất lượng học tập. Các ấn phẩm phục vụ cho công tác tuyên truyền phổ cập kiến thức tờ rơi, bản tin, tài liệu phổ cập còn thiếu. Đồng thời, đối tượng đào tạo rất đa dạng với nhiều trình độ rất khác nhau nên gặp rất nhiều khó khăn trong việc truyền đạt cũng như lĩnh hội kiến thức của các đối tượng học viên.

Trong thời gian tới, Trung tâm sẽ tiếp tục đào tạo, nâng cao trình độ chuyên môn, đạo đức nghề nghiệp cho đội ngũ cán bộ quản lý, điều hành hoạt động thị trường, đội ngũ những người trực tiếp tham gia hoạt động trên thị trường, các cán bộ làm công tác tuyên truyền, giảng dạy theo hướng chuyên môn hoá. Do đó, cần tăng cường hợp tác đào tạo với nước ngoài dưới nhiều hình thức khác nhau như: đồng thời cử cán bộ đi đào tạo

ngắn hạn và dài hạn; mời các chuyên gia nước ngoài sang giảng dạy; tranh thủ sự hỗ trợ của các nước về nghiệp vụ và kỹ thuật. Bên cạnh đó, phải nghiên cứu các kinh nghiệm của các nước về hệ thống đào tạo, mô hình tổ chức, mối quan hệ giữa các bộ phận trong hệ thống đào tạo nguồn nhân lực để có thể áp dụng vào Việt Nam.

Trước mắt, cần phải chú ý bồi dưỡng, kiểm tra sát hạch đối với những người hành nghề chứng khoán, đổi mới, hoàn thiện nội dung các loại giáo trình chương trình đào tạo, bồi dưỡng hiện có và xây dựng thêm các loại giáo trình, chương trình mới phù hợp với các hình thức đào tạo và phải phù hợp với mọi đối tượng tham gia. Ngoài ra, trong các chương trình đào tạo, cũng phải quan tâm đến các nhà đầu tư nước ngoài khi tham gia TTCK Việt Nam, đặc biệt đối với vấn đề luật pháp áp dụng trong ngành này... Mặt khác, để đảm bảo chất lượng học tập, cũng như việc nâng cao giá trị của các loại chứng chỉ chuyên môn về chứng khoán và TTCK do UBCKNN cấp, thì cần phải có các quy định cụ thể cho các đối tượng theo học và xét cấp chứng chỉ... đáp ứng được yêu cầu đào tạo ngày một cao hơn phù hợp với tiến trình phát triển của thị trường. Cần có cơ chế phối hợp, hỗ trợ chặt chẽ về đào tạo chứng khoán giữa UBCKNN và các Trường Đại học, các cơ quan, đơn vị, các ngành, các cấp chính quyền... để công tác này ngày càng đạt hiệu quả cao hơn.

### **Thế nào là bản cáo bạch?**

Bản cáo bạch chính là một lời mời hay chào bán để công chúng đầu tư đăng ký hoặc mua chứng khoán của công ty phát hành. Bản cáo bạch bao gồm mọi thông tin liên quan đến đợt phát hành. Do đó, thông tin đưa ra trong Bản cáo bạch sẽ gắn với các điều khoản thực hiện lời mời hay chào bán. Điều quan trọng đối với nhà đầu tư là phải đọc và hiểu rõ các điều

khoản này trong Bản cáo bạch để có thể tự đánh giá những rủi ro và lợi ích khi đầu tư vào công ty.

Thông thường, một công ty muốn phát hành chứng khoán phải lập Bản cáo bạch để UBCKNN xem xét, gọi là Bản cáo bạch sơ bộ. Bản cáo bạch sơ bộ khi đã được Ủy ban chứng khoán chấp thuận sẽ được coi là Bản cáo bạch chính thức. Còn khi thực hiện chào bán chứng khoán, ngoài Bản cáo bạch chính thức, công ty phát hành thường cung cấp Bản cáo bạch tóm tắt. Nội dung của Bản cáo bạch tóm tắt là tóm gọn lại những nội dung chính của Bản cáo bạch chính thức và nội dung, hình thức của Bản cáo bạch tóm tắt này vẫn phải đảm bảo tuân thủ theo các quy định của UBCKNN.

Do vậy, với tư cách là nhà đầu tư chuyên nghiệp, bạn nên đọc Bản cáo bạch chính thức bởi vì nó cung cấp cho bạn một cách đầy đủ nhất các thông tin về công ty phát hành. Còn nếu bạn là nhà đầu tư không chuyên, ít nhất bạn cũng nên tìm đọc Bản cáo bạch tóm tắt bởi tuy chỉ đưa ra nội dung tóm tắt nhưng nó cũng có đầy đủ các thông tin cơ bản về công ty phát hành, đủ để bạn ra quyết định có đầu tư hay không.

### **Tại sao cần phải đọc bản cáo bạch**

Bản cáo bạch là một tài liệu rất quan trọng. Đối với bạn, với tư cách là một nhà đầu tư, Bản cáo bạch là phương tiện giúp bạn đánh giá mức độ sinh lời và triển vọng của công ty trước khi bạn quyết định có đầu tư vào công ty hay không. Một quyết định thiếu thông tin có thể làm bạn phải trả giá đắt.

Bởi vậy, bạn nên đọc Bản cáo bạch một cách kỹ lưỡng và tìm hiểu rõ những may rủi thực sự của công ty trước khi ra quyết định đầu tư. Bạn nên đánh giá cẩn thận những yếu tố cơ bản của công ty đăng ký niêm yết

thông qua nghiên cứu các thông tin trong Bản cáo bạch. Mặc dù những Đợt chào bán lần đầu ra công chúng dường như là cơ hội đầu tư tốt vì chúng thường mang lại lợi nhuận ban đầu cao, tức là tiền chênh lệch, do cổ phiếu tăng giá; nhưng rủi ro vẫn tồn tại và không có gì bảo đảm là bạn sẽ thu được tiền chênh lệch hoặc tiền chênh lệch sẽ được như mức mà bạn trông đợi.

### **Bản cáo bạch bao gồm những thông tin gì?**

Mặc dù tiêu chuẩn công bố và giải trình của các Bản cáo bạch khác nhau, nhưng mục lục của các Bản cáo bạch thường là giống nhau, và thông thường bao gồm 8 mục chính sau đây:

- Trang bìa
- Tóm tắt Bản cáo bạch
- Các nhân tố rủi ro
- Các khái niệm
- Chứng khoán phát hành
- Các đối tác liên quan tới đợt phát hành
- Tình hình và đặc điểm của tổ chức phát hành
- Phụ lục

Nếu bạn muốn biết rõ hơn những quy định cụ thể về Bản cáo bạch, bạn có thể tìm hiểu các văn bản sau đây hoặc liên hệ trực tiếp với UBCKNN:

- Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11- 07-1998 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán.
- Thông tư số 01/1998/TT- UBCK ngày 13 -10 - 1998 của UBCKNN hướng dẫn về phát hành cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng.

- Mẫu Bản cáo bạch kèm theo Công văn số 109/1999/UBCK2 ngày 12-08-1999 của UBCKNN hướng dẫn việc đăng ký niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán.

## **Sử dụng bản cáo bạch như thế nào?**

### **Những thông tin gì đáng chú ý?**

Bạn nên bắt đầu phân tích một công ty phát hành bằng Bản cáo bạch của công ty. Trong quá trình thực hiện, bạn nên tự đặt ra cho mình một số câu hỏi quan trọng. Ví dụ, bạn có thể muốn biết việc kinh doanh của công ty có tiến triển hay không. Doanh số bán hàng tăng có nghĩa là lợi nhuận cũng tăng và dẫn tới giá cổ phiếu tăng. Nhưng các con số chưa phải là nói lên tất cả. Do vậy, bạn nên nghiên cứu Bản cáo bạch một cách kỹ lưỡng để tìm ra những dấu hiệu tăng trưởng của công ty.

Bạn cũng nên tìm hiểu về Ban giám đốc của công ty phát hành, các sản phẩm công ty kinh doanh, khách hàng của công ty, đặt ra câu hỏi liệu các sản phẩm này có tiếp tục bán được nữa không. Các thông tin chính về các vấn đề này nằm trong các phần khác nhau của Bản cáo bạch.

### **Xem những phần nào?**

Bạn nên tìm các chỉ dẫn và thông tin cần thiết khác về công ty phát hành trong những phần sau của bản cáo bạch:

- + Trang bìa mặt trước và mặt sau.
- + Thời gian chào bán
- + Các khái niệm: giải nghĩa những từ, nhóm từ viết tắt hoặc khó hiểu.
- + Tình hình và đặc điểm của tổ chức phát hành; gồm các thông tin về cơ cấu tổ chức và hoạt động kinh doanh của công ty.
- + Bảng mục lục.



- + Tóm tắt Bản cáo bạch.
- + Tóm tắt về vốn cổ phần, thống kê số liệu phát hành / chào bán, số nợ và phương án sử dụng tiền thu được từ đợt phát hành.
- + Chứng khoán phát hành: gồm các thông tin chi tiết về chứng khoán phát hành như giá và số lượng chứng khoán dự kiến phát hành, phương thức và thời gian phân phối chứng khoán, điều khoản chuyển và tỷ lệ nắm giữ của bên nước ngoài...
- + Thông tin về ngành kinh doanh.
- + Thông tin tài chính.
- + Thông tin về cổ đông, Hội đồng quản trị và Ban giám đốc.
- + Các đối tác liên quan tới đợt phát hành: gồm các tổ chức như tổ chức bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành, đại diện người sở hữu trái phiếu...
- + Các nhân tố rủi ro liên quan đến ngành kinh doanh và triển vọng của công ty.
- + Phụ lục: gồm các báo cáo kế toán, Điều lệ công ty...
- + Thủ tục nộp hồ sơ và chấp thuận.

Mặc dù các công ty được phép linh hoạt trong việc xây dựng và thể hiện thông tin và không cần phải tuân theo thứ tự đã đề ra, nhưng một Bản cáo bạch đầy đủ thường bao gồm các thông tin quan trọng cần được công bố sau đây:

- + Thông tin chính của trang bìa.
- + Tóm tắt Bản cáo bạch.
- + Thông tin về ngành kinh doanh.
- + Thông tin tài chính.
- + Thông tin về cổ đông, Hội đồng quản trị và Ban giám đốc.
- + Các nhân tố rủi ro.

## **Tóm tắt bản cáo bạch - Điều này có thực không?**

Phần này giúp bạn tìm hiểu khái quát những thông tin chính, như ngành kinh doanh và nhu cầu tăng vốn của công ty. Nó được sử dụng như thông tin tóm tắt về công ty.

Các thông tin quan trọng bao gồm:

- + Giới thiệu chung về công ty phát hành các hoạt động kinh doanh, người hỗ trợ phát hành, các cổ đông lớn và Ban giám đốc của công ty.
- + Tóm tắt về thông tin tài chính của công ty phát hành, kể cả triển vọng của công ty.
- + Tóm tắt về các yếu tố rủi ro liên quan hoặc ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh và tài chính của công ty phát hành.
- + Tóm tắt về vốn cổ phần, thống kê phát hành hoặc chào bán, số nợ, số tiền thu được từ đợt phát hành và mục đích sử dụng số tiền này.

Bạn nên đối chiếu với các phần tương ứng khác trong Bản cáo bạch để có được thông tin chi tiết hơn về các vấn đề đã nêu ra trong phần tóm tắt.

## **Thông tin về ngành kinh doanh-Công ty đang có những hoạt động kinh doanh gì?**

Nhân tố quan trọng quyết định thành công của việc đầu tư vào công ty phát hành là thông qua việc tìm hiểu công ty thực hiện những hoạt động kinh doanh nào và các đối thủ cạnh tranh của công ty là ai. Bạn cũng có thể nêu ra câu hỏi liệu công ty phát hành có đăng ký bằng sáng chế cho sản phẩm của mình không, vì điều này sẽ giúp công ty có lợi thế hơn các đối thủ cạnh tranh của mình. Công ty phát hành có sử dụng công nghệ cao không? Công ty có khả năng điều tiết giá cả không? Hay đây cũng chỉ là một công ty nữa trong một lĩnh vực kinh doanh vốn đã rất tràn ngập?

Những vấn đề này cùng những vấn đề liên quan khác sẽ được giải đáp trong phần Thông tin về ngành kinh doanh. Tuy nhiên bạn hãy chuẩn bị tinh thần phải đọc rất nhiều đấy. Những người chuẩn bị Bản cáo bạch có thể đặt ra giả thiết người đọc là những người lần đầu tiên tìm hiểu về công ty và do đó họ đưa ra các yếu tố về lịch sử, cơ cấu và các hoạt động của công ty nhằm tạo nên một bức tranh toàn cảnh về công ty. Thông tin đưa ra thường bao gồm:

- Tình hình các ngành kinh doanh chính mà công ty phát hành tham gia;
- Triển vọng của các ngành liên quan có ảnh hưởng tới hoạt động ngành kinh doanh chính của công ty phát hành;
- Loại sản phẩm / dịch vụ kinh doanh chính của công ty;
- Khách hàng và nhà cung cấp của công ty phát hành;
- Công nghệ, phương thức sản xuất và kênh phân phối sử dụng;
- Các nhân tố thương mại như hệ thống bán lẻ, đại lý, hệ thống phân phối, nhãn hiệu sản phẩm, giấy phép kinh doanh, bằng sáng chế và khả năng nghiên cứu và phát triển.

Đối với các công ty đăng ký niêm yết được hưởng chính sách ưu đãi thì phần thông tin về ngành kinh doanh này trong Bản cáo bạch cũng cần phải công bố chi tiết các vấn đề về công nghệ của những công ty này.

## **CHỨNG KHOÁN HOÁ - CÔNG CỤ HUY ĐỘNG VỐN HIỆU QUẢ phần 1**

### **I. TỔNG QUAN VỀ CHỨNG KHOÁN HÓA:**

## **I.1. Định nghĩa:**

Phát hành chứng khoán dựa trên nguồn đảm bảo là khả năng sinh lời của tài sản đã có từ thời trung cổ khi chính quyền Thành phố Genoa Bắc Ý tập hợp một số người giàu có trong vùng để tài trợ cho đội chiến hạm chuyên đi khai thác các vùng đất mới. Chứng khoán hóa hiện đại xuất hiện cách đây đã 30 năm nhưng cho đến nay vẫn chưa có định nghĩa chính thức cho cụm từ này.

Theo định nghĩa của các nước thuộc khối OECD đưa ra năm 1995, chứng khoán hóa là việc phát hành các chứng khoán có tính khả mại được đảm bảo không phải bằng khả năng thanh toán của chủ thể phát hành, mà bằng các nguồn thu dự kiến có được từ các tài sản đặc biệt. Chủ thể phát hành không còn là nhân tố quyết định chất lượng của chứng khoán phát hành, mà khả năng sinh lời của các tài sản dùng làm tài sản đảm bảo sẽ quyết định thu nhập và độ an toàn của chứng khoán phát hành. Kết quả của quá trình chứng khoán hóa là các tài sản có tính thanh khoản kém thành chứng khoán – một loại hàng hóa được giao dịch trên thị trường vốn.

## **I.2. Quy trình chứng khoán hóa tổng quát:**

*I.2.1. Quá trình chứng khoán hóa được thực hiện theo nguyên tắc trung gian thanh toán Pay- Through Structure như sau:*

*Quy trình chứng khoán hóa tổng quát*

*I.2.2. Các thuật ngữ:*

*Chủ tài sản ban đầu-Originator:* Là bên “bán” tài sản cho Pháp nhân đặc biệt chuyển tất cả các quyền liên quan đến tài sản. Chủ tài sản ban đầu thường tiếp tục làm dịch vụ quản lý tài sản cho Pháp nhân đặc biệt để hưởng phí quản lý.

*Pháp nhân đặc biệt-Special Purpose Entity / Vehicle:* Được thiết lập để thực hiện chức năng chuyển hóa các tài sản có tính thanh khoản kém thành các chứng khoán có thể mua bán, chuyển nhượng tự do trên thị trường. Nhờ nghiệp vụ tách riêng các tài sản và tái cấu trúc các luồng tiền, Pháp nhân đặc biệt có thể phát hành nhiều loại chứng khoán chuyển hóa khác nhau để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người đầu tư về thời gian đáo hạn, tỷ suất sinh lời và mức độ rủi ro. Trong quá trình tạo tính thanh khoản cho các tài sản, Pháp nhân đặc biệt có thể nhận được sự hỗ trợ từ bên ngoài thông qua cơ chế tăng cường tín nhiệm và hỗ trợ tăng tính thanh khoản.

Pháp nhân đặc biệt có thể được thành lập dưới dạng một quỹ ủy thác hoặc công ty cổ phần, trong đó bên quản lý quỹ hoặc Hội đồng quản trị của công ty cổ phần là đại diện chịu trách nhiệm bảo vệ quyền lợi cho người đầu tư. Pháp nhân đặc biệt dùng nguồn thu từ phát hành chứng khoán để “mua” lại tài sản từ chủ tài sản ban đầu. Tài sản sau khi được mua lại có thể vẫn do chủ tài sản điều phối theo Hợp đồng quản lý tài sản giữa pháp nhân đặc biệt và chủ tài sản ban đầu, toàn bộ thu nhập có được từ tài sản sẽ được chuyển cho Pháp nhân đặc biệt để cân đối chi trả lợi tức cho người đầu tư.

*Tài sản chuyển hóa:* Tất cả những tài sản có thể tách ra quản lý riêng và có khả năng sinh lời có thể dự đoán được và không phụ thuộc vào các tài

sản khác, đều có thể được “bán” chuyển hóa trong quá trình chứng khoán hóa, bao gồm:

Tài sản cầm cố bao gồm tài sản thuộc quyền sở hữu cá nhân hoặc tổ chức được dùng để thế chấp như nhà, đất, xưởng sản xuất, máy móc...

- Các loại tài sản tài chính khác như các khoản phải thu của ngân hàng, gồm các khoản phải thu từ cho vay tiêu dùng để mua xe, thẻ tín dụng..., các khoản phải thu từ cho vay doanh nghiệp, tài sản cho thuê tài chính, các khoản đầu tư cho các dự án trong đó có dự án phát triển cơ sở hạ tầng, và các khoản cho vay khác...

Hiện nay, khái niệm về tài sản chuyển hóa được mở rộng ra cho bất cứ tài sản tài chính nào đáp ứng được yêu cầu về tách biệt quản lý và khả năng sinh lời độc lập, như thu nhập từ các dự án đầu tư, các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng...

*Chứng khoán chuyển hóa: Chứng khoán chuyển hóa là các loại chứng khoán được Pháp nhân đặc biệt phát hành trong quá trình tách riêng tài sản và tái cấu trúc các luồng tiền. Căn cứ trên tài sản chuyển hóa được dùng làm tài sản đảm bảo cho chứng khoán chuyển hóa, chứng khoán chuyển hóa được chia làm 2 loại: Chứng khoán đảm bảo bằng tài sản cầm cố Mortgage - Backed Securities – MBS và chứng khoán đảm bảo bằng tài sản tài chính Asset - Backed Securities – ABS*

Chứng khoán chuyển hóa chủ yếu là các loại chứng khoán nợ như trái phiếu, tín phiếu... Tuy nhiên, tùy theo từng điều kiện cụ thể mà Pháp nhân đặc biệt cũng có thể phát hành cổ phiếu ưu đãi hoặc các loại chứng khoán vốn khác.

### **I.3. Nguyên tắc phát hành chứng khoán chuyển hóa:**

Pháp nhân đặc biệt thường là đầu mối tập trung dòng tiền từ nhiều loại tài sản chuyển hóa khác nhau. Xuất phát từ đặc điểm của chứng khoán chuyển hóa không nhất thiết phải có một tài sản cụ thể nào đó để đảm bảo, Pháp nhân đặc biệt có thể kết hợp tùy ý các tài sản chuyển hóa để phát hành một hay nhiều loại chứng khoán chuyển hóa, miễn là thỏa mãn được nguyên tắc:

*Tổng các luồng tiền vào có được từ thu nhập do các tài sản chuyển hóa mang lại, phải bằng tổng các luồng tiền ra để thực hiện nghĩa vụ thanh toán cho các chứng khoán đã phát hành bao gồm chi phí trả lợi tức và hoàn vốn cho người đầu tư, và tất cả các chi phí phát sinh khác như chi phí phát hành, chi phí quản lý tài sản, chi phí để tăng mức tín nhiệm....*

Mặc dù việc quản lý và điều phối chặt chẽ các dòng tiền ra và vào là khâu mấu chốt cho quá trình chuyển tài sản có tính thanh khoản kém thành chứng khoán có tính thanh khoản cao hơn, Pháp nhân đặc biệt vẫn hoàn toàn có thể chủ động trong quá trình kết nối người đầu tư với tài sản chuyển hóa, tạo nên tính đa dạng và biến hóa khôn lường của chứng khoán chuyển hóa. còn tiếp

### **Chứng khoán hoá - công cụ huy động vốn hiệu quả -phần 2**

## **II. LỢI ÍCH CỦA QUÁ TRÌNH CHỨNG KHOÁN HÓA**

### **II.1. Đối với các bên chủ đầu tư dự án:**

- Đối với phần vốn đi vay trong vốn đầu tư cho dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, chứng khoán hóa là cơ hội để giảm chi phí trả lãi vay và tăng hiệu quả sinh lời của dự án,
- Đối với phần vốn tự có được dùng đầu tư vào dự án, chứng khoán hóa là một biện pháp giúp chủ đầu tư nâng cao vòng quay vốn. Vấn đề này cực kỳ quan trọng đối với những công ty chuyên đầu tư vào cơ sở hạ tầng, vì so với biện pháp phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu để gọi vốn cho một dự án mới, việc “bán” đi phần vốn tự có trong các dự án đã tiến hành xong giai đoạn cơ bản thông qua quá trình chứng khoán hóa sẽ đơn giản hơn, tiết kiệm được thời gian và chi phí phát hành,
- Chứng khoán hóa mở ra khả năng huy động vốn cho hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng, ngay cả khi dự án mới chỉ ở “trên giấy”. Các Hợp đồng hoặc cam kết chắc chắn đảm bảo hiệu quả kinh tế cho hoạt động của dự án khi đi vào vận hành, đều có khả năng biến thành tài sản có giá – hàng hóa trên thị trường tài chính.

## *II.2. Đối với người đầu tư:*

- Có thêm một công cụ đầu tư mới với suất sinh lợi cao hơn trái phiếu chính phủ và độ tin cậy tương đối ổn định,
- Tính thanh khoản của chứng khoán đảm bảo bằng tài sản tài chính chứng khoán ABS khá cao nên người đầu tư có thể dễ dàng tham gia giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung,
- Chứng khoán ABS là một công cụ hữu hiệu cho nghiệp vụ phòng ngừa rủi ro, đặc biệt là cho nhà đầu tư có tổ chức,



- Giảm thiểu được rủi ro có thể ảnh hưởng đến mức độ tín nhiệm của chủ thể phát hành, do tính chất của chứng khoán ABS là chỉ phụ thuộc vào “chất lượng” của tài sản chuyển hóa.

### **III. MỘT SỐ VẤN ĐỀ VẬN DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA ĐỐI VỚI VIỆT NAM:**

#### *III.1. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các dự án hạ tầng cơ sở:*

Phân tích cơ cấu nguồn vốn của các dự án hạ tầng kỹ thuật cho thấy, có một thực tế là các dự án hiện nay đều được đầu tư bằng nguồn vốn ngân sách, hoặc có một phần vốn ngân sách, phần còn lại chủ yếu là vốn vay thông qua hình thức tín dụng thương mại với lãi suất cao và thời hạn vay ngắn. Về phía ngân hàng, các nguồn vốn cho vay chủ yếu xuất phát từ hoạt động huy động vốn ngắn hạn từ các tầng lớp dân cư và các thành phần kinh tế. Trong tổng số 321.280 tỷ đồng nguồn vốn của các ngân hàng thương mại chỉ có 30% là vốn trung, dài hạn trên 12 tháng.

Những con số này cho thấy sự thiếu hụt trầm trọng nguồn vốn trung và dài hạn của các ngân hàng hiện nay so với thực tế cho vay, và đã có một lượng vốn ngắn hạn rất lớn phải đem ra cho các dự án dài hạn vay.

Chênh lệch về thời gian đáo hạn giữa nguồn vốn đi vay ngắn hạn, và các khoản cho vay dài hạn trong hệ thống ngân hàng, tạo nên rủi ro rất lớn đối với hệ thống ngân hàng Việt Nam. Thực tế này cho thấy trong tương lai rất gần, các dự án xây dựng cơ bản không thể cứ trông chờ vào nguồn tài trợ từ ngân hàng mà cần phải có một kênh tài trợ khác. Chứng khoán hóa có thể là lời giải cho nhu cầu này.

Thông qua nghiệp vụ chứng khoán hóa, các khoản vốn vay của ngân hàng có thể được “bán” cho pháp nhân đặc biệt, và được chuyển sang cho người đầu tư dưới dạng các trái phiếu thu nhập dài hạn. Nhờ đó, các chủ đầu tư dự án có thể hoán chuyển các khoản nợ ngắn hạn từ ngân hàng, thành các nghĩa vụ nợ dài hạn đối với trái chủ. Về phía ngân hàng, vòng luân chuyển vốn được nâng cao, rủi ro về chênh lệch thời gian đáo hạn cũng được tháo gỡ.

### *III.2. Các vấn đề liên quan đến việc lựa chọn mô hình chứng khoán hóa:*

Trong điều kiện hiện tại, thị trường chứng khoán của nước ta vừa mới ra đời và hiệu quả hoạt động chưa cao, nguồn hàng hóa cho thị trường còn rất hạn chế, trình độ và năng lực của các tổ chức tài chính trung gian còn khiêm tốn, việc đề xuất một mô hình có khả năng ứng dụng ngay cần phải cân nhắc đến nhiều yếu tố, trong đó quan trọng nhất là các yếu tố liên quan đến việc lựa chọn loại tài sản tài chính để chuyển hóa, loại chứng khoán chuyển hóa, và Pháp nhân đặc biệt.

#### **III.2.1. Lựa chọn loại tài sản tài chính:**

Trước mắt, nghiệp vụ chứng khoán hóa chỉ có thể được áp dụng vào các dự án đã được nghiệm thu toàn bộ, hoặc từng phần, và đã được đưa vào khai thác có doanh thu, với tài sản chuyển hóa là các khoản vay ngân hàng hoặc vốn do ngân sách cấp.

Từ góc độ kỹ thuật, loại tài sản tài chính này hội đủ tiêu chuẩn của tài sản chuyển hóa bao gồm khả năng sinh lợi độc lập và tính tách bạch của tài sản. Từ góc độ thị trường, chứng khoán chuyển hóa từ các tài sản này

có thể thuyết phục được các nhà đầu tư về mục đích và độ an toàn của việc đầu tư.

### **III.2.2. Lựa chọn loại chứng khoán chuyển hóa:**

Trên lý thuyết, cả cổ phiếu và trái phiếu đều có thể được sử dụng với tư cách là chứng khoán chuyển hóa. Mặc dù cổ phiếu có lợi điểm là thời gian đáo hạn vĩnh viễn, song bù lại người đầu tư lại yêu cầu một tỷ suất sinh lời cao hơn so với trái phiếu. Trong khi đó, trái phiếu có thời gian đáo hạn hữu hạn, và ràng buộc tổ chức phát hành với nghĩa vụ thanh toán cho trái chủ lãi và vốn gốc trái phiếu, trong suốt khoảng thời gian cho đến khi chứng khoán đáo hạn.

Đối với các dự án có thu phí, thời gian có thể khai thác thường không quá dài trung bình 10-15 năm, việc sử dụng cổ phiếu với vai trò chứng khoán chuyển hóa sẽ không phát huy được ưu thế vô hạn của vốn góp, mà còn tạo áp lực về lãi suất trên vốn đối với pháp nhân đặc biệt.

Hơn nữa, đối với các công trình công ích, phúc lợi công cộng có thu phí, mục đích của dự án là phục vụ cộng đồng, cho nên tỷ lệ phí thu chỉ được phép ở mức vừa đủ để thanh toán cho các chi phí quản lý khai thác công trình và trả lãi vốn vay.

Như vậy, việc lựa chọn chứng khoán chuyển hóa phải phụ thuộc vào tính chất và khả năng khai thác của từng dự án, song nhìn chung đối với loại tài sản chuyển hóa đã xác định như trên, trái phiếu sẽ có ưu thế hơn cả về mặt kỹ thuật và tính khả mại so với cổ phiếu.

### **III.2.3. Lựa chọn loại hình của Pháp nhân đặc biệt:**

Trong điều kiện hiện nay, Quỹ Ủy thác đầu tư sẽ là sự lựa chọn ưu việt đối với một Pháp nhân đặc biệt trên phương diện bộ máy điều hành gọn nhẹ, và tính chuyên nghiệp hóa cao trong lĩnh vực chứng khoán hóa. Để có thể chỉ tập trung cho riêng hoạt động chứng khoán hóa, Quỹ Ủy thác nên được tổ chức theo dạng công ty quản lý quỹ, có trách nhiệm điều phối nhiều quỹ, mỗi quỹ tương ứng với từng tài sản, hoặc nhóm tài sản tài chính được chuyển hóa.

Quỹ Ủy thác đầu tư có thể chỉ thực hiện nghiệp vụ quản lý các dòng tiền do tài sản tài chính đem lại, để thực hiện các nghĩa vụ thanh toán đi kèm với trái phiếu đã phát hành. Việc tổ chức thực hiện thu phí hoặc những nghiệp vụ liên quan đến kỹ thuật xây dựng, sẽ được giao khoán cho các tổ chức chuyên ngành thực hiện theo một mức phí đã thỏa thuận.

Như vậy, Quỹ Ủy thác đầu tư hoàn toàn có khả năng kiểm soát toàn bộ thu nhập và các chi phí, liên quan đến việc khai thác tài sản tài chính, tạo điều kiện thuận lợi cho việc thiết kế các sản phẩm chứng khoán chuyển hóa, phù hợp với khả năng sinh lời thực tế của tài sản tài chính, và đáp ứng được nhu cầu của người đầu tư.

Tóm lại, có thể phác họa sơ lược một mô hình chứng khoán hóa đáp ứng được các yêu cầu về mặt kỹ thuật và hiện trạng nền kinh tế nước ta, là mô hình trong đó Quỹ Ủy thác đầu tư sẽ giữ vai trò là Pháp nhân đặc biệt, thực hiện chức năng tái cấu trúc lại các luồng vốn. Tài sản được đưa ra chuyển hóa qua mô hình này là các khoản vốn góp của ngân sách nhà nước, hoặc các khoản cho vay của hệ thống ngân hàng thương mại, để thực hiện các dự án hạ tầng kỹ thuật.

Chúng khoán có tài sản đảm bảo được phát hành dựa vào các tài sản chuyển hóa nói trên, là các loại trái phiếu từ trung đến dài hạn, có mức lãi suất tương đối hấp dẫn đối với người đầu tư cao hơn mức lãi suất của trái phiếu Chính phủ có cùng kỳ hạn, và có thể bằng lãi suất các loại trái phiếu do hệ thống ngân hàng thương mại phát hành.

## **Tìm hiểu kinh nghiệm quốc tế về phát hành tăng vốn và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu - phần 1**

### **A. Phát hành tăng vốn**

Doanh nghiệp sau khi thành lập có thể bắt đầu huy động vốn. Việc tăng vốn có thể được thực hiện qua 2 hình thức:

- *Phát hành cổ phiếu mới có xem xét phát hành quyền*
- *Phát hành cổ phiếu mới không xem xét phát hành thưởng*

#### **a. Phát hành cổ phiếu mới có xem xét**

Phát hành cổ phiếu mới có xem xét là phương thức thường được sử dụng bởi các công ty tại Hàn Quốc, Đài Loan. Các nhà đầu tư có thể đặt mua cổ phiếu mới đã được phát hành thông qua 3 cách sau:

- *Thông qua phát hành quyền cho các cổ đông hiện hữu.*

Tùy theo bộ luật thương mại, cổ đông có quyền nhưng không có nghĩa vụ để mua các cổ phần trước. Nếu tất cả các cổ phần mới được phát hành không được mua hết trong thời hạn định trước, công ty có thể hoàn thành đợt phát hành mới bằng việc phân bổ phần còn lại cho tác đối tác.

- *Thông qua phân phối cho các bên đối tác.*

Quyền mua cổ phiếu mới với quyền ưu tiên trước có thể được cấp cho các bên đối tác có quan hệ khăng khít với công ty phát hành ví dụ như: các nhân viên, các đối tác kinh doanh, các nhà cung cấp, các cổ đông chính.

- *Thông qua phát hành ra công chúng.*

Được phép của hội đồng quản trị, công ty có thể phát hành ra công chúng theo ý muốn, tuy nhiên phải ngoại trừ quyền mua của các đồng hiện hữu.

#### **b. Phát hành mới không có xem xét**

Phát hành mới không có xem xét dẫn tới việc tăng tổng số cổ phiếu đăng lưu hành của công ty, tuy nhiên không có sự tăng vốn cổ đông hoặc tổng tài sản của công ty phát hành tại thời điểm phát hành. Kiểu tăng vốn này được phân thành 2 loại:

- *Chuyển đổi dự trữ.*

Cổ phần mới được phát hành không có bất cứ sự thu hút nào các khoản tiền từ bên ngoài vào khi mà thặng dư vốn hoặc lợi nhuận giữ lại được chuyển thành vốn cổ phần.

- *Chuyển lợi nhuận thành vốn cổ phần nhằm chi trả cổ tức bằng cổ phiếu.*

Lợi nhuận của công ty được chuyển thành cổ tức dưới dạng cổ phiếu và trả cho các cổ đông hiện hữu. Cổ tức cổ phiếu có được là tùy thuộc vào tỷ lệ phân bổ chứng khoán sở hữu của doanh nghiệp tới các cổ đông. Ngược lại với trả cổ tức bằng tiền mặt, cổ tức của cổ phiếu được trả bằng cổ phiếu.

Tóm lại, việc tăng vốn của doanh nghiệp thường sẽ xem xét tới hai khả năng xảy ra, đó là:

- *Tăng cổ phần đã phát hành lên bằng cách phát hành cổ phiếu trên cơ sở giới hạn của vốn cổ đông.*
- *Tăng vốn cổ đông bằng cách phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn làm tăng vốn điều lệ của công ty. Khi tăng vốn bằng cách này, vốn chủ sở hữu cũng tăng lên.*

Ngoài ra còn có một số phương pháp phát hành tăng vốn khác như phát hành tại mức giá thị trường. Không giống như phát hành theo mệnh giá, đây là một phương thức mà giá của cổ phần được xác định bởi chính thị trường. Tại Hàn Quốc, trước khi vận dụng phương pháp này từ 12/1983, việc tăng vốn của các công ty được thực hiện trên cơ sở mệnh giá. Việc hướng dẫn hệ thống mới này chỉ ra rằng giá phát hành được xác định theo giá thị trường theo một tỷ lệ triết khấu nhất định do SEC Securities and Exchange Commission qui định. Sau 8/1987, tất cả các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc muốn tăng vốn đều thông qua hệ thống này. Sau đó, tháng 6/1991, tỷ lệ triết khấu hoàn toàn được thả nổi, mọi quyết định về tỷ lệ triết khấu được dựa trên quyết định của chính ban giám đốc điều hành công ty phát hành. Theo các qui định về quản lý tài chính của các công ty niêm yết, các công ty được phép phát hành cổ phần vốn tại mức giá thị trường ngoại trừ giá không bao gồm quyền hoặc giá cơ sở giảm xuống dưới mức mệnh giá.

Giá phát hành mới thường được xem xét giữa 2 lựa chọn, lấy lựa chọn nào có giá thấp hơn.

- *Lựa chọn thứ nhất là triết khấu từ mức giá không bao gồm quyền mua trong 5 ngày trước ngày ghi sổ.*
- *Lựa chọn 2 có được bằng việc triết khấu giá cơ sở 7 ngày trước ngày đặt mua.*

Lý do của việc xác định giá phát hành theo cách này là để cung cấp cho các cổ đông cơ hội đặt mua các cổ phiếu mới phát hành tại mức giá thấp nếu có thể. Các cổ đông hiện hữu thường tạo các quyết định mua hoặc không đối với các cổ phiếu mới trước ngày không quyền. Với lý do thời gian từ ngày không quyền tới lúc đặt mua thường lớn hơn 2 tháng, các cổ đông hiện hữu dễ bị đặt vào các tình huống biến động giá quá mức. Điều

này có nghĩa là: trong giai đoạn này, nếu giá chứng khoán giảm và ai đó đặt mua cổ phiếu mới sẽ bị lỗ một khoản tương đương chênh lệch giữa giá thị trường và giá phát hành. Để đạt được lợi nhuận, cần thiết phải tính toán tới chọn lựa thứ 2 trên cơ sở giá thị trường đã giảm. Theo tính toán, khi giá thị trường của cổ phần hiện hữu đã tăng, lựa chọn 1 sẽ trở thành thực tế giá cho việc phát hành. Ngược lại khi nó giảm, lựa chọn 2 sẽ là giá phát hành thực tế.

Thí dụ:

- *Lựa chọn thứ nhất.*

**Giá không quyền = giá cơ sở + giá lựa chọn 1 x tỷ lệ tăng vốn / 1 + tỷ lệ tăng vốn**

Trong đó giá cơ sở được xác định như sau:

“Giá cơ sở là trung bình giá thị trường hoặc giá đóng cửa của ngày giao dịch trước ngày cơ sở trước ngày ghi sổ 5 ngày 1 ngày” lấy giá thấp. Nghĩa là giá cơ sở có thể là 1 trong 2 giá sau, ở đó lấy giá nào thấp hơn:

- *giá đóng cửa trước ngày cơ sở 1 ngày.*
- *giá trung bình =  $a + b + c / 3$  trong đó:*
  - + a : Trung bình đóng cửa có trọng số khối lượng của các phiên trước ngày cơ sở 1 tháng.
  - + b : Trung bình đóng cửa có trọng số khối lượng của các phiên trước ngày cơ sở 1 tuần.
  - + c : Giá đóng cửa ngày trước ngày cơ sở 1 ngày.

*Giá lựa chọn 1 = giá không quyền x 1 - tỷ lệ triết khấu*

- *Lựa chọn thứ hai. Giá lựa chọn 2 = giá cơ sở x 1 - tỷ lệ triết khấu*

Trong đó:



- “Giá cơ sở là trung bình giá thị trường hoặc giá đóng cửa của ngày giao dịch sau ngày khóa sổ 53 ngày 1 ngày” lấy giá thấp. Trung bình giá thị trường= $a+b/2$  trong đó:

+a : trung bình giá đóng cửa của 1 tuần gần ngày cơ sở nhất nghĩa là trước ngày đặt mua 7 ngày.

+y : giá đóng cửa của ngày giao dịch trước ngày cơ sở.

Và cuối cùng là giá phát hành có thể là 1 trong 2 giá trên với giá nhỏ hơn.

### **B. Trả cổ tức bằng cổ phiếu.**

Trả cổ tức bằng cổ phiếu thực chất là nhằm giữ lại các khoản lợi nhuận, thặng dư hoặc các khoản tiền của các quỹ nhằm củng cố lượng tiền mặt hiện có trong vốn của cổ đông cũng như của Doanh nghiệp để thúc đẩy việc đầu tư, kinh doanh sản xuất của doanh nghiệp. Không có sự thay tăng giảm nào về vốn cổ đông cũng như tài sản của công ty. Về cơ bản, số lượng cổ phiếu sẽ tăng lên và làm cho tỷ lệ vốn cổ phần tăng lên. còn tiếp

## **Tìm hiểu kinh nghiệm quốc tế về phát hành tăng vốn và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu - phần 2**

### **B. Trả cổ tức bằng cổ phiếu**

Tại các Sở giao dịch chứng khoán của các nước có nền kinh tế phát triển, việc áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu đã diễn ra rất lâu.

Ngoài việc tuân thủ các qui định của Luật áp dụng đối với các công ty cổ phần, các qui định và hướng dẫn của Sở giao dịch, UBCK các nước, việc chi trả cổ tức theo hình thức như thế nào sẽ tùy thuộc vào quyết định của Đại hội cổ đông hoặc của Hội đồng quản trị công ty trên cơ sở xem xét của Đại hội cổ đông.

ở Việt Nam, theo mục 1, điều 67, Luật Doanh nghiệp về chi trả cổ tức, công ty cổ phần chỉ trả cổ tức cho cổ đông khi công ty kinh doanh có lãi, đã hoàn thành nghĩa vụ nộp thuế và các nghĩa vụ tài chính khác theo qui định của pháp luật. Việc chi trả cổ tức do quyết định của Đại hội cổ đông công ty. Thông thường một công ty làm ăn có lãi sẽ chi trả cổ tức cho cổ đông dưới dạng tiền mặt. Khoản tiền này được trích từ lợi nhuận của doanh nghiệp sau khi đã trích lập các quỹ theo qui định của pháp luật doanh nghiệp, theo điều lệ của công ty và giữ lại một phần nhằm tái đầu tư phát triển sản xuất. Cũng theo Luật Doanh nghiệp, Cổ tức được định nghĩa là số tiền hàng năm được trích từ lợi nhuận của công ty để trả cho mỗi cổ phần. Như vậy trong các văn bản pháp luật hiện hành của chúng ta chưa hề có qui định nào nói về việc chi trả cổ tức cho cổ đông bằng cổ phiếu.

Tuy nhiên tại các thị trường chứng khoán trên thế giới, có rất nhiều trường hợp các công ty không chi trả cổ tức dưới dạng tiền mặt. Thay vào đó, tùy thuộc vào tình hình công ty và quyết định của Đại hội cổ đông, các công ty sẽ chi trả cổ tức dưới dạng cổ phiếu. Khi đó, các vấn đề sau sẽ được lưu tâm:

**a. Nguồn cổ phiếu dùng chi trả cổ tức.**

- *Phát hành mới.*

Việc phát hành mới cổ phiếu phục vụ chi trả cổ tức như đã nói trên trong phần phát hành tăng vốn. Tuy nhiên việc phát hành mới này không làm tăng vốn cổ đông do một mặt lượng cổ phiếu mới tăng lên làm cho lượng cổ phiếu lưu hành tăng lên và vốn cổ phần theo đó tăng lên nhưng thực chất nó được chuyển đổi từ lợi nhuận, thặng dư vốn của công ty được giữ lại thay vì đem chi trả cho cổ đông dưới dạng tiền mặt.

- **Cổ phiếu Ngân quỹ.**

Cổ phiếu Ngân quỹ là cổ phiếu mà công ty đã mua lại trên thị trường. Có nhiều lý do để công ty mua lại cổ phiếu do chính công ty phát hành trên thị trường, nhưng mục tiêu chủ yếu là tăng lợi nhuận chi trả cho cổ đông do số cổ phiếu mua lại này không có quyền nhận cổ tức, ngăn ngừa việc thu tóm công ty, tăng lợi nhuận từ chính việc mua bán lại này, phục vụ cho việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu..

Ở Việt Nam, theo qui định trong Điều 65 về mua lại cổ phần theo quyết định của công ty của Luật Doanh nghiệp, Điều 54 Quy chế Thành viên, Niêm yết, Công bố Thông tin và Giao dịch Chứng khoán, tổ chức niêm yết có quyền và chỉ được phép mua lại không quá 30% tổng số cổ phiếu phổ thông, một phần hoặc toàn bộ cổ phiếu khác đã phát hành và phải nộp đơn xin phép theo qui định của TTGDCK. Do đó nếu được phép thực hiện chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, lượng cổ phiếu để chi trả cổ tức cũng sẽ nằm trong giới hạn trên đây.

**b. Tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phiếu.**

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu nhận được trên số lượng cổ phiếu đang nắm giữ.

Ví dụ: Nếu tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là 10%, như vậy nếu 1 cổ đông nắm giữ 100 cổ phiếu sẽ được chi trả cổ tức tương ứng với 10 cổ phiếu.

**c. Loại cổ phiếu và số lượng.**

- Loại cổ phiếu: Loại cổ phiếu được chi trả cổ tức có thể bao gồm các loại như: cổ phiếu thường; cổ phiếu ưu đãi.
- Số lượng: Tổng số lượng cổ phiếu dùng để chi trả cổ tức cho cổ đông do Đại hội cổ đông công ty công quyết định căn cứ trên thực tế

lợi nhuận của công ty và việc cân đối các khoản tiền cũng như nhu cầu về tiền mặt của công ty.

**d. Phương pháp chi trả cổ tức bằng cổ phiếu.**

- Ngày ghi tên vào danh sách cổ đông.

Người đang nắm giữ cổ phiếu muốn nhận được cổ tức phải có tên trong danh sách cổ đông vào ngày cuối cùng của năm tài chính. Do đó, tổ chức niêm yết thường sẽ phải công bố thông tin việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trước ngày kết thúc năm tài chính một khoảng thời gian nhất định. Điều này cho phép người đầu tư có thể lựa chọn xem mình có nên tiếp tục nắm giữ hay bán cổ phiếu.

- Phương án chi trả đối với các cổ đông nắm giữ số lẻ cổ phiếu.

Nếu số cổ tức chi trả bằng cổ phiếu là một số lẻ, cổ đông sẽ nhận được số cổ phiếu chẵn, phần lẻ còn lại sẽ được quy đổi thành tiền mặt và thanh toán cho cổ đông.

Ví dụ: Một cổ đông sở hữu 70 cổ phiếu, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là 5%. Như vậy, số lượng cổ phiếu nhận được sẽ là 3,5 cổ phiếu. Tổ chức niêm yết sẽ gom tất cả những phần cổ phiếu lẻ và bán ra thị trường sau đó thanh toán bằng tiền cho cổ đông. Như vậy vẫn đảm bảo được số lượng phát hành mà thỏa mãn nhu cầu của nhà đầu tư. Đối với trường hợp trên đây, cổ đông nắm giữ 70 cổ phiếu sẽ nhận được 3 cổ phiếu và phần tiền quy đổi từ 0,5 cổ phiếu lẻ.

- Các thay đổi sẽ xảy ra đối với cổ phiếu đang lưu hành.

Trong khoảng thời gian nhất định như đã nói trên đây trước khi kết thúc năm tài chính, tổng số cổ phiếu của tổ chức niêm yết có thể tăng lên do một số các trường hợp đặc biệt như : cổ đông thực hiện các quyền kèm theo cổ phiếu hoặc trái phiếu chuyển đổi. Điều này dẫn đến thay đổi

tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Do đó, tổ chức niêm yết sẽ phải công bố rõ ràng về các khả năng xảy ra thay đổi này.

**e. Ngày thông qua nghị quyết của Ban giám đốc về việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu.**

Thông thường, tỷ lệ chi trả cổ tức có thể thay đổi, vấn đề này quyết định ra sao tùy thuộc vào Đại hội cổ đông. Công ty phải thực hiện công bố thông tin về việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và các vấn đề liên quan ra công chúng trước khi thực hiện chi trả một khoảng thời gian nhất định.

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, việc xem xét và định hướng trước về chi trả cổ tức dưới hình thức cổ phiếu đang được xem xét. Để có thể thực hiện được nhiệm vụ đó, cần giải quyết các vấn đề sau đây:

1. Xem xét bổ sung các qui định về vấn đề này đối với các văn bản pháp luật liên quan, trong đó quan trọng nhất là Luật Doanh nghiệp, Nghị định 48 của CP, các qui định, qui chế liên quan của UBCKNN về việc phát hành tăng vốn đối với việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, các qui định về điều lệ Doanh nghiệp.
2. Khẩn trương xây dựng và nghiên cứu các qui trình hướng dẫn thủ tục liên quan đến việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu cho các tổ chức niêm yết, trong đó lưu ý tới các vấn đề như sau:
  - Ngoại trừ việc tuân thủ các qui định trong điều lệ công ty, Ban giám đốc công ty xem xét các vấn đề liên quan tới việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu như: nguồn chi trả, tỷ lệ chi trả, ngày đăng ký cuối cùng, ngày chi trả, biện pháp giải quyết đối với các phần lẻ của cổ phiếu..
  - Hướng dẫn công bố thông tin và gửi thông báo cần thiết tới Sở giao dịch cũng như UBCK.

- Hướng dẫn nộp hồ sơ xin phép phát hành bổ sung tăng vốn trong đó ghi rõ mục tiêu nhằm chi trả cổ tức bằng cổ phiếu theo các qui định mới.
- Các qui trình kết hợp với Sở giao dịch, UBCK trong việc thực hiện đóng sổ cổ đông, xác định chủ sở hữu thực sự được phép chi trả cổ tức, thông báo cho cổ đông, những người sẽ nhận được cổ tức bằng cổ phiếu.
- Đăng ký thay đổi vốn với cơ quan có thẩm quyền.
- Hướng dẫn Chuẩn bị và trình các tài liệu, đơn liên quan đến niêm yết bổ sung.

Trong trường hợp các thủ tục trên đã tiến hành xong, Sở giao dịch cần có lộ trình cụ thể căn cứ trên thông báo của tổ chức niêm yết, các giấy phép đã cấp để thông báo về ngày giao dịch không cổ tức, tiến hành tính toán chỉ số chứng khoán trên cơ sở thay đổi về số lượng cổ phiếu bổ sung niêm yết của công ty.

### **Định giá doanh nghiệp theo tỷ lệ P/E - phần 1**

Trong việc định giá một doanh nghiệp, các báo cáo về tỷ lệ thị giá / thu nhập một cổ phiếu hay PER hoặc P/E đóng một vai trò hết sức quan trọng. Price Earning Ratio, viết tắt là PER hay P/E, được sử dụng trong rất nhiều phương pháp định giá, đặc biệt là trong những phương pháp đơn giản nhất, là những phương pháp so sánh ngành, so sánh tổng thể hoặc lịch sử.

Tỷ lệ P/E chỉ ra rằng thị trường chấp nhận trả giá gấp bao nhiêu lần thu nhập của một chứng khoán. Có nghĩa là lượng vốn hoá của một doanh nghiệp gấp bao nhiêu lần so với thu nhập của nó. Phần thu nhập này có thể được phân phối hoặc giữ lại, và trong trường hợp được giữ lại, nó

tạo ra một giá trị thặng dư trong tương lai đối với doanh nghiệp. Đây chính là nguyên tắc cơ bản của TTCK. Tỷ lệ P/E là hệ số biến đổi thu nhập thành vốn, hoặc là hệ số tương ứng với mức vốn tiềm năng của một khoản thu nhập việc đảo ngược tỷ lệ này, nghĩa là tỷ lệ E/P, là tỷ suất sinh lời của một khoản đầu tư. Ngược lại, tỷ lệ P/E là hệ số vốn hoá.

Theo quan điểm này, tỷ lệ P/E là một công cụ hết sức quý giá, bởi vì trong nền kinh tế thường diễn ra hoạt động đầu tư một lượng vốn để đổi lấy hy vọng vào những khoản thu nhập lợi nhuận và / hoặc giá trị thặng dư tương lai hoặc ngược lại. Việc biết được giá trị của lượng vốn bỏ ra để có được những khoản thu nhập liên tục là điều hết sức quan trọng.

**Định nghĩa các thành phần của P/E:** P/E là một tỷ số gồm hai đại lượng, phụ thuộc vào giá trị tương ứng và định nghĩa của từng đại lượng.

Đối với giá thị trường thị giá, khi được đưa ra sử dụng, có thể có nhiều cách định nghĩa: 1. Là giá thị trường của phiên cuối cùng hoặc phiên gần nhất; 2. Là giá thị trường của phiên ngày 31 tháng 12 năm vừa qua; 3. Là giá thị trường trung bình của từng thời kỳ: tháng, quý hoặc năm...

Liên quan tới vấn đề thu nhập của cổ phiếu, cần lưu ý là có 3 vấn đề được đặt ra. Thứ nhất, lợi nhuận xuất phát từ khái niệm nào? lợi nhuận thuần sau thuế hoặc lợi nhuận thuần từ ngành kinh doanh chính.... Thứ hai, liệu đó có phải là lợi nhuận thuần được điều chỉnh, có nghĩa là phải loại bỏ các yếu tố không đồng nhất giữa các chuẩn mực kế toán khác nhau hay không? Và thứ ba, thời hạn liên quan là năm nào? Nghĩa là:

- Lợi nhuận thuần của năm tài chính vừa qua và đã được công bố,

- Lợi nhuận ước lượng của năm tài chính hiện tại,

- Lợi nhuận kỳ vọng của năm tài chính sắp tới?

Để minh họa khoảng cách có thể có giữa các tỷ số P/E của các thị trường khác nhau xuất phát từ định nghĩa khác nhau của các thị trường này, chúng ta có thể sử dụng các số liệu P/E bình quân của Sở giao dịch chứng khoán New York và Tokyo trong những năm gần nhất.

### Tỷ số P/E bình quân của TTCK New York và Tokyo

	1975	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
NY									
S&P 500	11.0	7.4	9.2	8.0	11.2	11.7	12.1	13.4	14.7
Tokyo DJ 225	19.4	20.2	17.1	18.2	22.2	25.1	28.0	25.9	32.1
Tokyo điều chỉnh	12.1	12.6	10.7	11.3	13.8	15.6	17.5	16.2	20.0

Tỷ số P/E chưa điều chỉnh của Nhật có vẻ hết sức cao. Điều này có thể làm nản lòng phần lớn các nhà đầu tư phương tây. Thực tế, sự so sánh trực tiếp giữa P/E của hai nền kinh tế này không có ý nghĩa gì. Theo giải thích của các chuyên gia, lợi nhuận của các doanh nghiệp Nhật không được tính toán theo cùng một cách với các doanh nghiệp Mỹ. Nếu người ta cân đối các phương pháp kế toán, và đặc biệt nếu sử dụng cùng một phương pháp hợp nhất kế toán, ta có thể nhận thấy rằng lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp Nhật cao hơn khoảng 60% so với các số liệu



đã công bố như vậy, P/E bình quân của Nhật phải được điều chỉnh bằng cách nhân chúng với 1/160%, nghĩa là 0,625.

Vậy mà, cần nhận thấy rằng, trong giao tiếp hàng ngày, người ta không hề dựa động đến tỷ số P/E điều chỉnh đối với doanh nghiệp này hay doanh nghiệp khác ở Nhật. Các vấn đề liên quan đến tỷ số này đều sử dụng tỷ số P/E không điều chỉnh. Sự méo mó này có thể là nguồn gốc của những nhầm lẫn trong các quyết định đầu tư. Nó có thể tránh được bằng cách sử dụng công nghệ thông tin bao gồm việc sửa chữa tự động nếu tỷ số P/E xuất hiện trên màn hình điện tử.

Nguyên tắc đầu tiên được đặt ra cho việc định giá: so sánh các chỉ số P/E có thể so sánh được bằng cách đảm bảo rằng việc xác định lợi nhuận là giống nhau trong các trường hợp, cũng như phải quan tâm đến tính chính xác của các thời kỳ được so sánh.

Khi so sánh các tỷ số P/E của các doanh nghiệp khác nhau, có thể có sự chênh lệch xuất phát từ một số nguyên nhân chính:

- Sự nhầm lẫn trong việc công bố số lượng cổ phiếu đang lưu hành,
- Việc không hợp nhất các tài khoản của một phần doanh nghiệp không niêm yết,
- Sự khác biệt của các phương pháp kế toán, đặc biệt là đối với những vấn đề như: Các khoản dự phòng rủi ro hoặc các khoản khấu hao.

Việc định nghĩa và tính toán số lượng cổ phiếu có thể là nguồn gốc của nhiều nhầm lẫn đáng ngạc nhiên khi cần thiết phải đưa ra các dự đoán. Hiện đang tồn tại trên thế giới nhiều loại công cụ phái sinh mà chúng có

thể là cổ phiếu hoặc không phải là cổ phiếu theo tính chất của nó, giống như các cổ phiếu ưu đãi, là dạng cổ phiếu không có quyền biểu quyết, hoặc các trái phiếu có thể biến đổi thành cổ phiếu như trái phiếu chuyển đổi.

Những chứng khoán có thể chuyển đổi thành cổ phiếu hoặc quyền chuyển đổi thành cổ phiếu trong một thời hạn nào đó, có thể làm biến đổi hoặc không làm biến đổi tổng lợi nhuận của doanh nghiệp, có thể không gây tác động mạnh đến việc giảm giá trị của doanh nghiệp nhưng ngược lại, lại làm giảm một cách rất nhạy cảm giá trị của từng cổ phiếu.

Cần phải có một sự chú ý đặc biệt đối với việc tính toán các lợi nhuận của cổ phiếu trong những trường hợp tăng vốn đầu tư của doanh nghiệp trong nay mai, doanh nghiệp đang sở hữu các quyền chọn về cổ phiếu của mình, hoặc có các loại chứng khoán khác như cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm quyền mua cổ phiếu.

### **Người ta có thể giải thích sự thay đổi của P/E bình quân trên TTCK?**

Việc nghiên cứu sự tương quan chỉ đem lại một kết quả duy nhất có ý nghĩa: ảnh hưởng của lãi suất trái phiếu. Tỷ số P/E giảm khi lãi suất trái phiếu tăng.

Tác động của lãi suất trái phiếu quan trọng hơn rất nhiều so với "lợi nhuận bình quân trên TTCK". Điều này hết sức quan trọng, vì lãi suất trái phiếu hiện hữu và được công bố. Lãi suất trái phiếu hàng ngày luôn là đối tượng để phản ứng, là đề tài tranh luận và mỗi người đều rút ra những hậu quả từ sự can thiệp của nó vào TTCK và các chính sách tài chính của doanh nghiệp. "Lợi nhuận bình quân trên TTCK" không hiện hữu và

không được công bố. Nó chỉ được sử dụng đến trong trường hợp tính toán sự tương quan. Và như vậy, nó không có ảnh hưởng đến cách ứng xử của các thành phần kinh tế.

Ngược lại, lợi nhuận của một doanh nghiệp có tồn tại và nó cũng tồn tại trong nhận thức của nhà đầu tư. Về mặt lãi suất, M. de Raismes đã thiết lập mối tương quan sau cho TTCK Pháp:  $P/E = 20,24 - 93,97 i$  trong đó,  $i$  là lãi suất trái phiếu không rủi ro. Trong 35 năm hoạt động, chỉ có 7 năm có số liệu khác với quy luật này và phải được giải thích bằng những nguyên nhân khác.

Đương nhiên là có những hiện tượng có thể làm xáo trộn giá trị của P/E bình quân trên thị trường mà không liên quan tới biến động về lãi suất trái phiếu. Những nguyên nhân đó có thể xuất phát từ ảnh hưởng của một chính sách thuế mới, hoặc đường lối chính trị mới... [còn tiếp](#)

## **Định giá doanh nghiệp theo tỷ lệ P/E - phần 2**

Những thông tin kinh tế và tài chính được đăng tải trên các báo có thể có ích đối với nhà đầu tư trong việc so sánh giá trị của doanh nghiệp với các doanh nghiệp tương đồng.

Nếu tỷ số P/E bình quân của toàn thị trường là tương đối cao, một nhà đầu tư ngắn hạn có thể vẫn kiếm được lợi nhuận nếu kết quả hoạt động của doanh nghiệp vẫn tiếp tục tăng và xu hướng của thị trường vẫn thuận lợi. Tuy nhiên, đối với nhà đầu tư dài hạn thì nên sử dụng các phương pháp định giá của Gordon - Shapiro và của Bates để kiểm tra khả năng sinh lời kỳ vọng. Lịch sử đã chứng minh rằng các tỷ số P/E thường dao động trong một khoảng thời gian nào đó.

Nếu tỷ số P/E của ngành cao hơn tương đối so với TTCK, cần làm rõ một số chi tiết:

Đối với toàn ngành, lợi nhuận ước đoán của năm tài chính kế tiếp vẫn tiếp tục tăng với tốc độ cao. Tỷ số  $P/E_{n+1}$  sẽ cho một kết quả thuận lợi hơn nhiều so với P/E hiện tại. Điều này có thể xảy ra đối với một ngành kinh tế vừa thoát khỏi khủng hoảng hoặc các yếu tố môi trường đặc biệt thuận lợi. Khi đó, một tỷ số P/E cao không đồng nghĩa với một vụ đầu tư mạo hiểm.

Đó là lĩnh vực hiện đang là thị hiếu của công chúng. Điều chắc chắn rằng khi thị hiếu thay đổi thì kết quả của việc đầu tư vào lĩnh vực này là hết sức đáng lo ngại.

Nếu chính tỷ số P/E của doanh nghiệp cao:

Doanh nghiệp vừa qua khỏi một cuộc khủng hoảng với những kết quả còn khá thấp nhưng lợi nhuận cam kết của năm tài chính kế tiếp sẽ lớn hơn nhiều. Vậy, một tỷ số P/E cao là hợp lý.

Sự tăng trưởng của doanh nghiệp hết sức mạnh mẽ, lợi nhuận của năm sau sẽ là một bước nhảy vọt so với hiện tại. Khi đó,  $P/E_{n+1}$  sẽ giảm đáng kể so với hiện nay. Như vậy, một tỷ số P/E cao vẫn tương đối hợp lý. Khi đó, hiện tượng P/E cao được coi như là một nấc thang cho lợi nhuận tương lai.

Tỷ số P/E của doanh nghiệp cao do cầu quá lớn so với cung của cổ phiếu của doanh nghiệp do mới được niêm yết trên thị trường thứ cấp hoặc do

thị hiếu của nhà đầu tư. Khi đó, cần phải làm rõ xem liệu viễn cảnh về lợi nhuận của doanh nghiệp có phù hợp với sức cầu đó hay không.

Tóm lại, một người mua với tỷ số P/E cao cần ngay lập tức tính toán tỷ số  $P/En+1$  Giá thị trường / lợi nhuận của cổ phiếu trong năm  $n + 1$ . Nếu tỷ số này thấp hơn so với tỷ số P/E hiện hữu thì việc đầu tư vào cổ phiếu này vẫn cho kết quả tốt.

Một nhà đầu tư muốn nắm giữ cổ phiếu trong nhiều năm, hoặc một nhà thu mua doanh nghiệp theo chiến lược dài hạn không thể lý luận như trường hợp nêu trên. Anh ta bắt buộc phải tính toán khả năng sinh lời của khoản đầu tư của mình trên cơ sở các dòng cổ tức chiết khấu và giá trị bán lại.

## **PHÂN TÍCH CHIẾN LƯỢC CỦA DOANH NGHIỆP - phần 1**

Phân tích chiến lược của doanh nghiệp là việc nghiên cứu thuần túy về doanh nghiệp. Ngoài bảng tổng kết tài sản và bảng cân đối tài khoản, nó còn dựa trên một số yếu tố khác. Việc phân tích chiến lược có thể bao gồm:

### **Lịch sử của doanh nghiệp**

Đôi khi việc nghiên cứu quá khứ của một doanh nghiệp là điều rất có ích để có thể hiểu rõ được chiến lược phát triển của nó hiện nay và trong tương lai. Ngoài ngày thành lập, điều có thể tạo thuận lợi cho việc theo dõi khả năng thích ứng của doanh nghiệp, phương thức thành lập doanh nghiệp cũng là một lợi ích không nhỏ.

Hãy lấy ví dụ một doanh nghiệp tư nhân được điều hành trong hàng thập kỷ bởi lần lượt các thế hệ ông, cha và con. Nó sẽ có xu hướng giảm

tốc độ phát triển. Điều này cho phép chủ doanh nghiệp giữ vững quyền lực. Ngược lại, một doanh nghiệp phát triển mạnh mẽ bằng việc thôn tính một cách thù địch các doanh nghiệp khác sẽ hầu như không có sự thay đổi trong chiến lược của nó trong tương lai, trừ phi có biến động lớn về cơ cấu quyền lực.

### **Nguồn nhân lực**

Nguồn nhân lực cũng quan trọng tương đương với khả năng tài chính của doanh nghiệp. Khả năng tài chính của doanh nghiệp có thể sẽ mất dần theo thời gian nhiều vụ đầu tư vào các hợp đồng tương lai đã làm biến mất hoàn toàn khả năng tài chính của nhiều công ty đa quốc gia, nhưng rất hiếm khi một doanh nghiệp bị mất hoàn toàn năng lực của nhân viên của nó. Mặt khác, tuy đào tạo được một nguồn nhân lực có khả năng vừa mất nhiều thời gian vừa tốn kém hơn là thay đổi kỹ thuật sản xuất nhưng không phải khi nào máy móc cũng có thể thay thế con người. Một doanh nghiệp có hai dạng nhân lực:

### **Người lãnh đạo**

Một vài người lãnh đạo có thể có tiếng tăm nhiều hay ít. Người ta có thể kể đến những tên tuổi như Michel Bon, cựu Chủ tịch của Carrefour và nay là chủ tịch của France Télécom, hay như Christian Blanc, cựu chủ tịch của Air France. Trong cả hai trường hợp, khả năng của người lãnh đạo có thể là nguyên nhân của sự thành công của các doanh nghiệp mà họ điều hành. Người ta cũng có thể phân biệt giữa người lãnh đạo những công ty cổ phần và doanh nghiệp tư nhân. Người lãnh đạo công ty cổ phần thường có tầm nhìn xa hơn nhiều so với chủ các doanh nghiệp tư nhân.

Các nhà lãnh đạo sắp đến tuổi nghỉ hưu cũng có xu hướng hạn chế việc theo đuổi những dự án cỡ lớn. Điều này có nguy cơ làm giảm khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong nhiều năm sau. Chính vì thế, tuổi tác cũng có tầm quan trọng như là khả năng quản lý của người lãnh đạo.

**Người lao động: bao gồm cả cán bộ và công nhân viên. Đây chính là hạt nhân của năng lực phát triển** của doanh nghiệp. Người lao động có năng lực cao có thể không ngừng cải thiện các điều kiện làm việc và qua đó, cải thiện cả những sản phẩm cuối cùng. Những chi phí đào tạo và quá trình tuyển dụng các nguồn nhân lực phải được nghiên cứu một cách kỹ lưỡng. Trên thực tế, một vài doanh nghiệp như IBM đã theo đuổi một chính sách tuyển dụng có thể được gọi là “vô tính”. Tất cả những nhân viên mới của nó đều được đào tạo và hướng nghiệp giống hệt những người cũ. Chính sách tuyển dụng này đã giải thích một phần sự chậm trễ của IBM trong công nghệ viễn thông vào đầu những năm 90. [còn tiếp](#)

## **PHÂN TÍCH CHIẾN LƯỢC CỦA DOANH NGHIỆP - phần 2**

**Nguồn lực tài chính.** Chiến lược của một doanh nghiệp DN phải được đặt trong mối quan hệ với khả năng tài chính của nó. Người ta sẽ suy nghĩ như thế nào về một DN khẳng định mong muốn phát triển nhờ vào những nguồn lực bên ngoài, vay nợ nhiều nhưng lại không có tài sản gì đáng kể? Một DN phải có đủ phương tiện để thực hiện tham vọng của nó, nhưng không cần dư. Thực tế, thật vô ích nếu DN có lượng tiền mặt rất dồi dào nhưng lại không được đem ra đầu tư mà chỉ đem gửi vào các tài khoản vãng lai tại ngân hàng. Một DN có tiền rảnh rỗi đem đầu tư vào những dự án ngắn hạn còn lãng phí hơn nhiều so với việc vay tiền để đầu tư.

**Công cụ sản xuất.** Nhằm mục đích nghiên cứu và phát triển, những chi phí cho việc đầu tư vào các tài sản hữu hình là hoàn toàn cần thiết. Ví dụ như khi bạn đầu tư vào máy móc thiết bị, nguyên tắc đánh thuế không

cho phép bạn khấu trừ toàn bộ chi phí đầu tư ngay trong năm đầu. Nó phải được khấu hao từng phần trong nhiều năm. Vậy, khi bạn nhận thấy có sự giảm sút về các khoản khấu hao, cũng có nghĩa là tăng về kết quả kinh doanh, cần phải đặt ra một vài câu hỏi. Tại sao khấu hao giảm sút? Có phải nó xuất phát từ việc máy móc thiết bị đã lỗi thời? Hoặc DN không có dự án đầu tư khả thi? Trong những trường hợp này, DN có nguy cơ thụt lùi về sản xuất trong những năm tới, hoặc sẽ suy giảm khả năng cạnh tranh. Việc nghiên cứu chính sách đầu tư của DN vào công cụ sản xuất cũng là điều rất cần thiết trong việc phân tích chiến lược.

**Sản phẩm.** Để giảm bớt những rủi ro gắn liền với hoạt động sản xuất của nó, DN cần phải đa dạng hóa sản phẩm. Trong quá khứ đã có nhiều DN cố bám vào việc sản xuất sợi amian để rồi khi thức dậy vào một buổi sáng nào đó, đã thấy hoạt động của mình bị cấm. Một số DN khác chuyên sản xuất bàn tính cũng sẽ lâm vào tình trạng thê thảm khi không nhận thấy được sự phát triển mạnh mẽ của thời đại vi tính. Tất cả những ví dụ này chỉ ra rằng một DN chuyên doanh có thể sẽ không tồn tại nếu sản phẩm duy nhất của nó rơi vào khủng hoảng. Ngược lại, một DN biết cách đa dạng hóa sản phẩm sẽ không đến nỗi phải hy sinh quá nhiều khi có những quy định mới của luật pháp có thể sẽ hạn chế một trong những hoạt động của nó.

Nhưng số lượng không phải là tất cả. Thực tế, một sản phẩm có thể được sinh ra, lớn lên và chết đi. Nó có cuộc sống của chính nó. Như vậy, danh mục sản phẩm của một DN cần phải được sắp đặt một cách cân đối giữa những sản phẩm có chu kỳ phát triển khác nhau.



**Chiến lược kinh doanh.** Chiến lược kinh doanh cần nghiên cứu không phải là phương thức phân phối sản phẩm của doanh nghiệp mà là cách phân chia những giới khách hàng khác nhau trong tổng doanh thu của nó. Trên thực tế, một doanh nghiệp luôn phải phụ thuộc vào khách hàng và nhà cung cấp. Hãy thử tưởng tượng rằng một khách hàng chiếm tới hơn 50% doanh số của bạn. Điều gì sẽ xảy ra cho sự ổn định của bạn nếu khách hàng đó chuyển sang mua hàng của một nhà cung cấp khác? Tình trạng tương đối đơn giản, DN có tới 95% khả năng phải tuyên bố ngừng thanh toán các khoản nợ ít nhất trong vài tháng. Như vậy, DN phải chịu dưới cơ khách hàng này và sẽ phải chấp nhận những điều kiện ưu đãi hơn. Điều này về lâu dài sẽ đưa DN tới những khó khăn về tài chính. Vì lý do đó, điều quan trọng đối với một doanh nghiệp là không nên quá tập trung vào một nhóm khách hàng. Có nhiều khách hàng nhỏ còn hơn là có một số khách hàng lớn.

**Nghiên cứu và phát triển.** Việc nghiên cứu và phát triển là những chi phí cho hôm nay nhưng lại là thành quả cho ngày mai. Một DN có trình độ khoa học kỹ thuật cao sẽ có nhiều điều kiện hơn để phát triển mạnh mẽ. Do vậy, việc tìm hiểu về vấn đề nghiên cứu và phát triển đóng vai trò hết sức quan trọng, đặc biệt là sự biến động của nó theo thời gian. Một sự giảm sút về hoạt động nghiên cứu và phát triển luôn luôn cần phải được giải thích. Ngược lại, một việc gia tăng đột ngột hoạt động này cũng có thể ẩn dấu những chi phí không được kiểm soát.

### **Chức năng và hoạt động của quỹ đầu tư**

Quỹ đầu tư là một doanh nghiệp cổ phần, phát hành chứng chỉ quỹ để chứng nhận phần góp vốn của cổ đông.

Nguồn vốn của quỹ hình thành từ các tập đoàn, tổ chức, các công ty, dân chúng... Trong phạm vi bài viết này, tác giả chỉ đề cập đến hai dạng quỹ đang hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam là Quỹ VF1 và PRUBF1.

#### 4 loại quỹ cơ bản

Quỹ đầu tư đa dạng hoá cổ phiếu thường: Danh mục đầu tư của quỹ phần lớn là cổ phiếu thường. Quỹ phân tích thị trường kết hợp với mục tiêu của quỹ để lập một danh mục đầu tư gồm các cổ phiếu thượng hạng của các công ty hàng đầu (blue-chips) và các cổ phiếu tăng trưởng. Quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (Quỹ VF1) của Công ty quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (VFM) chính là loại này.

Quỹ cân bằng: Quỹ này duy trì tỉ lệ cân đối với tài sản của quỹ bằng lập danh mục đầu tư hợp lý giữa trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường, vì vậy nó dung hoà tính chất mạo hiểm của cổ phiếu và tính chất an toàn của trái phiếu. Quỹ này thường có tỉ trọng đầu tư trái phiếu lớn hơn so với cổ phiếu. Hiện tại ở Việt Nam có một quỹ dạng này là Quỹ đầu tư cân bằng Prudential ("PRUBF1") của công ty quản lý Quỹ đầu tư Prudential Việt Nam (PVFMC).

Dựa vào hình thức phát hành, có thể chia thành hai loại quỹ cơ bản là quỹ đầu tư dạng đóng và quỹ đầu tư dạng mở.

Quỹ đầu tư dạng đóng thường chỉ tạo vốn qua một lần bán cho công chúng với một số lượng nhất định, không được phát hành thêm để huy động vốn và cũng không được mua lại các chứng chỉ quỹ đã phát hành.

Giá thị trường cổ phiếu của quỹ đầu tư dạng đóng phụ thuộc vào lượng cung cầu như khi áp dụng đối với các loại chứng khoán khác, ít phụ thuộc nhiều vào giá trị tài sản thuần. Quỹ dạng đóng dùng số vốn của mình đầu tư vào các doanh nghiệp hay thị trường chứng khoán. Sau đó dùng vốn và lãi thu được để đầu tư trực tiếp. Như vậy quy mô vốn của loại quỹ này chỉ có thể tăng lên từ các khoản lợi nhuận thu được.

Quỹ đầu tư dạng mở: Loại này, quỹ có thể phát hành thêm chứng chỉ quỹ để tăng vốn khi vẫn còn nhà đầu tư muốn mua và công ty sẵn lòng chuộc lại những chứng chỉ đã phát hành. công ty cũng sẵn sàng mua lại chứng chỉ của cổ đông với bất cứ số lượng nào và thời gian nào cổ đông muốn.

## Đầu tư vào quỹ

Với các nhà đầu tư không chuyên, khi uỷ thác vốn hay mua chứng chỉ quỹ của các quỹ đầu tư, nhà đầu tư có thể đa dạng hoá danh mục đầu tư với số tiền không lớn.

Ngoài ra, nhà đầu tư có thể gián tiếp sử dụng được kiến thức và kinh nghiệm của các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp.

Tham gia vào quỹ, nhà đầu tư có thể theo dõi tình trạng đầu tư của mình nhờ tính minh bạch cao. Luật quy định các quỹ phải báo cáo thay đổi tài sản ròng định kỳ, do vậy nhà đầu tư luôn biết được các tình trạng khoản đầu tư của mình.