

B2.540



HỌC VIỆN NGÂN HÀNG

PGS.TS TÔ KIM NGỌC
TS. NGUYỄN THANH PHƯƠNG



GIÁO TRÌNH KINH DOANH CHỨNG KHOÁN

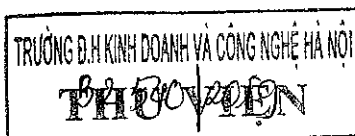


**THƯ VIỆN
HUBT**

NHÀ XUẤT BẢN BÁCH KHOA HÀ NỘI
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

HỌC VIỆN NGÂN HÀNG

GIÁO TRÌNH KINH DOANH CHỨNG KHOÁN



NHÀ XUẤT BẢN BÁCH KHOA HÀ NỘI

Hà Nội, năm 2015



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

LỜI NÓI ĐẦU

Kinh doanh chứng khoán là hoạt động kinh doanh thu hút sự tham gia của cả xã hội bao gồm các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp như công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư, các ngân hàng và các nhà đầu tư cá nhân - người tiết kiệm. Nội dung kinh doanh chứng khoán rất đa dạng, nhưng điển hình là hoạt động mua, bán chứng khoán để kiếm lời. Vì là một lĩnh vực chứa đựng rủi ro cao nên luật chơi trong kinh doanh chứng khoán rất chặt chẽ nhằm đảm bảo sự công bằng và hạn chế tối đa mức độ rủi ro thông tin cho người chơi. Việc hiểu biết rõ đặc điểm, điều kiện kinh doanh chứng khoán, các hình thức kinh doanh chứng khoán và các hoạt động hỗ trợ, các quy tắc nghề nghiệp trong kinh doanh chứng khoán cùng những rủi ro cũng như giải pháp kiểm soát rủi ro trong kinh doanh chứng khoán là rất cần thiết cho mọi tầng lớp trong xã hội.

Môn học kinh doanh chứng khoán nằm trong tổng thể các môn học thuộc chuyên ngành kinh doanh chứng khoán như thị trường chứng khoán, phân tích và đầu tư chứng khoán, quản trị danh mục đầu tư, quản lý quỹ đầu tư... Mỗi môn học có mục tiêu riêng, môn học kinh doanh chứng khoán nhằm trang bị cho sinh viên kiến thức liên quan đến các hoạt động kinh doanh chứng khoán của các tổ chức kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp như công ty chứng khoán, quỹ đầu tư và các tổ chức liên quan khác. Qua đó, môn học giúp sinh viên nắm bắt và vận dụng được các kiến thức về kinh doanh chứng khoán, thực hiện được các thao tác nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán như môi giới chứng khoán, đầu tư tự doanh, tư vấn, bảo lãnh phát hành, quản trị rủi ro và các nghiệp vụ phụ trợ khác.

Đối tượng học môn kinh doanh chứng khoán là các sinh viên thuộc chuyên ngành kinh doanh chứng khoán. Điều kiện tiên quyết của môn học này là sinh viên đã học môn phân tích và đầu tư chứng khoán.



Giáo trình ***Kinh doanh chứng khoán*** giới thiệu từ những nét tổng quan về kinh doanh chứng khoán đến các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán cụ thể và quản trị rủi ro trong kinh doanh chứng khoán. Nội dung giáo trình không chỉ cung cấp kiến thức chuyên sâu về từng kỹ năng, nghiệp vụ của các tổ chức kinh doanh chứng khoán (nghiệp vụ môi giới chứng khoán, đầu tư chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn chứng khoán, lưu ký và các hình thức giao dịch chứng khoán,...), mà còn cung cấp một số kiến thức về quản lý, phòng ngừa rủi ro trong kinh doanh chứng khoán. Giáo trình gồm 8 chương, cuối mỗi chương có tổng hợp các thuật ngữ kinh tế, những nội dung chính của từng chương và phần câu hỏi kiểm tra kiến thức, bài tập thực hành. Hệ thống các địa chỉ để truy cập thông tin, nhằm cập nhật kiến thức được liệt kê cuối cuốn sách. Hệ thống này giúp sinh viên có điều kiện tự học, tự kiểm tra kiến thức cũng như mức độ đạt được mục tiêu học phần của mình. Nội dung các chương như sau:

Chương 1. Tổng quan về kinh doanh chứng khoán

Chương 2. Môi giới chứng khoán

Chương 3. Đầu tư chứng khoán

Chương 4. Bảo lãnh phát hành chứng khoán

Chương 5. Tư vấn chứng khoán

Chương 6. Các hình thức giao dịch chứng khoán

Chương 7. Lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán

Chương 8. Quản lý rủi ro trong kinh doanh chứng khoán

Giáo trình ***Kinh doanh chứng khoán*** do PGS. TS. Tô Kim Ngọc và TS. Nguyễn Thanh Phương làm chủ biên, với sự tham gia biên soạn của các thành viên:

TS. Bùi Thị Thanh Hương, TS. Phạm Tiến Đạt, TS. Vũ Đức Nghĩa, TS. Trần Thị Xuân Anh, Th.S Nguyễn Hồng Hiệp, Th.S Đặng Tài An Trang, Th.S Lê Việt Phương, Th.S Mạc Quang Huy, Th.S Trần Thị Thu Hương, Th.S Phạm Tiến Mạnh, Th.S Nguyễn Vũ Thúc Lan, CN Lê Quốc Tuấn, CN Ngô Thị Hằng cùng tập thể chuyên viên Trung tâm Lưu ký chứng khoán, Công ty chứng khoán Bảo Việt.

Kinh doanh chứng khoán là hoạt động đa dạng có phạm vi rộng và có thể có nhiều hướng tiếp cận khác nhau. Phạm vi, hướng tiếp cận và nội dung trình bày trong cuốn sách là quan điểm của nhóm biên soạn phù hợp với yêu cầu giảng dạy chuyên ngành của Học viện Ngân hàng. Tập thể tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp của các nhà khoa học và bạn đọc để hoàn thiện cuốn sách trong lần xuất bản sau.

Xin chân thành cảm ơn và trân trọng giới thiệu cùng bạn đọc.

TM. nhóm biên soạn

Chủ biên

PGS. TS. Tô Kim Ngọc



MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU	3
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ KINH DOANH CHỨNG KHOÁN	14
1.1. Đặc điểm và điều kiện kinh doanh chứng khoán	14
1.1.1. Đặc điểm kinh doanh chứng khoán.....	14
1.1.2. Điều kiện kinh doanh chứng khoán	16
1.2. Các hình thức (nghệp vụ) kinh doanh chứng khoán .	24
1.3. Mô hình tổ chức và hoạt động của tổ chức kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp	28
1.3.1. Công ty chứng khoán	28
1.3.2. Quỹ đầu tư và Công ty quản lý quỹ đầu tư	34
1.3.3. Công ty đầu tư chứng khoán	43
TÓM TẮT CHƯƠNG 1.....	44
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	45
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 1	46
 CHƯƠNG 2: MÔI GIỚI CHỨNG KHOÁN	47
2.1. Nguồn gốc và sự phát triển hoạt động môi giới chứng khoán	48
2.1.1. Tại Mỹ.....	51
2.1.2. Tại Nhật Bản – thị trường chứng khoán Tokyo (TSE)..	53
2.1.3. Tại Đức	53

2.2. Bản chất, chức năng và các loại hình môi giới chứng khoán.....	56
2.2.1. Khái niệm hoạt động môi giới chứng khoán.....	56
2.2.2. Chức năng và vai trò của hoạt động môi giới chứng khoán.....	59
2.3. Quy trình nghiệp vụ môi giới chứng khoán.....	67
2.3.1. Hoạt động phát triển cơ sở khách hàng.....	67
2.3.2. Nhận lệnh.....	68
2.3.3. Thực hiện lệnh	77
2.3.4. Quy trình thanh toán các giao dịch chứng khoán.....	81
2.4. Cơ cấu tổ chức của công ty môi giới chứng khoán	85
2.4.1. Phòng lệnh	85
2.4.2. Bộ phận mua và bán.....	86
2.4.3. Bộ phận bảo chứng	87
2.4.4. Bộ phận thủ quỹ.....	87
2.4.5. Bộ phận quản lý hồ sơ đăng ký chứng khoán	87
2.4.6. Bộ phận kế toán	88
2.4.7. Bộ phận quản lý thu nhập chứng khoán.....	88
2.4.8. Bộ phận uỷ quyền	88
2.4.9. Bộ phận quản lý tài khoản mới	89
2.4.10. Bộ phận nghiên cứu phân tích sản phẩm đầu tư	89
2.5. Đội ngũ nhân viên của công ty môi giới chứng khoán	89
2.5.1. Người hành nghề môi giới chứng khoán	89
2.5.2. Nhân viên tác nghiệp	90
2.5.3. Nhân viên giám sát.....	92
2.5.4. Chuyên gia phân tích	93

2.6. Yêu cầu kỹ năng nghiệp vụ và đạo đức đối với nhân viên môi giới chứng khoán	94
2.6.1. Yêu cầu về kỹ năng nghiệp vụ	94
2.6.2. Chìa khóa của thành công	98
2.6.3. Kỹ năng truyền đạt thông tin của người môi giới	104
2.6.4. Kỹ năng tìm hiểu khách hàng	105
2.6.5. Tạo lập lòng tin	107
2.6.6. Tìm kiếm khách hàng có hiệu quả	111
2.6.7. Hiểu khách hàng	115
2.6.8. Thu thập thông tin về khả năng tài chính.....	117
2.6.9. Yêu cầu về phẩm chất đạo đức của người môi giới chứng khoán.....	123
TÓM TẮT CHƯƠNG 2.....	136
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	137

CHƯƠNG 3: ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN	138
3.1. Đặc điểm, nguyên tắc đầu tư chứng khoán	138
3.1.1. Đặc điểm đầu tư chứng khoán	138
3.1.2. Nguyên tắc đầu tư chung	140
3.2. Quy trình đầu tư chứng khoán	141
3.2.1. Xây dựng chính sách đầu tư.....	142
3.2.2. Phân tích và đầu tư chứng khoán	143
3.2.3. Xây dựng và quản lý danh mục đầu tư	144
3.3. Đầu tư chứng khoán và quản lý danh mục đầu tư của tổ chức	145
3.3.1. Đầu tư của Công ty chứng khoán –Tự doanh	145

3.3.2. Nghiệp vụ đầu tư của các quỹ đầu tư.....	158
3.3.3. Nghiệp vụ đầu tư của các tổ chức khác	163
3.4. Đầu tư chứng khoán của cá nhân	173
3.4.1. Trực tiếp đầu tư.....	173
3.4.2. Ủy thác đầu tư.....	174
3.4.3. Đầu tư qua Quỹ đầu tư.....	176
3.5. Các chiến thuật đầu tư	178
3.5.1. Chiến thuật đầu tư cổ phiếu	179
3.5.2. Chiến thuật đầu tư chứng khoán nợ	197
3.5.3. Chiến thuật đầu tư chứng khoán phái sinh.....	208
3.6. Nhân tố ảnh hưởng tới lựa chọn chiến lược đầu tư chứng khoán	253
TÓM TẮT CHƯƠNG 3.....	256
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	258
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 3	259

CHƯƠNG 4: BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN... 260

4.1. Khái niệm và vai trò của bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	260
4.1.1. Khái niệm về bảo lãnh phát hành chứng khoán	260
4.1.2. Vai trò của bảo lãnh phát hành.....	262
4.2. Các chủ thể tham gia quá trình bảo lãnh phát hành cổ phiếu	264
4.3. Phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và các loại hợp đồng.....	267
4.3.1. Phương thức thực hiện bảo lãnh phát hành.....	267



4.3.2. Các loại hợp đồng trong hoạt động bảo lãnh phát hành.....	269
4.4. Quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán	272
4.4.1. Quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán.	272
4.4.2. Các hình thức bảo lãnh phát hành chứng khoán	282
4.4.3. Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành cổ phiếu ra công chúng	293
4.4.4. Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu	321
TÓM TẮT CHƯƠNG 4.....	331
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	333
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 4	345
 CHƯƠNG 5: TƯ VẤN CHỨNG KHOÁN	 346
5.1. Nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán.....	346
5.2. Nghiệp vụ tư vấn tài chính doanh nghiệp	363
5.2.1. Nghiệp vụ tư vấn cổ phần hóa	363
5.2.2. Tư vấn đấu giá cổ phần	375
5.2.3. Nghiệp vụ tư vấn niêm yết chứng khoán	380
5.2.4. Tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp.....	389
5.2.5. Nghiệp vụ tư vấn mua bán, sáp nhập doanh nghiệp ...	401
TÓM TẮT CHƯƠNG 5.....	421
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	423
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 5	424

CHƯƠNG 6: CÁC HÌNH THỨC GIAO DỊCH CHỨNG

KHOẢN	425
6.1. Giao dịch chứng khoán giao ngay	425
6.2. Giao dịch chứng khoán phái sinh	427
6.2.1. Giao dịch hợp đồng kỳ hạn	427
6.2.2. Giao dịch tương lai	431
6.2.3. Giao dịch hợp đồng quyền chọn cổ phiếu (stock options)	440
6.3. Giao dịch ký quỹ	450
6.3.1. Giao dịch mua ký quỹ (margin trading).....	450
6.3.2. Bán khống (Short sales).....	465
6.4. Giao dịch khác.....	468
6.4.1. Repo chứng khoán	468
6.4.2. Ứng trước tiền bán chứng khoán	471
TÓM TẮT CHƯƠNG 6.....	473
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý.....	475
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 6.....	477

CHƯƠNG 7: LƯU KÝ, BÙ TRỪ VÀ THANH TOÁN

CHỨNG KHOÁN	478
7.1. Tổng quan hệ thống lưu ký chứng khoán	478
7.1.1. Hệ thống lưu ký chứng khoán và sự cần thiết tất yếu đối với thị trường chứng khoán.....	478
7.1.2. Vai trò của hệ thống lưu ký chứng khoán	479
7.1.3. Các mô hình hệ thống quản lý chứng khoán.....	482



7.1.4. Đặc điểm của hệ thống lưu ký tập trung so với hệ thống quản lý trực tiếp	489
7.1.5. Các nguyên tắc đảm bảo cho việc vận hành hệ thống lưu ký tập trung.....	490
7.1.6. Mô hình tổ chức và hoạt động	494
7.1.7. Các đối tượng tham gia vào hệ thống	495
7.1.8. Phạm vi cung cấp dịch vụ của hệ thống.....	501
7.2. Tổng quan về hệ thống thanh toán bù trừ chứng khoán.....	508
7.2.1. Sự cần thiết của hệ thống.....	508
7.2.2. Vai trò của hệ thống bù trừ và thanh toán với thị trường chứng khoán	509
7.2.3. Nguyên tắc chung trong hoạt động bù trừ và thanh toán chứng khoán.....	512
7.2.4. Các đối tượng tham gia hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán	515
7.2.5. Các phương thức bù trừ và thanh toán.....	519
7.2.6. Quy định về hệ thống bù trừ thanh toán ở Việt Nam ..	525
7.3. Cấu trúc hệ thống tài khoản lưu ký	530
7.4. Tác nghiệp lưu ký tại công ty chứng khoán.....	531
TÓM TẮT CHƯƠNG 7.....	567
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	569
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 7	571

CHƯƠNG 8: QUẢN LÝ RỦI RO TRONG KINH DOANH	
CHỨNG KHOÁN	572
8.1. Những vấn đề cơ bản về rủi ro trong kinh doanh chứng khoán	572
8.1.1. Khái niệm.....	572
8.1.2. Các loại rủi ro trong kinh doanh chứng khoán.....	574
8.2. Quản lý rủi ro trong kinh doanh chứng khoán	582
8.2.1. Khái niệm.....	582
8.2.2. Vai trò Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.....	584
8.2.3. Nguyên tắc quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.....	586
8.2.4. Quy trình quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.....	587
8.2.5. Các công cụ Quản lý rủi ro trong kinh doanh chứng khoán.....	591
8.3. Hệ thống giám sát rủi ro trong kinh doanh chứng khoán.....	595
8.3.1. Quy chế quản lý rủi ro	595
8.3.2. Hệ thống tiêu chuẩn CAMELS	600
8.3.3. An toàn vốn.....	604
TÓM TẮT CHƯƠNG 8.....	607
MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý	608
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 8	609
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	610
PHỤ LỤC.....	614

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ KINH DOANH CHỨNG KHOÁN

Kinh doanh là việc thực hiện một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi. Vì vậy, kinh doanh chứng khoán được hiểu là hoạt động mua bán chứng khoán của các tổ chức kinh doanh chứng khoán hoặc những dịch vụ do các tổ chức này cung cấp cho khách hàng như: môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành, quản lý tài sản, tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán. Như vậy, hoạt động kinh doanh chứng khoán có thể diễn ra trên cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Hoạt động này có đặc điểm như thế nào và chủ thể tham gia cần thỏa mãn điều kiện gì sẽ được làm rõ trong phần đầu của chương. Các chủ thể tham gia kinh doanh chứng khoán dưới hình thức nào và có mô hình tổ chức, hoạt động ra sao sẽ được giới thiệu ở phần cuối của chương.

1.1. Đặc điểm và điều kiện kinh doanh chứng khoán

1.1.1. Đặc điểm kinh doanh chứng khoán

Hoạt động kinh doanh chứng khoán của các tổ chức kinh doanh chứng khoán có một số đặc trưng cơ bản sau:

Thứ nhất, hoạt động kinh doanh của tổ chức kinh doanh chứng khoán là cung cấp và kinh doanh các dịch vụ liên quan đến chứng khoán như môi giới chứng khoán, tư vấn tài chính, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, quản lý tài sản...

Thứ hai, hoạt động kinh doanh chứng khoán có tính nhạy cảm cao và luôn chịu sự giám sát chặt chẽ của luật pháp. Mọi sự biến động về yếu tố vĩ mô, vi mô và yếu tố tâm lý của nhà đầu tư có thể

ảnh hưởng đến sự biến động giá chứng khoán và ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của chủ thể kinh doanh chứng khoán.

Thứ ba, các sản phẩm dịch vụ của tổ chức kinh doanh chứng khoán mang tính tương đồng và dễ bắt chước.

Các sản phẩm dịch vụ tổ chức kinh doanh chứng khoán cung cấp cho khách hàng rất đa dạng. Song phần lớn các sản phẩm của tổ chức kinh doanh chứng khoán này lại tương đồng với sản phẩm của tổ chức kinh doanh chứng khoán khác như môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính... Nếu một tổ chức kinh doanh chứng khoán nào triển khai dịch vụ có hiệu quả lập tức tổ chức kinh doanh chứng khoán khác thực hiện theo, hay gọi là “bắt chước”, ví dụ: giao dịch trực tuyến, tư vấn tại nhà, môi giới của môi giới... Như vậy, khái niệm sản phẩm dịch vụ mới của tổ chức kinh doanh chứng khoán phải được hiểu là sản phẩm dịch vụ mà tổ chức kinh doanh đó đưa ra thị trường trước các đối thủ cạnh tranh. Vì vậy, yếu tố cạnh tranh giữa các tổ chức kinh doanh chứng khoán là thời gian, giá cả, chất lượng các sản phẩm dịch vụ.

Thứ tư, khách hàng của Tổ chức kinh doanh chứng khoán rất đa dạng.

Khách hàng của tổ chức kinh doanh chứng khoán rất đông đảo và đa dạng, bao gồm tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết, nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư có tổ chức..., Vì vậy, tổ chức kinh doanh chứng khoán cần xây dựng chiến lược và cung ứng các sản phẩm phù hợp với từng đối tượng khách hàng khác nhau.

Thứ năm, hoạt động kinh doanh chứng khoán có khả năng sinh lời và rủi ro lớn. Sự sôi động của thị trường chứng khoán có thể mang lại cho nhà đầu tư, các tổ chức kinh doanh chứng khoán khoản thu lớn từ phí môi giới cũng như chênh lệch giá chứng khoán cao... Tuy



nhiên, trong bối cảnh thị trường suy giảm kéo dài, doanh thu môi giới giảm cũng như thua lỗ từ hoạt động tự doanh có thể làm cho nhà đầu tư, tổ chức kinh doanh chứng khoán thua lỗ lớn.

1.1.2. Điều kiện kinh doanh chứng khoán

Mỗi nước có quy định khác nhau về điều kiện kinh doanh chứng khoán. Các quy định đó có thể thay đổi tùy thuộc vào điều kiện, hoàn cảnh của mỗi nước ở từng thời kỳ. Nhìn chung, các điều đó như sau:

Đối với cá nhân

Là một nhà đầu tư chứng khoán, đặc biệt đối với chứng khoán đã niêm yết thì cá nhân mở tài khoản giao dịch chứng khoán cần đáp ứng các điều kiện sau: là những người có đủ năng lực hành vi dân sự hay nói cách khác là đã có chứng minh thư nhân dân, có mã số giao dịch chứng khoán do Trung tâm Lưu ký Chứng khoán cấp (đối với nhà đầu tư nước ngoài).

Đối với tổ chức

Các tổ chức có thể đóng vai trò là nhà đầu tư mua bán chứng khoán hoặc tổ chức thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán. Luật các nước có quy định khác nhau đối với tổ chức.

Là tổ chức chỉ đơn thuần mua bán chứng khoán, các tổ chức phải có đủ tư cách pháp nhân, có mã số giao dịch chứng khoán do Trung tâm Lưu ký Chứng khoán cấp (đối với nhà đầu tư nước ngoài).

Là tổ chức thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán như Quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán, luật các nước có quy định riêng.

Đối với công ty chứng khoán

Để được thành lập và hoạt động kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán, công ty chứng khoán cần đáp ứng các điều kiện

như Công ty chứng khoán có trụ sở làm việc, cơ sở vật chất phục vụ hoạt động kinh doanh chứng khoán; công ty chứng khoán phải có vốn điều lệ là vốn thực góp, tối thiểu bằng mức vốn pháp định theo quy định của pháp luật; Giám đốc (Tổng Giám đốc) công ty chứng khoán phải đáp ứng các tiêu chuẩn nhất định; có tối thiểu người hành nghề chứng khoán cho mỗi nghiệp vụ kinh doanh đề nghị cấp phép hoạt động; có cơ cấu cổ đông, thành viên góp vốn sở hữu công ty chứng khoán đáp ứng các quy định của luật và tuân thủ các quy định về công bố thông tin, quản trị rủi ro...

Đối với công ty quản lý quỹ

Nhìn chung, các nước đều quy định khá cụ thể về điều kiện thành lập và hoạt động của công ty quản lý quỹ. Các quy định đó bao gồm: về cơ sở vật chất, nhân sự, vốn, cơ cấu cổ đông...

- Phải tiến hành đăng kí tên và địa điểm, cơ sở vật chất cũng như hình thức tổ chức của công ty.

- Điều kiện về nhân sự: đặc biệt là số lượng giám đốc đầu tư làm việc cho công ty quản lý quỹ (năm kinh nghiệm, giấy phép hành nghề hoặc chứng nhận trình độ).

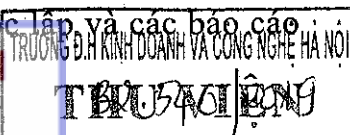
- Cơ cấu cổ đông, thành viên góp vốn của công ty quản lý quỹ: tỷ trọng của các tổ chức tài chính chuyên nghiệp (Ngân hàng, Bảo hiểm, ...), tỷ trọng của các nhà đầu tư cá nhân.

- Hiệu quả hoạt động kinh doanh: Báo cáo tình hình kinh doanh của một số năm nhất định trong quá khứ của bản thân công ty quản lý quỹ cũng như các đối tác kinh doanh, hiệu quả hoạt động (quản lý tài khoản đầu tư và quỹ đầu tư của khách hàng) của ban giám đốc đầu tư, cơ cấu cổ đông, cơ cấu và hiệu quả điều hành của Hội đồng quản trị...

- Bản cân đối kế toán được kiểm toán độc lập và các báo cáo tài chính khác.



THƯ VIỆN
HUBT



- Tính chất hoạt động kinh doanh:

+ Bản chất kinh doanh của công ty quản lý quỹ: kiểu tư vấn và cung cấp các phân tích, báo cáo;

+ Bản chất và quy mô ủy quyền của công ty quản lý quỹ trên các quỹ đầu tư và tài khoản đầu tư của khách hàng;

+ Cơ sở xác định khoản thù lao chi trả cho công ty quản lý quỹ trong dịch vụ tư vấn và quản lý Quỹ;

+ Báo cáo chứng minh hoạt động kinh doanh chính của công ty quản lý quỹ đó có bao hàm mảng hoạt động với tư cách là tổ chức tư vấn đầu tư, quản lý quỹ.

...

Ngoài ra, một số quốc gia còn quy định về việc đăng kí thành lập và hoạt động công ty quản lý quỹ theo quy mô của công ty quản lý quỹ đó, ví dụ như tại Mỹ, nhìn chung chỉ những công ty quản lý quỹ có quy mô tài sản đang được quỹ quản lý từ 25 triệu đô la Mỹ trở lên thì mới được đăng kí thành lập và hoạt động với tư cách là công ty tư vấn đầu tư (investment advisers) với Ủy ban chứng khoán nhà nước, còn lại, các công ty nhỏ hơn đăng kí theo luật bang với chính quyền cấp bang.

Ngoài ra, trong quá trình hoạt động, quản lý các Quỹ đầu tư, các công ty quản lý quỹ đã được đăng kí đều phải tuân thủ các điều kiện chặt chẽ về việc:

- Điều hành hoạt động quỹ đầu tư: không được phép thay đổi các thành phần trong chính sách đầu tư khi chưa được đại đa số phiếu biểu quyết của cổ đông quỹ thông qua thay đổi.

- Phạm vi đầu tư (tài sản đầu tư), đặc biệt không được vi phạm các hạng mục đầu tư, hành vi bị cấm bởi UBCK.

- Chế độ kế toán, báo cáo, giám sát.
- Thực hiện công khai, minh bạch thông tin (đặc biệt là các báo cáo hoạt động của quỹ đầu tư).
- Không vi phạm đạo đức nghề nghiệp: đặc biệt việc xâm phạm tài sản của Quỹ không vì mục đích tối đa hóa lợi ích cho cổ đông, gây thiệt hại cho cổ đông Quỹ.

...

Đối với Quỹ đầu tư

Cũng giống như các công ty quản lý quỹ, để được phép hoạt động trong ngành quản lý Quỹ, Quỹ đầu tư phải đáp ứng các điều kiện về hồ sơ thủ tục xin phép thành lập QĐT, cũng như phải tuân thủ các điều kiện pháp lý khác trong quá trình hoạt động. Cụ thể:

Điều kiện về mặt hồ sơ, thủ tục

Để đăng ký thành lập quỹ đầu tư, các quỹ đầu tư cần có các tài liệu sau trong quá trình chuẩn bị hồ sơ:

- Loại hình quỹ đầu tư, thời gian hoạt động.
- Kế hoạch huy động vốn thành lập quỹ.
- Chính sách đầu tư, gồm định hướng đầu tư, giới hạn đầu tư và các giới hạn khác, mô tả ngắn gọn về rủi ro đầu tư.
- Quy trình, điều kiện bảo hiểm, phân phối và thu hồi cổ phần quỹ, cũng như nguồn đáp ứng cho các hoạt động này.
- Chính sách phân phối thu nhập của quỹ.
- Các loại thưởng, thù lao và các khoản thanh toán khác cho nhà quản lý quỹ và đơn vị bảo quản tài sản lấy nguồn từ tài sản quỹ, quy mô và phương thức xác định các khoản thanh toán này.
- Loại và giá trị tối đa của các khoản phí hình thành lên chi phí hoạt động của quỹ.



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- Quy trình, điều kiện xác định và thông báo công khai về cách tính giá trị của các cổ phần quỹ cũng như việc giá phát hành và mua lại cổ phần quỹ.

- Quy trình đánh giá tài sản quỹ và cách tính toán giá trị tài sản ròng của quỹ...

Tùy theo từng quốc gia, thì các quy định này có thể có những điểm khác nhau, một số quốc gia còn quy định cụ thể mức vốn đầu tư tối thiểu mà quỹ đầu tư phải huy động được khi thành lập quỹ, cơ cấu cổ đông của quỹ đầu tư,...

Quy định trong quá trình hoạt động

Cùng với cấu trúc hoạt động của quỹ đầu tư, có một số quy định quan trọng về hoạt động của các loại hình quỹ đầu tư và công ty đầu tư nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông.

Tính minh bạch

Các quỹ đầu tư phải tuân thủ các quy định về công bố thông tin rộng rãi hơn các sản phẩm tài chính tương đương khác (các dạng tài khoản đầu tư quản lý độc lập, các quỹ tín thác đầu tư tập thể, các quỹ vốn tư nhân). Ví dụ, đối với trường hợp các quỹ tương hỗ và các quỹ ETFs ở Mỹ, thì đó chính là Bản cáo bạch. Các quỹ đầu tư này bị yêu cầu phải duy trì một bản cáo bạch hiện thời cung cấp cho các nhà đầu tư thông tin về quỹ, gồm các mục tiêu đầu tư, chiến lược đầu tư, rủi ro, phí và chi phí, hiệu quả hoạt động của quỹ cũng như việc giao dịch, thu hồi và đổi các cổ phần quỹ như thế nào. Phần quan trọng của công bố này là thông tin về hiệu quả hoạt động của quỹ và các khoản phí, chi phí được chuẩn hóa để giúp nhà đầu tư có thể dễ dàng so sánh với các quỹ đầu tư khác. Bên cạnh đó, các quỹ còn phải công bố Bản cáo bạch tóm tắt với những thông tin quan trọng về quỹ, còn các thông tin khác, đầy đủ hơn phải được công bố trên mạng hoặc trên giấy tờ theo yêu cầu.

Các quỹ cũng phải thực hiện các báo cáo về những thông tin bổ sung (SAIs-statements of additional information) cho nhà đầu tư theo yêu cầu và hoàn toàn miễn phí. Ngoài ra, các quỹ cũng phải cung cấp cho cổ đông những tài liệu công khai khác như báo cáo tài chính bán niên chưa kiểm toán và báo cáo tài chính năm kiểm toán trong vòng 60 ngày vào cuối 6 tháng và cuối năm tài khóa.

Thanh khoản và định giá hàng ngày

Gần như tất cả các quỹ phải cung cấp cho nhà đầu tư đánh giá hoạt động đầu tư dựa theo thực tế thị trường, mục tiêu và thanh khoản của danh mục đầu tư (DMĐT) của quỹ, ít nhất ở cấp độ hàng ngày.

Theo yêu cầu của Ủy ban chứng khoán (UBCK), các quỹ đầu tư phải thông qua những chính sách và quy trình định giá chứng khoán trong danh mục đầu tư và phải thiết lập các tiêu chuẩn để xác định giá trị của cổ phiếu trong những trường hợp cụ thể. Quy trình định giá hàng ngày này của quỹ sẽ đưa ra kết quả về giá trị tài sản ròng (NAV) của quỹ đầu tư. Trong trường hợp các quỹ đầu tư ở Mỹ, luật công ty đầu tư (1940) còn yêu cầu các quỹ tương hỗ phải tiến hành các giao dịch dựa trên định giá kỳ hạn (forward pricing) nhằm bảo vệ cho các cổ đông quỹ tương hỗ nhờ việc giảm thiểu khả năng cổ đông lợi dụng biến động giá chứng khoán trong danh mục của quỹ sau khi quỹ tính toán NAV để hưởng lợi.

Hoạt động kế toán và giám sát

Các quỹ đầu tư đều phải chịu hệ thống giám sát chặt chẽ từ cả nguồn nội bộ và bên ngoài. Cơ chế giám sát nội bộ là Ban quản trị gồm các giám đốc độc lập và các chương trình thực hiện đều được giám sát chặt chẽ ở cả cấp độ quỹ và cấp độ công ty quản lý quỹ. Hoạt động giám sát bên ngoài đến từ phía Ủy ban chứng khoán, Bộ Tài chính hoặc Hiệp hội quản lý ngành tài chính (FINRA) như trường



hợp ở Mỹ, hoặc đến từ một số nhà cung cấp dịch vụ như các công ty kế toán được công nhận rộng rãi.

Một trong những bộ phận giám sát nội bộ là hội đồng quản trị Quỹ. Các quỹ tương hỗ, quỹ đóng và hầu hết các quỹ ETF đều có hội đồng quản trị quỹ, hoặc các loại hình tín thác thì có Ban đại diện Quỹ. Vai trò của bộ phận là đơn vị giám sát chính. Ban quản trị đặc biệt không tham gia vào quản lý hoạt động thường ngày của quỹ. Thay vào đó, các mảng hoạt động thường nhật này được thực hiện bởi các đơn vị tư vấn đầu tư của quỹ hoặc nhà quản trị (theo hợp đồng với quỹ đầu tư).

Ban quản trị của quỹ rà soát và thông qua các hợp đồng chính với các đơn vị cung cấp dịch vụ (đặc biệt là các công ty tư vấn đầu tư), thông qua các chính sách và quy định đảm bảo hoạt động của quỹ gắn liền với luật chứng khoán, chịu trách nhiệm giám sát và rà soát tính hiệu quả trong các hoạt động của quỹ...

Ban quản trị phải duy trì một mức độ độc lập cụ thể. Đơn cử như trường hợp của Mỹ (Luật công ty đầu tư 1940 của Mỹ) đòi hỏi phải có tối thiểu 40% thành viên của hội đồng quản trị của Quỹ đầu tư phải độc lập với Ban quản lý quỹ đầu tư. Một giám đốc độc lập là một giám đốc quỹ không có bất kì mối quan hệ kinh doanh đặc biệt nào với một tổ chức tư vấn hoặc tổ chức bảo lãnh phát hành Quỹ đầu tư. Trên thực tế, phần lớn các hội đồng quản trị quỹ đầu tư thường có tỷ lệ các giám đốc độc lập khá cao. Vào cuối năm 2011, các giám đốc độc lập đã chiếm tới $\frac{3}{4}$ hội đồng quản trị của xấp xỉ 90% các tổ hợp quỹ đầu tư tại Mỹ.

Ngoài yêu cầu chi tiết và chặt chẽ về cấu phần và tính độc lập của Ban quản trị (Hội đồng quản trị) quỹ đầu tư, thì các điều khoản liên quan tới việc liên quan tới hoạt động kế toán và giám sát còn quy định cụ thể về: các đơn vị kiểm toán, các quy định phụ liên quan tới công ty quản lý quỹ.

Một số quốc gia khác còn có điều khoản quy định liên quan tới tên gọi của Quỹ, địa điểm của Quỹ đầu tư.

Giới hạn loại tài sản đầu tư và tỷ lệ đòn bẩy tài chính của Quỹ

Các quy định này là cần thiết trong việc giúp bảo vệ an toàn hoạt động và đồng thời bảo vệ một phần cho khoản vốn đầu tư của cổ đông vào quỹ, đặc biệt khi thị trường tài chính có những biến động mạnh, khó lường. Tại một số quốc gia, các quỹ đầu tư được cấp phép và thuộc quản lý, thường không được có những cấu trúc vốn phức tạp, không được đầu tư một tỷ trọng lớn vào các tài sản rủi ro có tính thanh khoản thấp và quỹ còn bị giới hạn tỷ lệ đòn bẩy tài chính.

Luật quỹ đầu tư của Cộng hòa Armenia có quy định rõ 9 nhóm tài sản thanh khoản mà các quỹ đầu tư được phép đầu tư, còn nếu các Quỹ đầu tư thực hiện vào các chứng khoán không thuộc nhóm 1-9 thì tỷ trọng vốn đầu tư vào các hạng mục chứng khoán đó không được vượt quá 10% tổng giá trị tài sản của quỹ. Bên cạnh đó, quỹ đầu tư dạng mở tại quốc gia này không được phép đầu tư vào kim loại quý và các quyền mua chứng khoán. Hay không được đầu tư quá 15% tổng giá trị tài sản của quỹ vào bất động sản...

Luật công ty đầu tư (trường hợp Mỹ) áp đặt rất nhiều các quy định khác nhau về cấu trúc vốn của các quỹ tương hỗ, quỹ đóng, quỹ ETF, gồm những giới hạn về việc phát hành các “chứng khoán được ưu tiên thanh toán” (senior securities) và bị giới hạn về việc vay nợ. Quỹ tương hỗ và quỹ ETF được phép vay ngân hàng nếu ngay sau khi vay, tổng giá trị tài sản ròng của quỹ gấp ít nhất 3 lần tổng nghĩa vụ nợ vay tích lũy. Chính những quy định giới hạn này giúp giảm thiểu đáng kể khả năng các nghĩa vụ nợ của quỹ vượt quá giá trị tài sản của quỹ, gây rủi ro cho hiệu quả hoạt động của quỹ và gây mất an toàn vốn cho nhà đầu tư.



Bảo quản tài sản

Để bảo quản tài sản, các quỹ đầu tư buộc phải duy trì chế độ bảo quản tài sản nghiêm ngặt, tách biệt khỏi tài sản của đơn vị tư vấn đầu tư. Dịch vụ của đơn vị bảo quản tài sản (thường là các ngân hàng nội địa đối với các chứng khoán nội địa và các ngân hàng quốc tế đối với các chứng khoán quốc tế hoặc đơn vị lưu ký chứng khoán) gồm: lưu giữ và thống kê tài sản quỹ, thanh toán các chi phí của quỹ, báo cáo các giao dịch không được thực hiện, báo cáo giao dịch tiền mặt, giám sát hoạt động doanh nghiệp của các công ty trong danh mục đầu tư, theo dõi các chứng khoán được tài trợ bởi vay nợ.

Ngoài ra, quỹ đầu tư hoạt động ở một số quốc gia còn bị chịu điều khoản cấm giao dịch với các tổ chức phụ thuộc. Ví dụ: Luật công ty đầu tư 1940 của Mỹ còn có rất nhiều các điều khoản chi tiết và chặt chẽ về việc cấm thực hiện giao dịch giữa quỹ đầu tư với thành phần nội bộ của quỹ đầu tư, hoặc các công ty phụ thuộc (như công ty mẹ của công ty tư vấn quỹ đầu tư).

1.2. Các hình thức (ng nghiệp vụ) kinh doanh chứng khoán

Hoạt động kinh doanh chứng khoán rất đa dạng. Tùy thuộc vào mô hình tổ chức và hoạt động của mỗi chủ thể, hình thức kinh doanh chứng khoán của các chủ thể đó là khác nhau. Các chủ thể kinh doanh chứng khoán có thể mua bán chứng khoán hoặc cung cấp các dịch vụ cho khách hàng như: môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành, quản lý tài sản, tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán.

Đầu tư chứng khoán là một trong mảng hoạt động của công ty chứng khoán (tự doanh), công ty quản lý quỹ đầu tư và công ty đầu tư chứng khoán... Mỗi chủ thể tham gia mua bán chứng khoán dựa trên năng lực tài chính, mục tiêu đầu tư và các quy định về hạn chế đầu tư

của luật cũng như điều lệ về tổ chức và hoạt động của công ty nhằm đạt sinh lời (lợi tức và chênh lệch giá chứng khoán) cao nhất.

Đầu tư chứng khoán của các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp thường có quy mô rất lớn và danh mục đầu tư rất đa dạng. Phần lớn các tổ chức đầu tư chứng khoán có tiềm lực tài chính mạnh và có thể huy động được lượng vốn lớn nên giá trị các khoản đầu tư thường lớn. Với tính chuyên nghiệp cao, khả năng tiếp cận, phân tích thông tin tốt nên các tổ chức đầu tư chứng khoán không chỉ tập trung vào một loại chứng khoán, một thị trường, một ngành nghề hay một công ty nhất định mà thường họ đầu tư vào nhiều ngành nghề khác nhau, các loại chứng khoán khác nhau, cả thị trường chứng khoán trong và ngoài nước. Dựa vào các lợi thế về nhân lực và vốn, các tổ chức đầu tư chứng khoán còn có khả năng tìm kiếm nhiều cơ hội đầu tư, thuận lợi cho việc đa dạng hóa danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro.

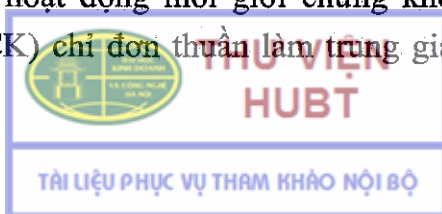
Môi giới chứng khoán

Hoạt động môi giới chứng khoán được thực hiện bởi các nhà môi giới chứng khoán và công ty môi giới chứng khoán.

Nhà môi giới chứng khoán sẽ cung cấp cho nhà đầu tư những thông tin cần thiết, những ý tưởng đầu tư, những lời khuyên mang tính thời điểm hay mang tính chiến lược và giúp người đầu tư thực hiện các giao dịch theo cách có lợi nhất. Nhà môi giới chứng khoán thực hiện mua bán chứng khoán theo đúng yêu cầu của khách hàng, là trung gian kết nối giữa người mua và người bán.

Thông thường các nhà môi giới không hoạt động với tư cách độc lập mà họ tổ chức thành từng công ty.

Khi thực hiện hoạt động môi giới chứng khoán, các công ty chứng khoán (CTCK) chỉ đơn thuần làm trung gian để hưởng hoa



hồng, khách hàng là người yêu cầu thực hiện và hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với hậu quả kinh tế của việc giao dịch đó.

Nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán

Các tổ chức cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành thường có đội ngũ chuyên gia giỏi về chứng khoán, am hiểu thị trường, có tiềm lực tài chính. Bảo lãnh phát hành là hoạt động hỗ trợ cho tổ chức phát hành trong việc phân phối chứng khoán thông qua thỏa thuận mua chứng khoán để bán lại.

Hoạt động bảo lãnh phát hành gồm:

- Nghiên cứu và tư vấn cho tổ chức phát hành về các thủ tục pháp lý liên quan đến đợt phát hành, tư vấn thời điểm phát hành, loại chứng khoán phát hành, giá phát hành...

- Thỏa thuận với các nhà bảo lãnh khác trong việc tiếp thị, phân phối chào bán chứng khoán.

- Quản lý phân phối và thanh toán chứng khoán.

Khi thực hiện một đợt phát hành chứng khoán thông qua bảo lãnh, tổ chức phát hành sẽ lựa chọn một hoặc một tổ hợp bảo lãnh với một hoặc nhiều tổ chức bảo lãnh chính phù hợp và ký hợp đồng bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh chính thay mặt cho các thành viên khác trong tổ hợp để thực hiện hợp đồng bảo lãnh.

Tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán

Nghiệp vụ tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán của công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư là nghiệp vụ tư vấn các vấn đề liên quan đến tài chính của doanh nghiệp, của Chính phủ hay liên quan đến giá trị chứng khoán. Đối tượng khách hàng tư vấn chủ yếu của công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư là các doanh nghiệp và các nhà đầu tư chứng khoán. Do có ảnh hưởng đến những

quyết định về tài chính, về mua bán chứng khoán của đông đảo các chủ thể phát hành, nhà đầu tư nên hoạt động này có tác động rất lớn đến sự phát triển của thị trường chứng khoán và nền kinh tế.

Quản lý danh mục đầu tư

Tùy theo quy định của từng nước, các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư có thể được phép hoặc không được phép thực hiện nghiệp vụ này.

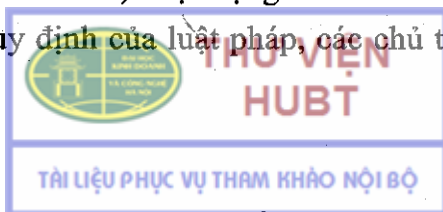
Quản lý danh mục đầu tư là xây dựng một danh mục các loại chứng khoán, tài sản đầu tư đáp ứng tốt nhu cầu của chủ đầu tư và sau đó theo dõi, điều chỉnh danh mục này đáp ứng mục tiêu đề ra. Yếu tố quan trọng mà chủ đầu tư quan tâm đó là mức độ rủi ro họ có thể chấp nhận được, đây cũng chính là cơ sở cho công ty chứng khoán xác định danh mục đầu tư sao cho mức lợi nhuận thu được là tối ưu với rủi ro không vượt mức đã chấp nhận trước.

Tổ chức kinh doanh chứng khoán được hưởng phí quản lý danh mục đầu tư và có quyết định việc lập danh mục đầu tư cho khách hàng trong khuôn khổ và hạn chế đã thoả thuận. Rủi ro, lợi nhuận cũng như thua lỗ của danh mục đều do khách hàng được hưởng hoặc gánh chịu trong phạm vi đã thoả thuận với tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Một công ty khi thực hiện nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư đều có thể đưa ra những nguyên tắc hoạt động riêng của mình. Tuy nhiên, các nguyên tắc cơ bản thường phải tuân thủ là: đa dạng hoá, tôn trọng mục tiêu của nhà đầu tư về mức độ rủi ro, lợi nhuận chấp nhận, thực hiện nhiệm vụ trong phạm vi quyền hạn cho phép được quy định trong hợp đồng quản lý danh mục đầu tư.

Nghiệp vụ khác

Tùy thuộc vào tổ chức, hoạt động của mỗi chủ thể kinh doanh chứng khoán và quy định của luật pháp, các chủ thể kinh doanh có



thể thực hiện các nghiệp vụ phụ trợ khác ngoài các nghiệp vụ nêu trên như: công ty chứng khoán (thực hiện nghiệp vụ tín dụng, tư vấn tài chính, lưu ký chứng khoán), công ty quản lý quỹ đầu tư (quản lý gia sản...).

1.3. Mô hình tổ chức và hoạt động của tổ chức kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp

Để hình thành và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) hiệu quả, một yếu tố không thể thiếu được là các chủ thể tham gia kinh doanh trên TTCK. Các chủ thể đó phải kể đến là công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, công ty đầu tư chứng khoán...

1.3.1. Công ty chứng khoán

Mục tiêu của hình thành TTCK là thu hút vốn đầu tư dài hạn cho việc phát triển kinh tế và tạo tính thanh khoản cho các loại chứng khoán. Do vậy, để thúc đẩy TTCK hoạt động một cách có hiệu quả cần phải có sự ra đời và hoạt động của CTCK.

Công ty chứng khoán được hiểu là “tổ chức tài chính trung gian được thành lập hợp pháp và thực hiện một hoặc một số loại hình kinh doanh chứng khoán”.

CTCK là tổ chức tài chính trung gian hoạt động trên TTCK - một thị trường có mức độ nhạy cảm cao và có ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế. Do vậy, CTCK thuộc loại hình kinh doanh có điều kiện, tức là CTCK phải đáp ứng các điều kiện do luật pháp quy định và khi triển khai hoạt động, CTCK phải tuân theo những nguyên tắc ứng xử riêng có của ngành chứng khoán. Điều kiện này chính là những đặc điểm khác biệt giữa hoạt động của CTCK với hoạt động của các loại hình doanh nghiệp trong các lĩnh vực khác. Đặc điểm này bao gồm:

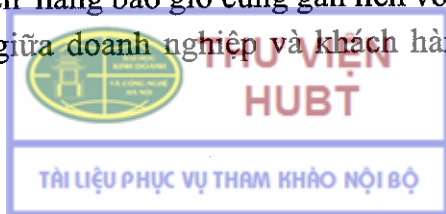
+ Đặc điểm về vốn. Đối với công ty hoạt động trong các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, thương mại dịch vụ thì yêu cầu của pháp luật về vốn cho việc thành lập là không có. Tuy nhiên, đối với CTCK lại khác, CTCK muốn thành lập phải đáp ứng yêu cầu về mức vốn pháp định mà luật pháp quy định. Quy định về mức pháp định để thành lập CTCK là khác nhau và tùy thuộc vào quy định của từng nước trong từng thời kỳ.

Quy định này nhằm đảm bảo cho CTCK có tiềm lực tài chính đủ mạnh để thực hiện tốt các hoạt động nghiệp vụ và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư.

+ Đặc điểm về nhân sự và đội ngũ lãnh đạo: Đây là lĩnh vực hoạt động có nghiệp vụ phức tạp, có độ rủi ro cao, mức độ ảnh hưởng tới đời sống kinh tế xã hội lớn nên đòi hỏi nhân viên và lãnh đạo CTCK phải là người có trình độ nhất định, có tư cách đạo đức nghề nghiệp và có chứng chỉ hành nghề do cơ quan có thẩm quyền cấp. Bên cạnh đó, đối với đội ngũ lãnh đạo đòi hỏi phải có trình độ quản lý, không vi phạm pháp luật, có giấy phép đại diện do cơ quan có thẩm quyền cấp.

+ Đặc điểm về cơ sở vật chất kỹ thuật: Khi tiến hành đăng ký hoạt động, CTCK phải đáp ứng yêu cầu về trụ sở phù hợp cho việc kinh doanh chứng khoán. Đặc điểm này xuất phát từ đặc điểm của hoạt động kinh doanh chứng khoán là cần phải có sàn giao dịch. Bên cạnh đó, CTCK đòi hỏi phải có hệ thống trang thiết bị hiện đại phục vụ cho quá trình truyền lệnh của khách hàng, thông báo kết quả giao dịch cũng như giúp khách hàng kiểm tra số dư tài khoản hoặc tìm kiếm thông tin...

+ Đặc điểm về xung đột lợi ích giữa quyền lợi của khách hàng và CTCK: Trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh hay cung cấp dịch vụ thì lợi ích của khách hàng bao giờ cũng gắn liền với lợi ích của chính doanh nghiệp và giữa doanh nghiệp và khách hàng không có mâu



thuận về lợi ích. Tuy nhiên, đối với hoạt động của CTCK, bên cạnh việc cung ứng các dịch vụ tốt nhất cho khách hàng thì giữa CTCK và khách hàng đôi khi xảy ra mâu thuẫn về lợi ích. Những hoạt động mà CTCK tiến hành có thể dẫn tới xung đột lợi ích là hoạt động môi giới, tự doanh và tư vấn đầu tư chứng khoán. Do vậy, đặc điểm này tạo ra sự khác biệt trong hoạt động của CTCK trên TTCK so với các loại hình kinh doanh trong các lĩnh vực khác.

Cơ cấu tổ chức của công ty chứng khoán

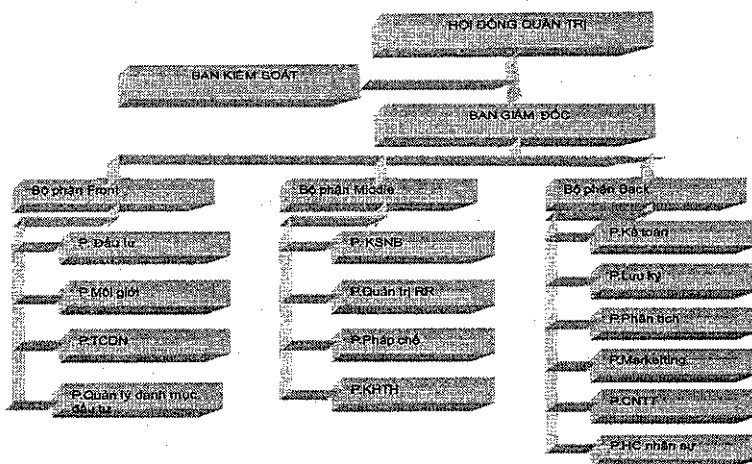
Hình thức pháp lý của công ty chứng khoán có thể là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty hợp doanh hay thậm chí có thể là doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhà nước. Mỗi loại hình này đều có lợi thế và bất lợi riêng, song đa số các nước quy định loại hình công ty chứng khoán là công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn, vì trên thực tế, hai loại hình tổ chức này có những lợi thế về quyền sở hữu, quản trị điều hành, huy động vốn.

Cơ cấu tổ chức của công ty chứng khoán phụ thuộc vào loại hình nghiệp vụ mà công ty thực hiện cũng như quy mô hoạt động kinh doanh chứng khoán. Tuy nhiên, chúng đều có đặc điểm chung là hệ thống các phòng ban chức năng được chia làm hai khối tương ứng với hai khối công việc mà công ty chứng khoán đảm nhận.

Khối I (front office): Do một phó giám đốc trực tiếp phụ trách, thực hiện các giao dịch mua bán kinh doanh chứng khoán, nói chung là có liên hệ với khách hàng. Khối này đem lại thu nhập cho công ty bằng cách đáp ứng nhu cầu khách hàng và tạo ra các sản phẩm phù hợp với nhu cầu đó.

Trong khối này, ứng với một nghiệp vụ chứng khoán cụ thể, công ty có thể tổ chức một phòng để thực hiện.

Sơ đồ 1.1: Cơ cấu tổ chức của Công ty chứng khoán.



Khối II (back office) cũng do một phó giám đốc phụ trách, thực hiện các công việc yểm trợ cho khối I. Nói chung, bất kỳ một nghiệp vụ nào ở khối I đều cần có sự trợ giúp của các phòng ban thuộc khối II.

Ngoài sự phân biệt rõ ràng hai khối cơ bản trên, công ty chứng khoán còn có thêm một số phòng như phòng cấp vốn, phòng tín dụng... nếu công ty này được thực hiện các nghiệp vụ mang tính ngân hàng. Bên cạnh đó, nhiều công ty chứng khoán có thể có thêm khối quản lý rủi ro nhằm chuyên môn hóa công tác đánh giá, đo lường rủi ro và đề xuất các giải pháp hạn chế rủi ro.

Đối với những công ty chứng khoán lớn, còn có thêm chi nhánh ở các địa phương, hoặc các nước khác nhau; hay có thêm phòng quan hệ quốc tế...

Để thuận tiện cho quan hệ với khách hàng, mạng lưới tổ chức một công ty chứng khoán thường gồm văn phòng trung tâm và các chi nhánh hoặc văn phòng giao dịch tại các địa phương, khu vực cần thiết.

Hoạt động của công ty chứng khoán

*** Mô hình hoạt động của công ty chứng khoán**

Hiện nay, trên thế giới có hai mô hình phổ biến về công ty chứng khoán sau:

- Mô hình công ty chuyên doanh chứng khoán

Theo mô hình này, hoạt động kinh doanh chứng khoán sẽ do các công ty chứng khoán độc lập, chuyên môn hóa trong lĩnh vực chứng khoán đảm nhận, các ngân hàng không được tham gia vào kinh doanh chứng khoán. Mô hình này được áp dụng ở nhiều nước như Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, Canada...

Mô hình này có ưu điểm là hạn chế được rủi ro cho hệ thống ngân hàng, tạo điều kiện cho TTCK phát triển. Tuy nhiên, khả năng san bằng rủi ro trong kinh doanh bị hạn chế. Trong thời gian gần đây, các nước áp dụng mô hình này có xu hướng giảm dần sự hạn chế đối với ngân hàng thương mại trong nghiệp vụ chứng khoán.

- Mô hình công ty đa năng

Có hai loại công ty đa năng:

+ Ngân hàng đa năng một phần: Ở đây các ngân hàng muốn kinh doanh chứng khoán phải thành lập công ty con kinh doanh độc lập.

+ Ngân hàng đa năng hoàn toàn: Các ngân hàng thương mại được phép kinh doanh tổng hợp (chứng khoán, bảo hiểm, tiền tệ).

Mô hình này có ưu điểm là sự kết hợp đa năng rất cao, do đó mà giảm bớt rủi ro trong hoạt động kinh doanh chung, có khả năng chịu đựng các biến động của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, nếu như thị trường có biến động mạnh thì hoạt động kinh doanh sẽ bị ảnh hưởng nếu không tách bạch rõ ràng các nghiệp vụ kinh doanh.

Thường thường, các nước châu Âu, Anh, Úc thường áp dụng mô hình ngân hàng đa năng.

**Hoạt động của công ty chứng khoán*

Các CTCK có thể thực hiện một hoặc một số nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán tùy thuộc vào quy định của mỗi nước: môi giới chứng khoán, tự doanh, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán, lưu ký chứng khoán...

Trong bối cảnh hội nhập, các CTCK tiến hành các nghiệp vụ đó không những trong phạm vi quốc gia mà còn cả quốc tế. Điều này mang lại cho các CTCK nhiều cơ hội lớn và phải đối phó với những thách thức lớn.

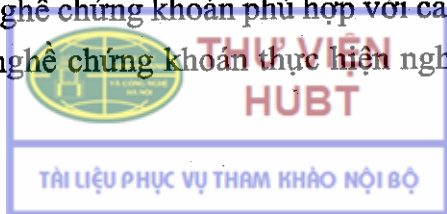
CTCK phải tuân thủ các nguyên tắc hoạt động sau:

- Công ty chứng khoán phải ban hành quy trình nghiệp vụ, quy trình kiểm soát nội bộ và quản trị rủi ro áp dụng cho các nghiệp vụ được cấp phép hoạt động.

- Công ty chứng khoán phải ban hành các quy tắc đạo đức hành nghề phù hợp với nghiệp vụ kinh doanh của công ty.

- Công ty chứng khoán phải đảm bảo tách biệt về văn phòng làm việc, nhân sự, hệ thống dữ liệu, báo cáo giữa các bộ phận nghiệp vụ để đảm bảo tránh xung đột lợi ích giữa công ty chứng khoán với khách hàng hoặc giữa các khách hàng với nhau. Công ty chứng khoán phải công bố cho khách hàng biết trước về những xung đột lợi ích có thể phát sinh giữa công ty chứng khoán, người hành nghề chứng khoán và khách hàng.

- Công ty chứng khoán phải bố trí người hành nghề chứng khoán có chứng chỉ hành nghề chứng khoán phù hợp với các nghiệp vụ hoạt động. Người hành nghề chứng khoán thực hiện nghiệp vụ tự doanh



chứng khoán không được đồng thời thực hiện nghiệp vụ môi giới chứng khoán.

- Công ty chứng khoán không được đưa ra nhận định hoặc bảo đảm với khách hàng về mức thu nhập hoặc lợi nhuận đạt được trên khoản đầu tư của mình hoặc bảo đảm khách hàng không bị thua lỗ, trừ trường hợp đầu tư vào chứng khoán có thu nhập cố định.

- Công ty chứng khoán không được tiết lộ thông tin về khách hàng, trừ trường hợp được khách hàng đồng ý hoặc theo yêu cầu của cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền.

- Công ty chứng khoán không được thực hiện những hành vi làm cho khách hàng và nhà đầu tư hiểu nhầm về giá chứng khoán.

- Công ty chứng khoán đưa ra dự báo giá hoặc khuyến nghị giao dịch liên quan đến một loại chứng khoán cụ thể trên các phương tiện truyền thông phải ghi rõ cơ sở phân tích và nguồn trích dẫn thông tin.

1.3.2. Quỹ đầu tư và Công ty quản lý quỹ đầu tư

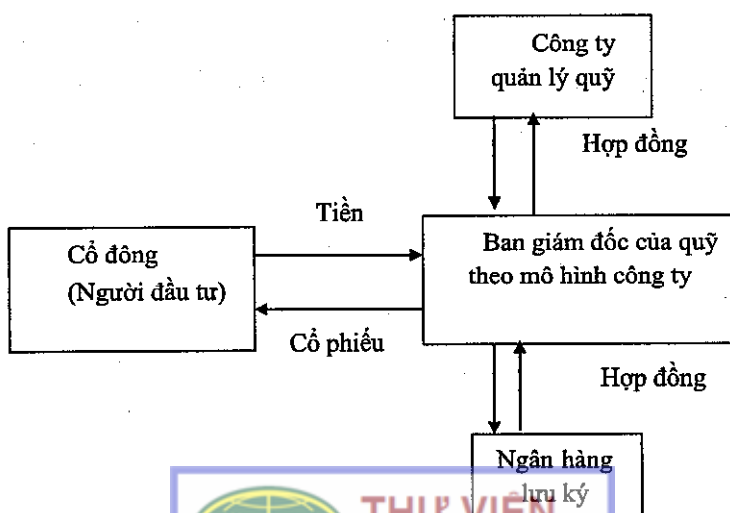
Quỹ đầu tư là một định chế tài chính trung gian phi ngân hàng, thu hút tiền nhàn rỗi từ các nguồn khác nhau để đầu tư vào các cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ hay các loại tài sản khác. Tất cả các khoản đầu tư này đều được quản lý chuyên nghiệp, chặt chẽ bởi công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát và cơ quan thẩm quyền khác.

Đối với Quỹ đầu tư, xét theo mô hình tổ chức, các quỹ đầu tư được phân loại thành hai nhóm: Quỹ đầu tư dạng công ty (Quỹ đầu tư dạng công ty cổ phần, Quỹ đầu tư dạng cấu trúc công ty hợp danh,...) và Quỹ đầu tư dạng hợp đồng, Quỹ tín thác...

Với cấu trúc dạng công ty, Quỹ đầu tư là một pháp nhân. Cơ quan điều hành cao nhất của Quỹ là hội đồng quản trị do các cổ đông (nhà đầu tư vào Quỹ đầu tư) bầu ra. Trong mô hình này, công ty quản lý

quỹ hoạt động như một nhà tư vấn đầu tư, chịu trách nhiệm tiến hành phân tích đầu tư, quản lý danh mục đầu tư và thực hiện các công việc quản trị kinh doanh khác. Ngoài ra còn có các chủ thể khác tham gia vào quá trình quản lý hoạt động của quỹ tùy theo quy định và đặc thù hoạt động của từng ngành quản lý quỹ của từng quốc gia khác nhau như: tổ chức bảo lãnh phát hành, tổ chức quản trị, đại lý chuyên nhượng, ngân hàng bảo quản tài sản, tổ chức kế toán độc lập. Với mô hình Quỹ đầu tư dạng công ty, các cổ đông Quỹ có quyền quyết định và tham gia trực tiếp cùng với công ty quản lý, nhà quản lý quỹ vào việc điều hành hoạt động của Quỹ đầu tư. Ngoài ra, quyền của người đầu tư vào quỹ theo mô hình công ty (cổ đông) tương tự với người đầu tư vào những công ty khác đó là những quyền của chủ sở hữu đối với công ty như quyền tham dự Đại hội đồng cổ đông; bầu Hội đồng quản trị; biểu quyết, quyết định các vấn đề quan trọng của công ty. Bên cạnh đó, các cổ đông còn có quyền được biểu quyết đối với những vấn đề phát sinh, theo quy định của Luật doanh nghiệp. Chúng thường bao gồm những vấn đề về sự thay đổi trong mục tiêu đầu tư của quỹ, việc tăng phí quản lý quỹ...

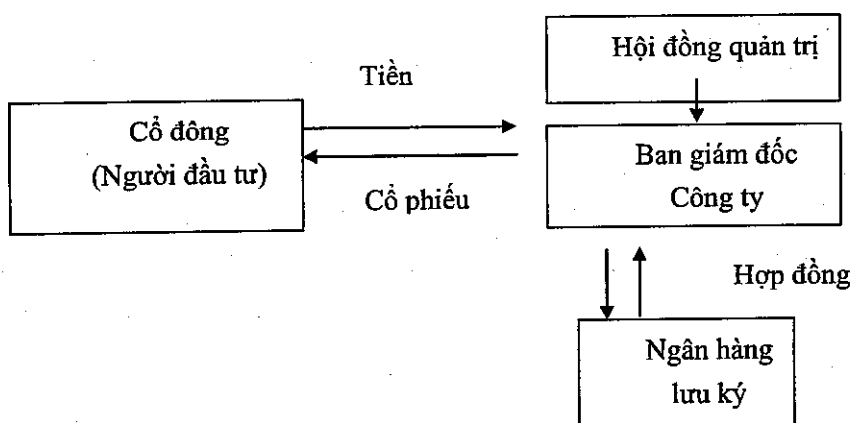
Hình 1.1 Mô hình tổ chức pháp lý Quỹ đầu tư dạng công ty



Nhìn chung, các quỹ đầu tư chứng khoán theo mô hình công ty có thể được thành lập với thời hạn hoạt động không xác định hoặc được xác định tại thời điểm thành lập. Nếu thời hạn của quỹ được xác định thì thường từ 5 đến 25 năm, đến khi kết thúc thời gian hoạt động, quỹ tiến hành thanh lý tài sản và trả cho người đầu tư.

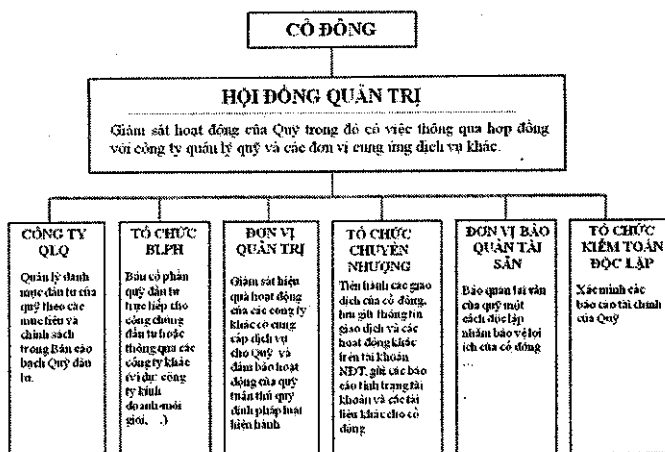
Ngoài mô hình phổ biến trên, quỹ đầu tư dạng công ty có thể được thiết lập theo hình thức tự quản lý (quản lý bên trong), không có sự tham gia của công ty quản lý quỹ. Khi đó mô hình quỹ đầu tư sẽ là:

Hình 1.2. Mô hình tổ chức pháp lý Quỹ đầu tư

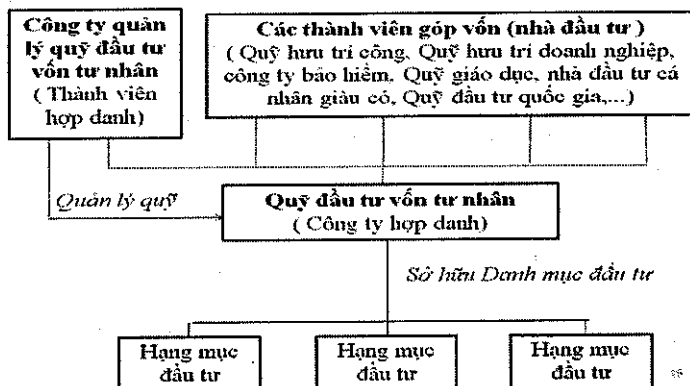


Hai dạng Quỹ đầu tư điển hình là dạng Quỹ đầu tư dạng công ty cổ phần (phổ biến với các Quỹ tương hỗ) và Quỹ đầu tư dạng công ty hợp danh (phổ biến với các Quỹ đầu tư vốn tư nhân).

Hình 1.3. Mô hình cấu trúc của Quỹ tương hỗ (Mutual Fund)



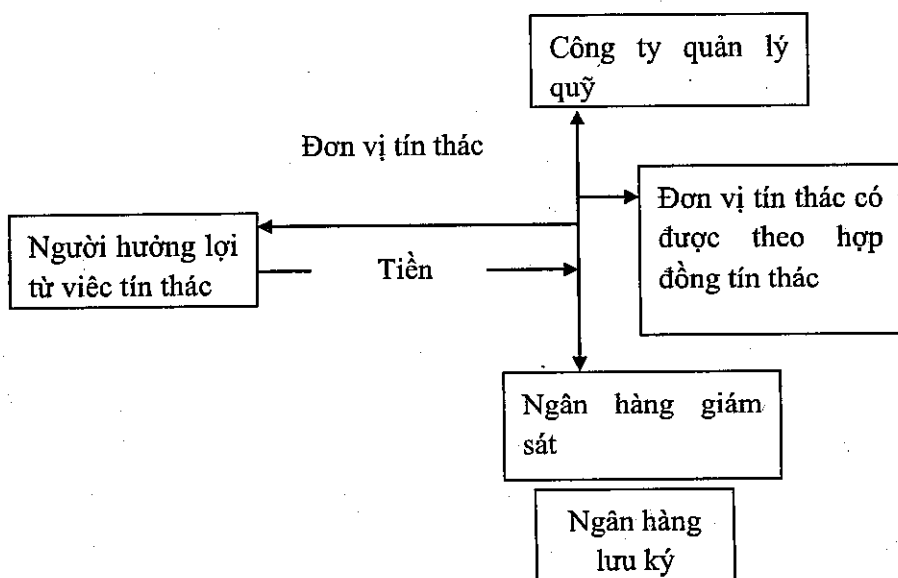
Hình 1.4. Mô hình cấu trúc Quỹ đầu tư vốn tư nhân (Private Equity)



Với Quỹ đầu tư dạng công ty hợp danh, những nhà đầu tư đầu tư vào quỹ (Quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm, cá nhân giàu có, quỹ giáo dục, ...) đóng vai trò là các thành viên góp vốn (limited partners) không tham gia vào việc quản lý quỹ đầu tư mà chỉ góp vốn và được hưởng lợi ích từ hoạt động của Quỹ đầu tư tương ứng với số vốn góp của mình, trong khi đó Công ty quản lý quỹ đóng vai trò là thành viên hợp danh (General Partner) sẽ chịu trách nhiệm về việc huy động vốn, thành lập quỹ, trực tiếp quản lý hoạt động quản lý quỹ và đồng thời cũng phải đóng góp một tỷ lệ vốn trong giai đoạn huy động vốn thành lập quỹ.

Khác với mô hình Quỹ đầu tư dạng công ty, Quỹ đầu tư dạng tín thác không có tư cách pháp nhân. Quỹ tín thác này được tạo lập bằng việc ký kết hợp đồng tín thác giữa công ty quản lý quỹ và người được tín thác (hay còn gọi là ban ủy thác (Board of trustees), là đại diện cho quyền và lợi ích của các nhà đầu tư đầu tư vào Quỹ. Người đầu tư trở thành người được hưởng lợi của quỹ bằng việc đóng tiền vào quỹ và sau đó được nắm giữ đơn vị hưởng lợi của quỹ hay còn gọi là chứng chỉ quỹ đầu tư. Ban ủy thác có quyền thay đổi công ty quản lý quỹ nếu công ty quản lý quỹ không làm tròn bổn phận của mình theo yêu cầu đã thỏa thuận trong hợp đồng và theo quy định của pháp luật về quỹ. Vì vậy có thể coi người được tín thác trong mô hình quỹ tín thác có vai trò, trách nhiệm tương tự như hội đồng quản trị trong quỹ theo mô hình công ty. Quyền bỏ phiếu của người nắm giữ đơn vị tín thác bị hạn chế hơn so với người nắm giữ cổ phiếu đối với quỹ theo mô hình công ty, mặc dù những vấn đề cần phải quyết định thông qua biểu quyết ở đại hội đồng những người đầu tư là tương tự nhau ở cả hai mô hình.

Hình 1.5. Mô hình tổ chức quỹ đầu tư dạng tín thác



Ngoài quỹ đầu tư dạng tín thác và dạng công ty, còn có **Quỹ đầu tư chứng khoán theo mô hình hợp đồng**.

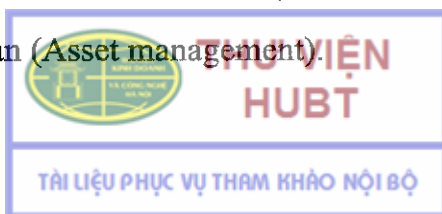
Mô hình quỹ đầu tư theo dạng hợp đồng được thành lập trên cơ sở hợp đồng được ký giữa người đầu tư và công ty quản lý quỹ để cung cấp dịch vụ quản lý khoản tiền đầu tư chung phần theo hợp đồng ký kết và theo các văn bản điều chỉnh cơ bản có liên quan (đôi khi gọi là các quy định về quỹ đầu tư). Công ty quản lý quỹ phải ký hợp đồng với ngân hàng lưu ký để cung cấp dịch vụ lưu ký cho quỹ, như một phần không thể thiếu trong quá trình quản lý quỹ theo quy định của cơ quan quản lý.

Lợi ích của người tham gia vào quỹ tùy thuộc vào mức độ mà người đó đóng góp vào quỹ. Quyền của người đầu tư vào quỹ được xác định theo hợp đồng với công ty quản lý quỹ và theo luật tín thác đầu tư, luật mà chỉ rõ những yêu cầu đối với các điều khoản của hợp đồng này. Những quyền này thường thấp hơn những quyền của cổ đông của quỹ theo mô hình công ty hoặc của người hưởng lợi của quỹ theo mô hình tín thác; không như những mô hình trên, người đầu tư vào quỹ theo mô hình hợp đồng thường không có quyền biểu quyết về những thay đổi của quỹ mặc dù những thay đổi này về có thể ảnh hưởng đến lợi ích của họ ví như việc tăng phí quản lý chẳng hạn.

Công ty quản lý quỹ đầu tư là tổ chức kinh doanh chứng khoán trên thị trường với hoạt động quản lý quỹ đầu tư, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán, tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán.

Thực chất về hoạt động của công ty quản lý quỹ là thực hiện chức năng về quản lý vốn tài sản thông qua việc đầu tư theo danh mục đầu tư hiệu quả nhất làm gia tăng giá trị của quỹ đầu tư với 2 hoạt động chính là quản lý tài sản và tư vấn đầu tư, tư vấn tài chính.

+ Quản lý tài sản (Asset management).



- Huy động và quản lý vốn và tài sản.
- Tập trung đầu tư theo mục tiêu và chiến lược đầu tư để hình thành danh mục đầu tư.
- Quản lý đầu tư chuyên nghiệp.

Các quỹ đầu tư được quản lý bởi các chuyên gia có kỹ năng và giàu kinh nghiệm người mà được lựa chọn định kỳ căn cứ vào tổng lợi nhuận họ làm ra. Những chuyên gia không tạo ra lợi nhuận sẽ bị thay thế. Một trong những nhân tố quan trọng trong việc chọn lựa quỹ đầu tư tốt là quỹ đó phải được quản lý tốt nhất.

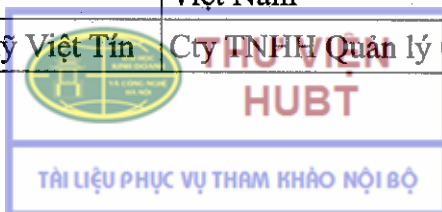
+ Tư vấn đầu tư và tư vấn tài chính

- Thực hiện việc tư vấn đầu tư và tư vấn về quản trị cho các khách hàng.
- Hỗ trợ khách hàng tối ưu hóa các khoản đầu tư thông qua các công cụ tài chính.
- Tối ưu hóa các nguồn vốn cho các nhà đầu tư.

Mô hình cấu trúc pháp lý của công ty quản lý quỹ đầu tư khác hẳn so với các Quỹ đầu tư, đó là mô hình pháp lý dạng công ty tức là chủ thể có tư cách pháp nhân. Giống như một doanh nghiệp thông thường, công ty quản lý quỹ đầu tư trên thế giới và ở Việt Nam đều có thể được tổ chức dưới dạng công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty liên doanh, ... tùy theo cơ cấu chủ sở hữu của công ty quản lý quỹ. Tại Việt Nam, mô hình công ty quản lý Quỹ dưới dạng cấu trúc công ty cổ phần hiện nay đang chiếm ưu thế.

Bảng 1.1. Tổng hợp các Công ty quản lý quỹ tại Việt Nam theo mô hình tổ chức

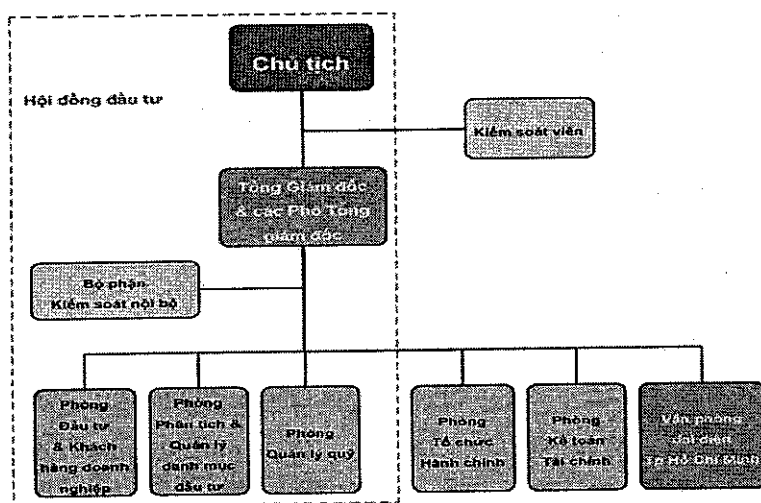
CTCP Quản lý Quỹ Bông Sen	CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán Thái Dương
CTCP Quản lý Quỹ AIC	CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán Việt Long
CTCP Quản lý Quỹ Dầu khí Toàn Cầu	CTCP Quản lý QĐT FPT
CTCP Quản lý Quỹ Hùng Việt	CTCP Quản lý QĐT MB
CTCP Quản lý Quỹ Hợp Lực Việt Nam	CTCP Quản lý QĐT SGI
CTCP Quản lý Quỹ Hữu Nghị	CTCP Quản lý QĐT Sài Gòn - Hà Nội
CTCP Quản lý Quỹ Lộc Việt	CTCP Quản lý QĐT Thành Việt
CTCP Quản lý Quỹ Phú Hưng	CTCP Quản lý QĐT Tài chính Dầu khí
CTCP Quản lý Quỹ Quốc tế	CTCP Quản lý QĐT Việt Nam
CTCP Quản lý Quỹ Sabeco	CTCP Quản lý Quỹ Đối tác Toàn Cầu
CTCP Quản lý Quỹ Sài Gòn	CTCP Quản lý Quỹ Đầu tư Sao Vàng
CTCP Quản lý Quỹ Thái Bình Dương	Cty TNHH một thành viên Quản lý Quỹ ACB
CTCP Quản lý Quỹ Thăng Long	Cty TNHH một thành viên Quản lý quỹ ACE LIFE
CTCP Quản lý Quỹ Tín Phát	Cty TNHH Quản lý Quỹ Bảo Việt
CTCP Quản lý Quỹ VAM Việt Nam	Cty TNHH Quản lý Quỹ Eastspring Investments
CTCP Quản lý Quỹ VinaWealth	Cty TNHH Quản lý Quỹ Kỹ Thương
CTCP Quản lý Quỹ Việt Cát	Cty TNHH Quản lý Quỹ Manulife Việt Nam
CTCP Quản lý Quỹ Việt Tín	Cty TNHH Quản lý Quỹ SSI



CTCP Quản lý QĐT An Phát	Cty TNHH Quản lý QĐT chứng khoán Đông Á
CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán An Bình	Công ty Liên doanh Quản lý QĐT chứng khoán Vietcombank
CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán An Phúc	Công ty Liên doanh Quản lý đầu tư BIDV - VIETNAM PARTNERS
CTCP Quản lý QĐT chứng khoán Bản Việt	Công ty TNHH một thành viên QLQ Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam
CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán Liên Minh VN	Cty TNHH một thành viên Quản lý QĐT chứng khoán I.P.A.
CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán Minh Việt	Cty TNHH một thành viên Quản lý Quỹ Dai-ichi Life VN
CTCP Quản lý QĐT Chứng khoán Phương Đông	

Nguồn: Ủy ban chứng khoán Nhà nước (<http://www.ssc.gov.vn>)

Hình 1.6. Mô hình cấu trúc pháp lý (Cty TNHH) Công ty TNHH 1 thành viên QLQ Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam.



(Nguồn: website Công ty QLQ Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam)

Để thành lập công ty quản lý quỹ, tổ chức thành lập phải thỏa mãn các điều kiện nhất định. Mỗi nước có quy định khác nhau về điều kiện thành lập. Các điều kiện được đề cập đến ở nhiều nước là quy định về tư cách pháp nhân của chủ thể góp vốn, vốn pháp định, cơ sở vật chất kỹ thuật và nhân sự.

1.3.3. Công ty đầu tư chứng khoán

Công ty đầu tư chứng khoán tự quản lý vốn đầu tư hoặc ủy thác cho một công ty quản lý quỹ quản lý hoặc thuê công ty quản lý quỹ tư vấn đầu tư và tự mình thực hiện giao dịch. Trường hợp công ty đầu tư chứng khoán thuê công ty quản lý quỹ quản lý vốn đầu tư thì Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc (nếu có), Chủ tịch Hội đồng quản trị và tối thiểu 2/3 thành viên Hội đồng quản trị của công ty đầu tư chứng khoán phải độc lập với công ty quản lý quỹ.

Công ty đầu tư chứng khoán nước ngoài hoặc quỹ đầu tư chứng khoán nước ngoài dạng pháp nhân muốn đầu tư vào Việt Nam phải ủy thác cho công ty quản lý quỹ trong nước hoặc thành lập chi nhánh tại Việt Nam để quản lý vốn đầu tư.

Điều kiện thành lập công ty đầu tư chứng khoán phải kể đến là điều kiện về vốn, hình thức pháp lý, nhân sự, cơ sở vật chất kỹ thuật.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Kinh doanh chứng khoán được hiểu là hoạt động mua bán chứng khoán hoặc cung cấp các dịch vụ liên quan đến chứng khoán như môi giới chứng khoán, tự doanh, bảo lãnh phát hành, quản lý tài sản, tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán.

Hoạt động kinh doanh chứng khoán của các tổ chức kinh doanh chứng khoán có một số đặc trưng cơ bản như: cung cấp và kinh doanh các dịch vụ liên quan đến chứng khoán, có tính nhạy cảm cao và luôn chịu sự giám sát chặt chẽ của luật pháp; các sản phẩm dịch vụ mang tính tương đồng và dễ bắt chước; sản phẩm cung cấp cho khách hàng rất đa dạng, khách hàng của tổ chức kinh doanh chứng khoán rất đa dạng, hoạt động kinh doanh có khả năng sinh lợi cao và rủi ro lớn;

Các chủ thể tham gia kinh doanh chứng khoán bao gồm công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán... Mỗi tổ chức kinh doanh chứng khoán có yêu cầu về thành lập, tổ chức và hoạt động các nghiệp vụ khác nhau.

MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Kinh doanh chứng khoán	Securities Sales & Trading
Công ty chứng khoán	Securities Company
Quỹ đầu tư chứng khoán	Investment Fund
Công ty quản lý quỹ đầu tư	Fund Management Company
Công ty đầu tư chứng khoán	Investment Company
Môi giới chứng khoán	Securities Brokerage
Tự doanh	Proprietary trading
Bảo lãnh phát hành chứng khoán	Securities Underwriting
Tư vấn chứng khoán	Investment advisory
Quản lý danh mục đầu tư	Investment Portfolio Management
Quản lý tài sản	Asset Management
Quản lý gia sản	Wealth Management

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 1

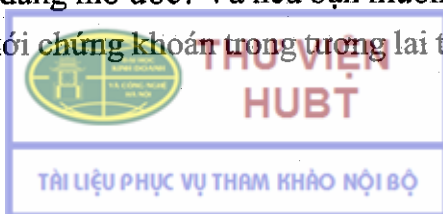
1. Quan niệm và đặc điểm của hoạt động kinh doanh chứng khoán?
2. Sự khác biệt giữa đầu tư chứng khoán và kinh doanh chứng khoán
3. Cho biết điều kiện thành lập và hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán? Liên hệ thực tiễn ở Việt Nam?
4. Cho biết cơ cấu tổ chức của công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán. Chỉ rõ sự khác biệt về cơ cấu tổ chức của các tổ chức trên?
5. Phân tích rủi ro các nghiệp vụ các tổ chức kinh doanh chứng khoán phải đối mặt?

CHƯƠNG 2

MÔI GIỚI CHỨNG KHOÁN

Trải qua bao nhiêu thế kỷ, cùng với sự phát triển của nền kinh tế của các nước trên thế giới, thị trường chứng khoán đã có những bước phát triển vượt bậc mà một trong những nguyên nhân cơ bản dẫn đến sự phát triển đó là nhờ sự hỗ trợ của nguồn lực chuyên gia tài chính có trình độ chuyên môn giỏi với những kỹ năng hành nghề chuyên nghiệp và tuân thủ các chuẩn mực đạo đức trong khi hành nghề môi giới chứng khoán. Trong giai đoạn sơ khai ban đầu của thị trường chứng khoán, các môi giới hoạt động một cách độc lập, riêng lẻ và dần dần cùng với sự phát triển của thị trường, các môi giới đã tập hợp và tổ chức thành các công ty môi giới chứng khoán chuyên nghiệp giúp cho các nhà đầu tư có tiền nhàn rỗi có cơ hội tìm hiểu kênh đầu tư mới và có cơ hội kiếm được thêm thu nhập nhằm thỏa mãn các nhu cầu tài chính cá nhân, các mục tiêu tài chính của mình.

Vậy nhà đầu tư làm thế nào để biết đến và lựa chọn cho mình một chuyên gia tài chính chuyên nghiệp, có đạo đức để có cơ hội tốt nhất tham gia vào thị trường chứng khoán? Mục tiêu của Chương 2 này là nhằm giới thiệu cho người đọc, nhà đầu tư hiểu sơ lược về lịch sử phát triển của nghề môi giới trên thị trường chứng khoán và giới thiệu về cách thực hiện một giao dịch chứng khoán như thế nào? Làm thế nào để bạn tham gia một giao dịch chứng khoán, khi nào được nhận tiền hay được nhận chứng khoán qua một giao dịch? Là một nhà đầu tư bạn nên chọn công ty môi giới chứng khoán nào để thực hiện giao dịch để có kết quả đáng mơ ước? Và nếu bạn muốn được làm việc tại một công ty môi giới chứng khoán trong tương lai thì bạn cần phải có



những kiến thức gì? Cần có kỹ năng hành nghề gì và bạn cần phải đạt chuẩn mực đạo đức nào để có thể trụ được trong nghề và giảm thiểu xung đột lợi ích với khách hàng?

2.1. Nguồn gốc và sự phát triển hoạt động môi giới chứng khoán

Thị trường vốn là một bộ phận cấu thành của hệ thống tài chính, là kênh huy động vốn quan trọng cho phát triển kinh tế. Kinh nghiệm cho thấy quá trình phát triển kinh tế ở các nước gắn chặt với sự phát triển thị trường vốn các nước và sự phát triển kinh tế của mỗi nước có tác động qua lại với sự phát triển thị trường vốn của nước đó. Ở những nước có hệ thống ngân hàng - tài chính phát triển thường có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao hơn các nước có hệ thống ngân hàng - tài chính kém phát triển.

Nguồn vốn cho đầu tư phát triển trung và dài hạn thường được huy động chủ yếu thông qua kênh thị trường vốn. Thị trường vốn trung và dài hạn bao gồm thị trường chứng khoán, thị trường hợp đồng lựa chọn và hợp đồng tương lai, thị trường phi tập trung với các nhà môi giới và nhà giao dịch (nhà buôn chứng khoán) hoạt động trên những thị trường này.

Các công ty môi giới chứng khoán (nhà buôn chứng khoán) với chức năng kinh doanh chứng khoán cho chính mình bằng nguồn vốn của mình để hưởng lợi từ chênh lệch giá mua, bán chứng khoán. Chính vì vậy họ có thể là nhà đầu cơ hay nhà đầu tư dài hạn. Đầu cơ là nguyên nhân chính tạo nên các cơn biến động về giá chứng khoán một cách giả tạo, có khi dẫn đến sự sụp đổ của thị trường chứng khoán. Nhưng trong cơ cấu thành phần của thị trường chứng khoán, không thể loại bỏ các yếu tố đầu cơ, vì đó cũng chính là nhân tố có ích, làm cho hoạt động của thị trường chứng khoán được diễn ra liên tục, không bị gián đoạn.

Khi trên thị trường chứng khoán hình thành mức cung chứng khoán lớn hơn cầu về chứng khoán, các công ty môi giới sẽ mua chứng khoán vào và ngược lại, khi mức cầu chứng khoán lớn hơn cung chứng khoán, giá chứng khoán tăng lên, các công ty môi giới này lại bán ra, kết quả là làm cân bằng cung-cầu về chứng khoán, tạo cho giao dịch chứng khoán được diễn ra liên tục, tạo tính thanh khoản cho thị trường.

Lịch sử hình thành và phát triển thị trường chứng khoán thế giới cho thấy từ xa xưa, ngay trong thời kỳ đầu thị trường chứng khoán mới ở dưới dạng phôi thai, các nhà môi giới chứng khoán hoạt động như những cá nhân độc lập. Sau này, cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, chức năng và quy mô hoạt động giao dịch của các cá nhân hành nghề môi giới chứng khoán ngày càng gia tăng, đòi hỏi sự ra đời của các công ty môi giới chứng khoán với bộ máy tổ chức phòng, ban đầy đủ, có tư cách pháp nhân đại diện trước pháp luật cho các cá nhân hành nghề môi giới đơn lẻ khi tập hợp họ vào một tổ chức và bảo vệ người hành nghề môi giới khi họ cung cấp dịch vụ môi giới chứng khoán cho các nhà đầu tư.

Thực tế đã cho thấy quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán từ dạng phôi thai ban đầu khi các nhà đầu tư gặp gỡ nhau tại các quán cà phê để trao đổi với nhau tiền và chứng từ có giá (Giấy xác nhận quyền sở hữu về tài sản) cho đến khi dần dần hình thành các thị trường tập trung (Sở giao dịch chứng khoán) – giai đoạn phát triển cao hơn của thị trường. Các Sở giao dịch chứng khoán này hoạt động được không phải do người muốn mua chứng khoán trực tiếp gặp người muốn bán chứng khoán, mà do những người môi giới thực hiện, vì chứng khoán là loại hàng hóa đặc biệt được quyền chuyển sở hữu từ người nắm giữ này sang người nắm giữ khác theo một số nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán nhằm bảo

vệ lợi ích của các nhà đầu tư và giảm thiểu tác hại tới nền kinh tế. Dần dần thị trường chứng khoán hoạt động theo một số nguyên tắc nhất định nhằm đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động lành mạnh, công bằng, công khai, hợp pháp và bảo vệ được lợi ích của nhà đầu tư.

Một trong những nguyên tắc hoạt động rất quan trọng của thị trường chứng khoán đó là nguyên tắc trung gian. Theo nguyên tắc này, mọi hoạt động mua, bán chứng khoán đều phải thông qua môi giới để bảo đảm độ tin cậy của thị trường, tránh giả mạo, lừa đảo.

Hơn nữa, người đầu tư, không phải ai cũng có khả năng xét đoán được giá trị thực của từng loại chứng khoán và cũng không thể dự đoán chính xác được giá trị tương lai của các loại chứng khoán đó. Vì vậy, nếu không nhờ có người môi giới với trình độ chuyên môn và hiểu biết về chứng khoán và thị trường chứng khoán, với nguồn thông tin dữ liệu được thu thập đủ độ tin cậy, có căn cứ xác đáng, thì người đầu tư có thể bị nhầm lẫn hoặc bị lừa gạt.

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, những người hành nghề môi giới chứng khoán, người giúp cho các nhà đầu tư mua đi, bán lại chứng khoán, cũng ngày càng phát triển cả về số lượng và chất lượng.

Người môi giới chứng khoán có thể hoạt động thay mặt khách hàng (nhà đầu tư) và vì lợi ích của khách hàng, không được phép lừa dối khách hàng để kiếm lợi cho mình. Môi giới có thể hoạt động theo hai hình thức là môi giới cung cấp dịch vụ đầy đủ và môi giới dịch vụ đơn lẻ.

Môi giới dịch vụ đầy đủ (môi giới “trọn gói”) là hoạt động môi giới cung cấp đầy đủ các dịch vụ có liên quan đến chứng khoán cho khách hàng, như mua, bán chứng khoán đại diện cho khách hàng,

thay mặt khách hàng xử lý mọi vấn đề liên quan đến chứng khoán, như nhận gửi chứng khoán, quản lý chứng khoán cho khách hàng hoặc dưới dạng vật chất hoặc dưới dạng bút toán điện tử (ghi sổ), thay mặt khách hàng nhận cổ tức, hay nhận lãi trái phiếu, cho khách hàng vay tiền để mua chứng khoán, hoặc cho khách hàng vay chứng khoán để bán theo một số nguyên tắc nhất định, cung cấp thông tin và tư vấn cho khách hàng trong chọn lựa, ra quyết định mua, bán chứng khoán...

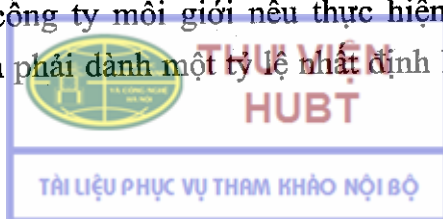
Môi giới dịch vụ đơn lẻ là hoạt động môi giới chỉ cung cấp một số dịch vụ tùy thuộc vào sự ủy nhiệm của khách hàng, thường chỉ giúp khách hàng thương lượng, hay đặt lệnh mua, bán chứng khoán.

Sau đây chúng ta cùng tìm hiểu qua về sự hình thành và phát triển của nghề môi giới chứng khoán – công ty môi giới chứng khoán ở một số nước trên thế giới, lịch sử hình thành và phát triển của các công ty môi giới chứng khoán luôn đi cùng và gắn chặt với lịch sử phát triển của thị trường chứng khoán.

2.1.1. Tại Mỹ

Vào năm 1792, ở Mỹ, những người muốn mua, hay muốn bán giấy tờ có giá thường gặp gỡ vào buổi trưa tại số 22 phố Wall (Wall Street) và việc mua, bán được diễn ra theo sự hướng dẫn chung của những người tổ chức đấu giá cùng với sự tham gia của những người muốn mua, hay muốn bán giấy tờ có giá (nay gọi là chứng khoán). Đó là điểm mốc ban đầu đánh dấu sự ra đời của thị trường chứng khoán New York (NYSE). Những người môi giới chứng khoán cũng thường tham gia các cuộc mua bán chứng khoán này.

Năm 1934, sau đạo luật giao dịch của Mỹ, Ủy ban Chứng khoán Mỹ quy định các công ty môi giới nếu thực hiện nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán phải dành một tỷ lệ nhất định là 60% giao dịch



của mình cho hoạt động nhằm bình ổn thị trường và các công ty môi giới chứng khoán chỉ được mua vào khi giá chứng khoán của đợt bán ra trước đó giảm và ngược lại.

Trong giai đoạn 1970 – 1980 đó có nhiều thay đổi lớn, cùng với sự cạnh tranh giữa các công ty môi giới chứng khoán ngày càng gia tăng, nhiều sản phẩm mới ra đời và lợi nhuận thay đổi đó tác động mạnh tới ngành môi giới chứng khoán nói chung và tới các công ty môi giới chứng khoán nói riêng.

Năm 1977, công ty môi giới chứng khoán nước ngoài bắt đầu được làm hội viên của NYSE. Đến năm 1980, các ngân hàng thương mại bắt đầu thách thức các ngân hàng đầu tư (chính là các công ty môi giới chứng khoán) bằng cách tham gia môi giới chứng khoán và tạo ra sản phẩm liên kết giữa lãi suất tiền gửi với chỉ số của thị trường chứng khoán. Về phía mình, các công ty môi giới chứng khoán (ngân hàng đầu tư) lại nhận tiền gửi tiết kiệm của khách hàng bên cạnh nghiệp vụ môi giới chứng khoán. Có nhiều ngân hàng như Citicorp và Bankers Trust tham gia kinh doanh chứng khoán còn nhiều hơn cả các ngân hàng đầu tư (công ty môi giới chứng khoán). Các công ty môi giới chứng khoán ngày càng đa dạng hóa công việc kinh doanh của mình, tham gia thực hiện cả một số nghiệp vụ ngân hàng thương mại.

Đến năm 1990, khối lượng giao dịch mua, bán chứng khoán giảm làm cho ngành môi giới chứng khoán gặp khó khăn trong việc tìm kiếm lợi nhuận, mặc dù số lượng các công ty môi giới chứng khoán cũng đó giảm mạnh. Thu nhập do hoa hồng mang lại trước kia đó có lúc đạt 50% thu nhập của ngành môi giới nay chỉ còn 20%. Tài khoản đầu tư và các khoản thu về bảo lãnh phát hành chứng khoán cũng giảm thấp đến mức làm cho toàn ngành chứng khoán năm 1990 bị lỗ nặng chưa từng thấy kể từ năm 1973.

Hiện nay, ở Mỹ có nhiều loại hình các nhà môi giới và nhà kinh doanh khác nhau: từ nhà môi giới chuyên nghiệp nhỏ cung cấp từng sản phẩm đơn nhất cho đến nhà môi giới và kinh doanh làm môi giới chứng khoán cùng với việc đa dạng hóa các sản phẩm và dịch vụ, cung cấp dịch vụ “trộn gói”.

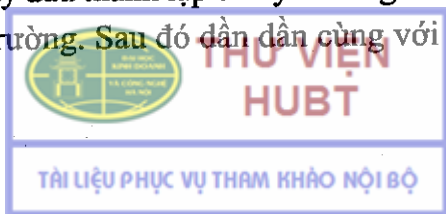
Các nhà kinh doanh – môi giới chứng khoán hoạt động trên thị trường phi tập trung (OTC) hoặc là các thành viên của Sở giao dịch khu vực, lại phát triển theo hướng ngược lại là chuyên môn hóa, một số là công ty con của các ngân hàng thương mại hoặc của các doanh nghiệp khác.

Ở Mỹ, hầu hết các công ty môi giới chứng khoán thực hiện các nghiệp vụ đại diện cho nhà đầu tư, nhưng có một số công ty môi giới chứng khoán chỉ hạn chế giao dịch với các chuyên gia thị trường khác, như thực hiện giao dịch với các nhà môi giới tại sàn, với các chuyên gia, các nhà kinh doanh, các nhà tạo lập thị trường...

Cùng với sự phát triển mạnh mẽ của trào lưu kinh doanh chứng khoán, khi thị trường chứng khoán trở thành kênh huy động vốn đầu tư dài hạn lớn nhất, thì hoạt động môi giới chứng khoán cũng ngày càng mở rộng quy mô hoạt động của mình để đáp ứng được với nhu cầu của thị trường. Vì vậy, dần dần hoạt động môi giới đơn lẻ của các cá nhân cũng giảm dần. Đến nay hầu hết các công ty môi giới chứng khoán chiếm lĩnh phần lớn các giao dịch trên thị trường. Vào cuối những năm 1990, ở Mỹ có khoảng 5.000 công ty môi giới chứng khoán chuyên nghiệp nhỏ và trên 100 các công ty môi giới chứng khoán đa dịch vụ.

2.1.2. Tại Nhật Bản – thị trường chứng khoán Tokyo (TSE)

Thị trường chứng khoán Nhật Bản cũng ra đời từ rất sớm. Vào năm 1878 trong ngày đầu thành lập chủ yếu là người môi giới cá nhân hoạt động trên thị trường. Sau đó dần dần cùng với sự phát triển của



thị trường chứng khoán, để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường, các tổ chức môi giới chứng khoán lần lượt được thành lập. Hiện nay các hội viên chính thức của TSE đều là các công ty cổ phần và mô hình hoạt động cũng tương tự như các ngân hàng đầu tư lớn của Mỹ.

Hoạt động của các công ty môi giới chứng khoán (ngân hàng đầu tư) ở Nhật có thể chia ra bốn lĩnh vực chính, bao gồm tự doanh chứng khoán, môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, phân phối chứng khoán. Đến cuối thế kỷ XX ở Nhật có gần 290 công ty chứng khoán, 3 thành viên Saitori, trong đó gần 48 công ty chứng khoán có giấy phép hoạt động đủ cả bốn nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán bao gồm tự doanh chứng khoán, môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, phân phối chứng khoán.

Điểm nổi bật của Thị trường chứng khoán Tokyo là các giao dịch tập trung vào các công ty môi giới chứng khoán lớn độc quyền. Bốn hãng nổi tiếng là Nomura, Daiwa, Yamachi, Nikko chiếm 36% tổng doanh thu các nghiệp vụ liên quan đến cổ phiếu, nếu tính cả doanh thu của cả 34 chi nhánh của 4 công ty này, thì chiếm tới 50%, trong tổng doanh thu đó 75% doanh thu có được từ nghiệp vụ bảo lãnh phát hành. Bốn hãng này chiếm tới 80% hoạt động giao dịch mua, bán trái phiếu của toàn bộ thị trường. (Tuy nhiên, công ty chứng khoán Yamachi đã phá sản ngày 02 tháng 06 năm 1999).

Về quy mô hoạt động và vốn thì Nomura không chỉ là công ty môi giới chứng khoán lớn ở Nhật mà cũng là công ty môi giới chứng khoán lớn trên thế giới, lớn hơn cả công ty môi giới hàng đầu của Mỹ là Merrill Lynch (có nhiều năm vào cuối những năm 1980 của thế kỷ XX vốn của Nomura lên tới 70 tỉ USD), tương đương với tổng vốn hóa trên thị trường chứng khoán của cả nước Úc (mức vốn hóa của thị trường chứng khoán bằng số lượng cổ phiếu mỗi loại nhân với thị

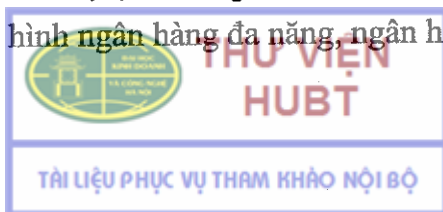
giá cổ phiếu hiện hành). Vào nửa cuối những năm 1980, các công ty môi giới chứng khoán nước ngoài đã được tham gia mua, bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán Tokyo.

Cuộc khủng hoảng trên thị trường chứng khoán đầu những năm 1990 ở Tokyo khiến nhiều công ty môi giới chứng khoán nước ngoài lặn lội rút lui khỏi Nhật, nay chỉ còn một số hãng như Deutsche Bank, Morgan Stanley, Vikezz de Costa, SG. Varburg, Jardin Flening... trụ lại. Lợi nhuận kiếm được phần lớn là từ việc mua, bán trái phiếu và các chỉ số (index arbitrage program) là những lĩnh vực mà các công ty môi giới chứng khoán Hoa Kỳ có ưu thế về công nghệ hơn các công ty môi giới chứng khoán Nhật Bản.

Cũng giống ở Mỹ, thời gian đầu, Luật Chứng khoán 1948 quy định tách biệt kinh doanh ngân hàng với kinh doanh chứng khoán (như Luật Glass-Steagall của Mỹ), nghĩa là công ty môi giới chứng khoán không được thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng và ngược lại. Cho đến tháng 4 năm 1994, Nhật Bản mới ban hành Luật Cải cách hệ thống Tài chính cho phép các ngân hàng và công ty môi giới chứng khoán tham gia vào các hoạt động kinh doanh của nhau thông qua việc thành lập mới các công ty con hoặc mua lại các công ty hiện có. Số lượng các công ty môi giới chứng khoán Nhật Bản cũng có biến động mạnh qua từng thời kỳ. Các công ty môi giới chứng khoán phát triển mạnh về số lượng vào cuối những năm 1940 đạt trên 1.150 công ty và sau đó giảm dần qua các năm, đến năm 2000 còn khoảng gần 300 công ty.

2.1.3. Tại Đức

Khác với Nhật, Mỹ và các nước phát triển khác đi theo mô hình ngân hàng chuyên doanh, tại Đức người ta áp dụng mô hình ngân hàng đa năng. Theo mô hình ngân hàng đa năng, ngân hàng được thực hiện



tất cả các nghiệp vụ kinh doanh của ngân hàng thương mại cùng với nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư (nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán).

Vì vậy, khác với mô hình ngân hàng chuyên doanh ở Mỹ, Nhật, nơi các thị trường tài chính đóng một vai trò chủ đạo, thì tại Đức hệ thống tài chính bị các ngân hàng là trung gian tài chính chi phối mạnh. Đặc tính này tác động rất lớn đến hoạt động kinh doanh chứng khoán, kể cả các hoạt động bảo lãnh phát hành trên thị trường chứng khoán. Các thành viên tham gia thị trường chứng khoán bao gồm các tổ chức tín dụng, các công ty môi giới chứng khoán tư nhân và các nhà tạo lập thị trường. Trong đó chỉ có các tổ chức tín dụng (các ngân hàng) mới được quyền mua, bán chứng khoán trực tiếp với khách hàng. Sau khi nhận lệnh của khách hàng, ngân hàng chuyển lệnh đến sàn giao dịch cho các nhà tạo lập thị trường, gọi là Kursmaklers, thực hiện.

Nhìn chung, với mô hình này, hoạt động thị trường chứng khoán nói chung và hoạt động của công ty môi giới chứng khoán nói riêng không phát triển. Như vậy, ở các nước phát triển, cội nguồn ban đầu của thị trường chứng khoán khi còn sơ khai chỉ là sự tụ tập không chính thức của các nhà buôn và người kinh doanh chứng khoán. Sau đó các nhà môi giới-giao dịch mới tổ chức nên Sở Giao dịch chứng khoán, dần dần do nhu cầu phát triển của thị trường chứng khoán, hoạt động môi giới của các cá nhân độc lập giảm dần, nhường chỗ cho hoạt động của các công ty môi giới chứng khoán. Đến nay, chủ yếu các giao dịch chứng khoán được thực hiện thông qua các công ty môi giới chứng khoán và quy mô giao dịch ngày càng lớn dần.

2.2. Bản chất, chức năng và các loại hình môi giới chứng khoán

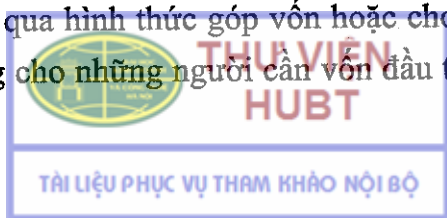
2.2.1. Khái niệm hoạt động môi giới chứng khoán

Thị trường chứng khoán là loại thị trường đặc biệt ở đó thực hiện trao đổi mua bán các loại chứng khoán, những hàng hoá khác với

các loại hàng hoá thông thường khác. Trong thị trường này có nhiều người tham gia, nhưng rất ít người có khả năng phân tích và xác định được giá cả của chứng khoán trên thị trường. Chính vì vậy trong quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán, môi giới chứng khoán đã trở thành hoạt động nghiệp vụ đặc trưng và là nghiệp vụ cơ bản trên thị trường chứng khoán, nguyên tắc trung gian trở thành một nguyên tắc hoạt động không thể thiếu được của thị trường chứng khoán được nhiều người chấp nhận và dần dần mọi hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán trên thị trường đều được thực hiện qua môi giới chứng khoán.

Khác với nghề môi giới trong lĩnh vực khác, môi giới chứng khoán là hoạt động nghiệp vụ mang tính chuyên nghiệp cao, yêu cầu người môi giới phải có kỹ năng, có chuyên môn, có trình độ nghiệp vụ, có đạo đức nghề nghiệp, đồng thời yêu cầu phải có môi trường hỗ trợ khá đa dạng, bao gồm bộ máy tổ chức, môi trường pháp luật, văn hoá, xã hội ... cùng với các trang thiết bị cần thiết. Thị trường tài chính phát triển là môi trường thúc đẩy nghề môi giới phát triển, hỗ trợ người môi giới thực hiện tốt chức năng cung cấp dịch vụ và sản phẩm tài chính. Ngược lại, sự hình thành và phát triển của nghề môi giới chứng khoán sẽ tác động tích cực đến sự phát triển và hoàn thiện thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung.

Trên thị trường tài chính, hàng hoá được trao đổi mua bán là tài sản tài chính. Tài sản tài chính vừa là công cụ giúp cho người cần vốn có thể huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, vừa là phương tiện, công cụ đầu tư cho phép người có vốn nhàn rỗi có được cơ hội kiếm lợi nhuận. Người có vốn tạm thời nhàn rỗi mua tài sản tài chính thông qua hình thức góp vốn hoặc cho vay, đó là cách họ chuyển vốn sang cho những người cần vốn đầu tư cho hoạt động



sản xuất kinh doanh. Phương thức góp vốn được thực hiện qua việc mua công cụ vốn, như cổ phần trên thị trường vốn cổ phần, phương thức cho vay được thực hiện thông qua việc mua công cụ nợ, như trái phiếu, các khoản vay... trên thị trường nợ. Không có thị trường chứng khoán cùng với các tài sản tài chính sẽ hạn chế cơ hội chuyển vốn từ nơi thừa vốn sang nơi thiếu vốn, nguồn vốn không được sử dụng cho mục đích sản xuất kinh doanh sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của chính nền kinh tế.

Quá trình phát triển không ngừng của thị trường chứng khoán dẫn đến việc ra đời các tài sản tài chính, các công cụ tài chính mới, trong đó có nhiều hình thái mới khác công cụ tài chính truyền thống và điển hình là các công cụ phái sinh. Những công cụ này giúp cho thị trường ngày càng mở rộng, tạo điều kiện chia sẻ rủi ro, tối đa hoá lợi nhuận, hay nói cách khác, chính việc đa dạng hóa các công cụ tài chính đó giúp thị trường đảm nhận ngày càng nhiều chức năng hơn và thực hiện các chức năng của thị trường tốt hơn.

Thị trường chứng khoán càng phát triển ở trình độ cao, sản phẩm dịch vụ càng dồi dào về số lượng, đa dạng, phong phú về chủng loại, càng đòi hỏi sự tinh tế và nhạy cảm trong cách thức vận hành thị trường. Chính điều đó đặt ra vấn đề làm thế nào để cung cấp cho nhà đầu tư thông tin cần thiết, đưa ra những ý tưởng đầu tư, những lời khuyên tức thời, những lời tư vấn mang tính chiến lược và có những hoạt động hỗ trợ giúp cho nhà đầu tư thực hiện các giao dịch thu lợi nhuận cao nhất. Sự phát triển của thị trường đòi hỏi hoạt động môi giới chứng khoán phải ngày càng chuyên nghiệp hơn, vì vậy dần dần đã hình thành nghề môi giới chứng khoán trên thị trường.

Nghề môi giới chứng khoán trên thị trường chứng khoán được hình thành trong mối quan hệ qua lại giữa nhân viên môi giới với các

công ty môi giới chứng khoán và chính mối tương quan này lại tác động đến sự vận hành và phát triển của thị trường chứng khoán.

Như vậy, có thể hiểu nghề môi giới chứng khoán là công việc chuyên môn của các cá nhân và tổ chức theo sự phân công lao động xã hội, đó là làm trung gian giúp cho việc mua, bán chứng khoán được thực hiện, kết nối nhu cầu của bên mua với nhu cầu của bên bán chứng khoán.

Nghề môi giới đã xuất hiện từ rất lâu trong nền kinh tế hàng hoá, tồn tại ở nhiều loại hình thị trường khác nhau. Trong quá trình phát triển của thị trường, với tư cách làm trung gian môi giới, người môi giới thúc đẩy quá trình lưu chuyển chứng khoán bằng cách rút ngắn khoảng thời gian tìm kiếm và gặp gỡ giữa người mua và người bán, đặc biệt đối với loại hàng hoá là chứng khoán mà người có nhu cầu mua không dễ gặp người có nhu cầu bán.

Để xây dựng một thị trường chứng khoán công bằng, công khai, minh bạch, thị trường phải được tổ chức một cách có trật tự và khoa học. Một trong những giải pháp để duy trì tính trật tự, khoa học đó là tập trung lệnh giao dịch vào các đầu mối lớn, các công ty môi giới, từ đó cơ quan quản lý thị trường mới có thể kiểm soát và quản lý được các hoạt động giao dịch trên thị trường và xử lý các bên tham gia giao dịch khi xảy ra những vi phạm. Như vậy, nguyên tắc trung gian được duy trì nhằm nâng cao khả năng quản lý, duy trì hoạt động lành mạnh của thị trường.

2.2.2. Chức năng và vai trò của hoạt động môi giới chứng khoán

2.2.2.1. Chức năng của hoạt động môi giới chứng khoán

Môi giới chứng khoán có hai chức năng chính: (i) cung cấp thông tin và tư vấn cho khách hàng; (ii) cung cấp sản phẩm và dịch vụ tài chính, giúp khách hàng thực hiện các giao dịch theo yêu cầu và vì lợi ích của khách hàng.



(i) Chức năng cung cấp thông tin và tư vấn cho khách hàng

Khi nắm giữ một lượng cổ phiếu nhất định, mỗi khi giá cổ phiếu đó biến động lên hoặc xuống, nhà đầu tư lại phải đối mặt với một quyết định mới với ba lựa chọn:

+ Một là, bán cổ phiếu đi để thu một khoản lời hay để chấm dứt tình trạng lỗ;

+ Hai là, tiếp tục nắm giữ cổ phiếu đó với hy vọng cổ phiếu này tiếp tục lên giá;

+ Ba là, mua thêm cổ phiếu đó để tăng thêm số lượng cổ phiếu nắm giữ.

Để giúp khách hàng đưa ra được quyết định đầu tư, nhân viên môi giới sẽ xem xét các yếu tố, như hệ số giá trên thu nhập, mô hình mẫu dự đoán về thu nhập và giá; tình trạng chung trong nhóm ngành cổ phiếu và trạng thái tổng thể của thị trường chứng khoán. Với một lượng thông tin thu thập được từ những nguồn tin đáng tin cậy và được xử lý bằng việc chi hàng triệu đô la, người môi giới chứng khoán đưa ra những khuyến nghị đem lại lợi ích vô cùng đáng giá cho khách hàng.

Thông qua việc nghiên cứu, theo dõi các biểu đồ tăng trưởng, nghiên cứu các báo cáo tài chính và các dữ liệu thu thập được, người môi giới phải quyết định đưa ra những khuyến nghị phù hợp nhất với từng khách hàng.

(ii) Chức năng cung cấp các sản phẩm và dịch vụ tài chính, giúp khách hàng thực hiện giao dịch theo yêu cầu và vì lợi ích của khách hàng.

Người môi giới nhận đơn đặt hàng của khách hàng và thực hiện giao dịch cho họ. Đây là cả một quá trình từ việc hướng dẫn khách

hàng mở tài khoản tại công ty, tiến hành giao dịch, xác nhận giao dịch, thanh toán và chuyển kết quả giao dịch cho khách hàng. Sau khi giao dịch được thực hiện, người môi giới phải thực hiện công việc hậu mãi – tiếp tục chăm sóc tài khoản của khách hàng, tiếp tục đưa ra những khuyến cáo và cung cấp thông tin, theo dõi để nắm bắt những thay đổi trong cuộc sống, trong công việc... dẫn đến những thay đổi trong tình trạng tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng để đưa ra giải pháp hay chiến lược mới phù hợp hơn cho khách hàng.

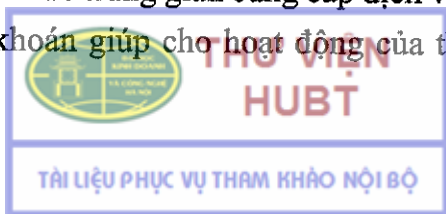
Trên thị trường chứng khoán mới được hình thành dưới dạng sơ khai, hàng hoá đơn giản, số lượng hàng hoá rất hạn chế và số lượng nhà đầu tư cũng không nhiều, chức năng tư vấn của công ty môi giới dường như trở nên không cần thiết và trên thị trường này do mặt bằng dân trí thấp nên hoạt động tiếp thị, tư vấn đầu tư, giới thiệu sản phẩm trên diện rộng lại rất cần thiết. Ở những thị trường phát triển hơn, để thoả mãn và đáp ứng được những yêu cầu đa dạng của các nhà đầu tư, các công ty môi giới chứng khoán cũng được chuyên môn hoá theo các loại hình công ty cung cấp “đủ dịch vụ”, từ việc cung cấp thông tin, tư vấn, lập kế hoạch tài chính, cho đến thực hiện giao dịch, cung cấp dịch vụ hậu mãi... hoặc công ty “giảm giá” chuyên làm một việc duy nhất là thực hiện giao dịch theo lệnh của khách hàng với mức hoa hồng thấp.

2.2.2.2. Vai trò của hoạt động môi giới chứng khoán

Vai trò của nghề môi giới chứng khoán được thể hiện trên những khía cạnh sau:

(i) Vai trò trung gian - kênh huy động vốn hiệu quả cho đầu tư và phát triển nền kinh tế.

Với vai trò là tổ chức trung gian cung cấp dịch vụ tài chính, công ty môi giới chứng khoán giúp cho hoạt động của thị trường chứng



khoản được diễn ra một cách ổn định và hiệu quả. Để thực hiện vai trò trung gian huy động và cung cấp vốn cho các doanh nghiệp, công ty môi giới chứng khoán thực hiện những chức năng chủ yếu sau: (1) tạo ra cơ chế huy động vốn bằng cách nối những người có tiền (nhà đầu tư) với những người có nhu cầu sử dụng vốn (tổ chức phát hành chứng khoán, ví dụ như công ty cổ phần, Chính phủ,...). Các công ty môi giới chứng khoán thường thực hiện chức năng này qua hoạt động bảo lãnh phát hành và môi giới chứng khoán; (2) cung cấp một cơ chế xác định giá cho các khoản đầu tư, can thiệp trên thị trường, góp phần điều tiết giá chứng khoán; (3) cung cấp cơ chế chuyển các khoản đầu tư thành tiền, giảm thiểu thiệt hại cho các nhà đầu tư khi tiến hành đầu tư.

Trên thực tế, công ty môi giới chứng khoán phải tìm kiếm khách hàng có vốn nhàn rỗi, có nhu cầu đầu tư vào các công cụ trên thị trường tài chính. Trên thị trường chứng khoán, để thu hút nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của tổ chức, cá nhân, công ty môi giới chứng khoán, người môi giới chứng khoán giúp biến vốn ngắn hạn (vốn tạm thời nhàn rỗi) thành vốn đầu tư dài hạn để cung cấp một cách tương đối ổn định cho các doanh nghiệp đầu tư phát triển sản xuất. Chính nhờ công ty môi giới chứng khoán và người hành nghề môi giới chứng khoán, số vốn nhỏ lẻ từ các tổ chức, cá nhân được tập hợp lại để đầu tư cho sản xuất, kinh doanh của các doanh nghiệp. Chính nhờ có hệ thống mạng lưới các công ty môi giới chứng khoán mà các loại cổ phiếu, trái phiếu được lưu thông buôn bán tập nập trên thị trường chứng khoán; qua đó, một lượng vốn khổng lồ được đưa vào đầu tư từ những nguồn vốn lẻ tẻ trong công chúng tập hợp lại.

(ii) Giảm chi phí giao dịch

Do lợi thế của việc chuyên môn hoá, môi giới chứng khoán giúp giảm thiểu chi phí giao dịch. Ở các loại hình thị trường, để thực hiện

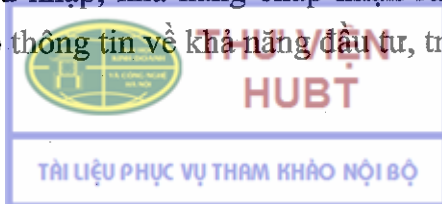
giao dịch, người bán và người mua phải có cơ hội để gặp nhau, trao đổi, thẩm định chất lượng hàng hoá và thoả thuận giá cả. Tuy nhiên, trên thị trường chứng khoán, thị trường của những sản phẩm và dịch vụ bậc cao, để thẩm định chất lượng và giá cả hàng hoá, người ta cần một nguồn kinh phí rất lớn để phục vụ cho việc thu thập, xử lý thông tin, đào tạo kỹ năng phân tích và tiến hành giao dịch theo một qui trình xác định của hệ thống thị trường đấu giá tập trung. Những chi phí đó chỉ các công ty môi giới hoạt động chuyên nghiệp với quy mô lớn mới có khả năng trang trải do được hưởng lợi ích kinh tế nhờ quy mô.

Ngoài ra, sự hiện diện của một tổ chức trung gian chuyên nghiệp làm cầu nối cho các bên mua, bán gặp nhau làm giảm đáng kể chi phí tìm kiếm đối tác, chi phí soạn thảo và chi phí giám sát thực thi hợp đồng. Trong trường hợp này, môi giới chứng khoán giúp tiết kiệm chi phí giao dịch kể cả đối với từng giao dịch riêng lẻ, cũng như đối với tổng chi phí các giao dịch trên thị trường.

(iii) Tư vấn đầu tư chứng khoán

Khi thực hiện chức năng môi giới chứng khoán, các công ty môi giới chứng khoán và nhân viên môi giới của công ty phải cung cấp cho khách hàng thông tin về các loại chứng khoán và cách thức, thời điểm mua bán chứng khoán và các vấn đề có tính quy luật của hoạt động đầu tư chứng khoán. Nghiệp vụ này đòi hỏi nhiều kiến thức và kỹ năng chuyên môn mà không yêu cầu nhiều vốn. Dịch vụ tư vấn đầu tư có thể được công ty môi giới chứng khoán cung cấp qua các hình thức: khuyến cáo, lập báo cáo, tư vấn trực tiếp, hoặc thông qua ấn phẩm về chứng khoán.

Dịch vụ tư vấn bao gồm: (1) Thu thập thông tin phục vụ nhu cầu khách hàng tùy theo mục tiêu đầu tư trong từng thời kỳ, như hiệu quả đầu tư vốn, tăng thu nhập, khả năng chấp nhận rủi ro, có tiền nộp thuế...; (2) cung cấp thông tin về khả năng đầu tư, triển vọng của các



khoản đầu tư đó trong thời gian trước mắt và về lâu dài; (3) tư vấn về các xu hướng phát triển của thị trường chứng khoán trong thời gian tới và trong tương lai; (4) cung cấp thông tin về chính sách và những thay đổi về chính sách tài chính - tiền tệ của Chính phủ có liên quan đến các khoản đầu tư khách hàng đang cân nhắc; (5) tư vấn đầu tư phù hợp với môi trường đầu tư và phù hợp với nhu cầu của khách hàng...

(iv) Tạo ra sản phẩm mới, phát triển sản phẩm và dịch vụ

Khi thực hiện vai trò trung gian giữa người bán (tổ chức phát hành chứng khoán) và người mua (nhà đầu tư) chứng khoán, công ty môi giới chứng khoán, các nhân viên môi giới, nhân viên bán hàng của công ty môi giới chứng khoán phải hiểu được nhu cầu của khách hàng và phản ánh với các tổ chức phát hành - người cung ứng hàng hoá, dịch vụ. Có thể nói, hoạt động môi giới chính là một trong những nguồn cung cấp ý tưởng thiết kế sản phẩm và dịch vụ theo yêu cầu của khách hàng. Kết quả, về lâu dài, sẽ cải thiện được tính đơn điệu của sản phẩm và dịch vụ, nhờ đó giúp đa dạng hoá sản phẩm, đa dạng hoá cơ cấu khách hàng, thu hút ngày càng nhiều nguồn vốn nhàn rỗi trong dân, trong xã hội cho đầu tư phát triển.

Các công ty môi giới chứng khoán không chỉ bán từng loại hàng hoá riêng biệt như cổ phiếu, trái phiếu, hay các công cụ tài chính khác, mà còn nhận quản lý vốn theo ủy thác của khách hàng, lập danh mục đầu tư phối kết hợp sản phẩm để đạt được mục tiêu, lợi ích nhất định. Như vậy, nhờ có hoạt động tiếp thị khách hàng và đem đến cho khách hàng những thứ họ cần, các công ty chứng khoán đó góp phần làm đa dạng hoá sản phẩm và dịch vụ của thị trường.

(v) Cải thiện môi trường kinh doanh

(1) Góp phần hình thành nền văn hoá đầu tư

Nền văn hóa đầu tư có những nét đặc trưng chủ yếu sau:

a/ Ý thức và thói quen đầu tư trong cộng đồng. Trong những nền kinh tế mà môi trường đầu tư còn sơ khai, thu nhập được tạo ra trong các hộ gia đình, sau khi đã trang trải những nhu cầu cơ bản cho cuộc sống, thường được tiêu dùng cho các mục đích phi sản xuất với tỷ lệ khá cao, trong khi vốn cho tăng trưởng kinh tế lại thiếu trầm trọng. Khi nhân viên môi giới tiếp cận khách hàng tiềm năng cùng với những sản phẩm tài chính phù hợp nhu cầu của khách hàng, giải thích về lợi ích mà sản phẩm sẽ đem lại và sau khi khách hàng chấp thuận mở tài khoản, nhân viên môi giới sẽ thường xuyên quan tâm chăm sóc tài khoản theo cách có lợi nhất cho khách hàng. Hoạt động này dần dần sẽ tạo nên thói quen đầu tư vào tài sản tài chính. Thay vì sử dụng tiền nhàn rỗi, dư thừa một cách lãng phí (một hiện tượng khá phổ biến trong nền kinh tế có thị trường tài chính kém phát triển), người có tiền sẽ ưu tiên đầu tư vào tài sản tài chính.

b/ Thói quen và kỹ năng sử dụng dịch vụ đầu tư, mà chủ yếu là sử dụng dịch vụ môi giới chứng khoán. Thời gian qua đi, ở những thị trường tương đối phát triển, dần dần người đầu tư sẽ tin tưởng và uỷ thác cho người môi giới chứng khoán chăm sóc tài khoản của mình. Nhà đầu tư ý thức được lợi ích mà dịch vụ này mang lại, lựa chọn việc trả tiền để được hưởng những lợi ích, như được cung cấp ý kiến phân tích, cho lời khuyên về loại sản phẩm nên mua, bán, thời điểm thực hiện mua, bán, thường xuyên chăm sóc tài khoản, giúp người đầu tư để họ có thời gian dành cho việc khác, hay đơn giản chỉ vì được chia sẻ và giải toả những băn khoăn trong lĩnh vực tài chính.

c/ Môi trường pháp lý, sự hiểu biết và tuân thủ pháp luật. Chính hoạt động của các công ty môi giới chứng khoán và nhân viên môi giới là một yếu tố góp phần hoàn thiện môi trường pháp lý cho hoạt



động kinh doanh chứng khoán, vì hoạt động ở lĩnh vực này sẽ làm phát sinh và bộc lộ từ những xung đột lợi ích giữa các đối tượng tham gia thị trường. Nếu môi trường pháp lý không đủ chặt chẽ và không đủ hiệu lực thì mâu thuẫn phát sinh, phát triển sẽ dẫn đến đổ vỡ trên thị trường. Hoạt động của người môi giới sẽ giúp người đầu tư hiểu biết về pháp luật chứng khoán, giúp họ trong quá trình theo đuổi lợi ích của mình luôn có ý thức tìm hiểu pháp luật và tuân thủ pháp luật. Đồng thời người môi giới cũng phản ánh những bất cập trong khuôn khổ pháp lý cho các nhà làm luật để chỉnh sửa kịp thời.

(2) Tăng chất lượng và hiệu quả dịch vụ nhờ cạnh tranh

Để thành công trong nghề môi giới, điều quan trọng là mỗi công ty môi giới và nhân viên môi giới phải thu hút được nhiều khách hàng mới, duy trì được khách hàng hiện hữu và ngày càng làm tăng khối lượng tài sản khách hàng uỷ thác quản lý. Kết quả nghiên cứu cho thấy ở các thị trường phát triển, có 20% nhà môi giới thành công nhất chiếm trong tổng số các nhà môi giới đó làm ra 80% tổng thu từ hoa hồng cho công ty hoặc cho ngành, tính trung bình một người môi giới giỏi đứng đầu tạo ra khoản thu hoa hồng nhiều gấp 16 lần mức thu của một người môi giới trung bình. Nguyên nhân tạo ra sự khác biệt này chính là quá trình cạnh tranh giữa những người hành nghề môi giới, điều khiến họ phải không ngừng trau dồi nghiệp vụ, nâng cao đạo đức và kỹ năng hành nghề, nghiêm chỉnh chấp hành pháp luật và những qui định của công ty. Quá trình này đã giúp nâng cao chất lượng và hiệu quả của hoạt động môi giới chứng khoán một cách toàn diện.

(3) Hình thành dịch vụ mới trong nền kinh tế, tạo thêm việc làm và làm phong phú môi trường đầu tư

Với phương thức hoạt động là chủ động tìm đến khách hàng, đặc biệt là khách hàng cá nhân và đem đến cho họ những dịch vụ tài

chính tốt nhất, mỗi công ty môi giới chứng khoán có một lực lượng đông đảo người bán hàng. Ở Thái Lan thị trường chứng khoán được coi là thị trường mới, một công ty môi giới chứng khoán lớn có 200 nhân viên bán hàng. Ở thị trường Mỹ, trong những công ty qui mô cực lớn như Merrill Lynch có tới 13.000 nhân viên môi giới, trong những công ty nhỏ cũng có tới trên 1.000 nhân viên bán hàng, không kể số nhân viên xử lý thông tin và cung cấp các báo cáo nghiên cứu và không kể đội ngũ nhân viên tác nghiệp trong hệ thống giao dịch, lưu ký, thanh toán...

Nhìn chung, phát triển nghề môi giới chứng khoán là tạo ra được một lĩnh vực thu hút nhiều lao động có kỹ năng, làm phong phú thêm môi trường kinh doanh.

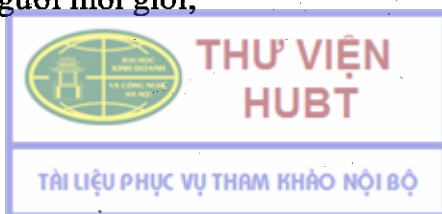
2.3. Quy trình nghiệp vụ môi giới chứng khoán

Trong nghề môi giới chứng khoán, quá trình hoạt động môi giới nói chung đều triển khai theo trình tự sau:

2.3.1. Hoạt động phát triển cơ sở khách hàng

Hầu hết những người hành nghề môi giới đều mong muốn mở rộng việc kinh doanh và muốn có thù lao, do đó nhiệm vụ được đặt ra là thường xuyên tìm khách hàng mới. Tìm khách hàng là phương pháp truyền thống để đạt được các mục tiêu đó. Có bốn điểm then chốt để tìm kiếm khách hàng thành công:

- Luôn nhớ rằng mục tiêu của việc tìm kiếm khách hàng là tìm kiếm những người có thể giúp đỡ;
- Tìm kiếm khách hàng là một trò chơi với những con số;
- Sử dụng một danh sách khách hàng có chất lượng và được lập theo mục tiêu của người môi giới;



- Sử dụng một kịch bản tốt và thực hành.

Có nhiều phương pháp tìm kiếm khách hàng khác nhau. Mỗi phương pháp đều có những lợi thế và những bất lợi riêng. Có sáu phương pháp tìm kiếm khách hàng thông dụng nhất là:

- (1) Sự chỉ đạo từ công ty hoặc các tài khoản được chuyển nhượng lại;
- (2) Các lời giới thiệu về khách hàng;
- (3) Mạng lưới kinh doanh;
- (4) Các chiến dịch viết thư;
- (5) Các cuộc hội thảo;
- (6) Gọi điện làm quen.

Người môi giới chứng khoán phải biết cách kết hợp và sử dụng khéo léo các phương pháp trên để tăng lượng khách hàng. Một khi khách hàng đã lựa chọn mở tài khoản tại công ty để chuyển tiền vào thực hiện giao dịch, người môi giới phải nhận lệnh đặt mua, bán chứng khoán của khách hàng. Vậy chúng ta hãy tìm hiểu một số loại lệnh và quy trình nhận, xử lý lệnh của công ty môi giới chứng khoán.

2.3.2. Nhận lệnh

Các loại lệnh

Trên thị trường chứng khoán, có rất nhiều loại lệnh giao dịch được sử dụng. Nhưng trong thực tế, phần lớn các lệnh giao dịch được người đầu tư sử dụng là lệnh giới hạn và lệnh thị trường....

(i) Lệnh Giới hạn (Limit Order)

Lệnh Giới hạn là lệnh mua hoặc bán chứng khoán do người đầu tư đưa ra cho người môi giới thực hiện theo mức giá chỉ định hoặc tốt hơn.

Có hai loại “lệnh giới hạn”: “lệnh giới hạn” mua và “lệnh giới hạn” bán:

- “Lệnh giới hạn” mua chỉ ra mức giá mua cao nhất mà người mua chấp nhận thực hiện giao dịch;

- “Lệnh giới hạn” bán chỉ ra mức giá bán thấp nhất mà người bán chấp nhận giao dịch.

Một “lệnh giới hạn” thông thường không thể thực hiện ngay, do đó nhà đầu tư phải xác định thời gian cho phép đến khi có lệnh huỷ bỏ. Trong khoảng thời gian “lệnh giới hạn” chưa được thực hiện, khách hàng có thể thay đổi mức giá giới hạn. Khi hết thời gian đã định, lệnh chưa được thực hiện hoặc thực hiện chưa hết mặc nhiên sẽ hết giá trị. Khi đặt “lệnh giới hạn”, nhà đầu tư cần hiểu và có nhận định chính xác, vì vậy thường các “lệnh giới hạn” được chuyển cho các chuyên gia môi giới hơn là các nhà môi giới hoa hồng.

a. Ưu điểm

- Khách hàng có thể có cơ may mua hoặc bán một loại chứng khoán nào đó với giá tốt hơn giá thị trường tại thời điểm lúc ra lệnh;

- “Lệnh giới hạn” giúp nhà đầu tư dự tính được mức lời hoặc lỗ khi giao dịch được thực hiện.

b. Nhược điểm

Nhà đầu tư khi đặt “lệnh giới hạn” có thể phải chấp nhận rủi ro do mất cơ hội đầu tư, đặc biệt là trong trường hợp giá thị trường bỏ xa mức giá giới hạn (ngoài tầm kiểm soát của khách hàng). Trong một số trường hợp, “lệnh giới hạn” có thể không được thực hiện ngay cả khi giá giới hạn được đáp ứng vì không đáp ứng được các nguyên tắc ưu tiên trong khớp lệnh.



Ở Việt Nam, theo quy định của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, “lệnh giới hạn” (Limit order - LO) là lệnh mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá chỉ định hoặc tốt hơn với các đặc điểm sau:

☐ “Lệnh giới hạn” được sử dụng trong các phiên khớp lệnh định kỳ và liên tục, có hiệu lực kể từ khi lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch cho đến khi lệnh bị huỷ bỏ hoặc cho đến khi kết thúc ngày giao dịch;

☐ Việc sửa lệnh, hủy lệnh giao dịch chỉ có hiệu lực đối với lệnh gốc chưa được thực hiện hoặc phần còn lại của lệnh chưa được thực hiện;

☐ Lệnh giới hạn có thể được sửa giá. Thứ tự ưu tiên của lệnh sau khi sửa được tính kể từ khi lệnh sửa được nhập vào hệ thống giao dịch;

☐ Lệnh giới hạn có thể được sửa khối lượng.

+ Trường hợp sửa khối lượng tăng: Thứ tự ưu tiên của lệnh sau khi sửa được tính kể từ khi lệnh sửa được nhập vào hệ thống giao dịch.

+ Trường hợp sửa khối lượng giảm: Thứ tự ưu tiên của lệnh không thay đổi.

Lưu ý: lệnh sửa đồng thời giá và khối lượng thì thứ tự ưu tiên của lệnh thay đổi.

(ii) Lệnh Thị trường (Market Order)

“Lệnh Thị trường” là lệnh mua hoặc bán chứng khoán nhưng không ghi mức giá, do người đầu tư đưa ra cho người môi giới để thực hiện theo mức giá khớp lệnh. Lệnh thị trường là loại lệnh được sử dụng phổ biến trong các giao dịch chứng khoán. Khi sử dụng loại

lệnh này, nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận mua hoặc bán theo mức giá thị trường hiện tại và lệnh của nhà đầu tư luôn luôn được thực hiện. Tuy nhiên, mức giá do quan hệ cung - cầu chứng khoán trên thị trường quyết định. Vì vậy, lệnh thị trường còn được gọi là lệnh không ràng buộc.

a. Ưu điểm

- Lệnh thị trường là một công cụ hữu hiệu có thể được sử dụng để nâng cao doanh số giao dịch trên thị trường, tăng cường tính thanh khoản của thị trường.

- Thuận tiện cho người đầu tư vì họ chỉ cần ra khối lượng giao dịch mà không cần chỉ ra mức giá giao dịch cụ thể và lệnh thị trường được ưu tiên thực hiện trước so với các loại lệnh giao dịch khác.

- Nhà đầu tư cũng như công ty chứng khoán sẽ tiết kiệm được các chi phí do ít gặp phải sai sót hoặc không phải sửa lệnh cũng như huỷ lệnh.

b. Hạn chế

- Dễ gây ra sự biến động giá bất thường, ảnh hưởng đến tính ổn định giá của thị trường, do lệnh luôn tiềm ẩn khả năng được thực hiện ở mức giá không thể dự tính trước. Vì vậy, các thị trường chứng khoán mới đưa vào vận hành thường ít sử dụng lệnh thị trường.

Lệnh thị trường thông thường chỉ được áp dụng đối với các nhà đầu tư lớn, chuyên nghiệp, đã có được các thông tin liên quan đến mua bán và xu hướng vận động giá cả chứng khoán trước, trong và sau khi lệnh được thực hiện. Lệnh thị trường được áp dụng chủ yếu trong các trường hợp bán chứng khoán vì tâm lý của người bán là muốn bán nhanh theo giá thị trường và đối tượng của lệnh này thường là các chứng khoán “nóng”, nghĩa là các chứng khoán đang có sự thiếu hụt hoặc dư thừa tạm thời.



Ở Việt Nam, theo quy định của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, “Lệnh Thị trường” là lệnh mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá tốt nhất hiện có trên thị trường, là loại lệnh không xác định giá tại thời điểm nhập lệnh. Giá của “Lệnh Thị trường” được xác định là mức giá tốt nhất của lệnh đối ứng sau khi đã vào sổ lệnh. “Lệnh Thị trường” chỉ được sử dụng trong đợt khớp lệnh liên tục. Lệnh thị trường có 2 thuộc tính:

- “Lệnh Thị trường” sau khi đã vào sổ lệnh, nếu không có lệnh thỏa mãn để khớp toàn bộ thì sẽ bị hủy. “Lệnh Thị trường” gắn với thuộc tính này được ký hiệu là MOK;

- “Lệnh thị trường” sau khi vào sổ lệnh, nếu được thực hiện hoặc không được thực hiện thì phần còn lại sẽ bị hủy. “Lệnh thị trường” gắn với thuộc tính này được ký hiệu là MAK.

(iii) Lệnh Thị trường – Giới hạn (Market to Limit - MLT)

“Lệnh Thị trường - Giới hạn” là lệnh mua chứng khoán tại mức giá bán cao nhất hoặc lệnh bán chứng khoán ở mức giá mua thấp nhất.

Khi vào sổ lệnh, lệnh MLT sẽ được thực hiện ngay với mức giá tốt nhất hiện có trong sổ lệnh. Phần còn lại không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết của lệnh do khối lượng của bên đối ứng đã hết sẽ được chuyển thành lệnh giới hạn.

“Lệnh thị trường mua” sẽ chuyển thành “lệnh giới hạn mua” cao hơn mức giá khớp cuối cùng một đơn vị yết giá, hoặc “lệnh thị trường bán” sẽ chuyển thành “lệnh giới hạn bán” thấp hơn mức giá khớp cuối cùng một đơn vị yết giá.

“Lệnh Thị trường - Giới hạn” - (MLT) - chỉ được sử dụng trong phiên khớp lệnh liên tục. Lệnh chỉ được nhập khi có lệnh đối ứng. Trường hợp không có lệnh đối ứng, lệnh được nhập vào sẽ bị hủy.

“Lệnh Thị trường - Giới hạn” khi đã chuyển thành lệnh giới hạn sẽ có điều kiện về sửa/hủy giống như lệnh giới hạn.

(iv) Lệnh Dừng (Stop Order)

“Lệnh Dừng” là loại lệnh đặc biệt để đảm bảo cho các nhà đầu tư có thể thu lợi nhuận tại một mức độ nhất định và phòng chống rủi ro trong trường hợp giá chứng khoán chuyển động theo chiều hướng ngược lại. Sau khi đặt lệnh, nếu giá thị trường đạt tới hoặc vượt qua mức giá dừng thì khi đó “Lệnh Dừng” thực tế sẽ trở thành lệnh thị trường.

Có hai loại “Lệnh Dừng”: “Lệnh Dừng” để bán và lệnh dừng để mua.

- “Lệnh dừng để bán” luôn đặt giá thấp hơn thị giá hiện tại của một chứng khoán muốn bán;

- “Lệnh dừng để mua” luôn đặt giá cao hơn thị giá của chứng khoán cần mua.

“Lệnh Dừng” trở thành “Lệnh Thị trường” khi giá chứng khoán bằng hoặc vượt quá mức giá ấn định trong lệnh giá dừng. “Lệnh Dừng” thường được các nhà đầu tư chuyên nghiệp áp dụng và không có sự bảo đảm nào cho giá thực hiện sẽ là giá dừng. Như vậy, “Lệnh Dừng” khác với “Lệnh Giới hạn” ở chỗ: “Lệnh Giới hạn” bảo đảm được thực hiện với giá giới hạn hoặc tốt hơn.

Các trường hợp sử dụng “Lệnh Dừng”:

- Sử dụng “Lệnh Dừng” để bảo vệ tiền lời của người kinh doanh trong một thương vụ đã thực hiện;

- Sử dụng “Lệnh Dừng” để bảo vệ tiền lời của người bán trong một thương vụ bán không;



- Sử dụng “Lệnh Dừng” để phòng ngừa sự thua lỗ quá lớn trong trường hợp mua bán ngay;

- Sử dụng “Lệnh Dừng” để phòng ngừa sự thua lỗ quá lớn trong trường hợp bán trước mua sau.

a. Ưu điểm

“Lệnh Dừng mua” có tác dụng tích cực đối với nhà đầu tư trong việc bán không. “Lệnh Dừng bán” có tác dụng bảo vệ khoản lợi nhuận hoặc hạn chế thua lỗ đối với các nhà đầu tư.

b. Nhược điểm

Khi có một số lượng lớn các “Lệnh Dừng” được “châm ngòi”, sự náo loạn trong giao dịch sẽ xảy ra khi “Lệnh Dừng” trở thành “Lệnh Thị trường”, từ đó bóp méo giá cả chứng khoán và mục đích của “Lệnh Dừng” là giới hạn thua lỗ và bảo vệ lợi nhuận không được thực hiện.

Để hạn chế nhược điểm trên, người ta tiến hành kết hợp giữa “Lệnh Dừng” và “Lệnh Giới hạn” thành “Lệnh Dừng – Giới hạn”.

“Lệnh Dừng – Giới hạn” là loại lệnh sử dụng nhằm khắc phục sự bất định về mức giá thực hiện tiềm ẩn trong “Lệnh Dừng”. Đối với “Lệnh Dừng – Giới hạn”, người đầu tư phải chỉ rõ hai mức giá: một mức giá dừng và một mức giá giới hạn. Khi giá thị trường đạt tới hoặc vượt qua mức giá dừng thì “Lệnh Dừng” sẽ trở thành “Lệnh Giới hạn” thay vì “Lệnh Thị trường”.

(v) Lệnh Dừng - Giới hạn (Stop Limit Order)

“Lệnh Dừng - Giới hạn” là loại lệnh sử dụng nhằm khắc phục sự bất định về mức giá thực hiện tiềm ẩn trong lệnh dừng. Đối với “Lệnh Dừng – Giới hạn”, người đầu tư phải chỉ rõ hai mức giá: Một mức giá dừng và một mức giá giới hạn. Khi giá thị trường đạt tới

hoặc vượt qua mức giá dừng thì lệnh dừng sẽ trở thành lệnh giới hạn thay vì lệnh thị trường.

Hạn chế: Không được áp dụng trên thị trường OTC vì không có sự cân bằng giữa giá của công ty môi giới và người đặt lệnh.

(vi) Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh (ATO)

Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh (ATO) là lệnh mua hoặc bán chứng khoán nhưng không ghi mức giá, do nhà đầu tư đưa ra cho người môi giới để thực hiện theo mức giá khớp lệnh. Khối lượng giao dịch của lệnh được cộng vào tổng khối lượng khớp lệnh và được phân bổ trước lệnh giới hạn.

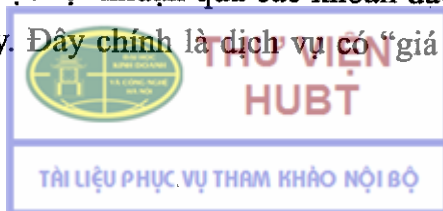
(vii) Lệnh ATC

Lệnh ATC là lệnh đặt mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá đóng cửa. Đây là loại lệnh không xác định giá tại thời điểm nhập lệnh. Giá thực hiện là giá tốt nhất trong thời điểm lệnh đã được đưa vào hệ thống để xử lý.

Lệnh ATC chỉ được sử dụng trong đợt khớp lệnh định kỳ xác định giá đóng cửa. Sau khi kết thúc đợt khớp lệnh định kỳ đóng cửa, các lệnh ATC không được khớp hoặc phần không được khớp của lệnh sẽ bị hủy hoặc hết hiệu lực. Khi khớp lệnh, lệnh ATC sẽ ưu tiên được phân bổ trước. Khối lượng của lệnh ATC sẽ tham gia vào xác định giá khớp lệnh định kỳ. Lệnh ATC được nhập vào hệ thống không được phép sửa, chỉ được phép hủy.

Nguyên tắc

Việc nhận và xử lý lệnh cho khách hàng là nhiệm vụ quan trọng của nhân viên hành nghề môi giới. Nhân viên môi giới cố gắng giúp khách hàng kiếm được lợi nhuận qua các khoản đầu tư khi sử dụng dịch vụ của Công ty. Đây chính là dịch vụ có “giá trị gia tăng” mà



công ty môi giới có thể cung cấp cho khách hàng nhằm thu hút khách hàng đến với công ty và duy trì số khách hàng hiện hữu.

Thông thường lệnh của khách hàng được nhận tại các quầy giao dịch bằng cách điền vào phiếu lệnh theo hướng dẫn của nhân viên môi giới. Lệnh cũng có thể được khách hàng đặt qua điện thoại, fax, e-mail hoặc trực tiếp qua mạng on-line. Trước khi đặt lệnh giao dịch chứng khoán dù dưới bất cứ hình thức nào, trước khi giao dịch khách hàng phải ký hợp đồng với công ty môi giới chứng khoán. Nhân viên môi giới phải hiểu rõ nguyên tắc, phương thức khớp lệnh, đặc điểm của từng loại lệnh để có thể tránh tối đa các thắc mắc của khách hàng phát sinh từ sự không hiểu đặc điểm của từng loại lệnh.

Quy trình nhận lệnh

Quy trình nhận lệnh được thực hiện như sau:

- Đặt lệnh bằng phiếu lệnh tại công ty môi giới chứng khoán: nhà đầu tư đặt lệnh giao dịch thông qua quầy giao dịch của các công ty môi giới chứng khoán là thành viên giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán, sau đó lệnh sẽ được công ty chuyển vào sàn giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán. Tại sàn giao dịch, đại diện giao dịch của công ty sẽ nhập lệnh vào hệ thống giao dịch khớp lệnh thông qua các trạm đầu cuối nhập lệnh được Sở bố trí cho các công ty chứng khoán thành viên.

- Nhà đầu tư có thể đặt lệnh mua bán chứng khoán bằng điện thoại. Công ty môi giới chứng khoán phải quy định nhân viên môi giới chỉ được nhận lệnh giao dịch mua bán chứng khoán của nhà đầu tư bằng máy điện thoại cố định của công ty. Công ty môi giới chứng khoán phải trang bị hệ thống ghi âm lại các cuộc gọi đến để đặt lệnh của nhà đầu tư, đồng thời phải xây dựng quy trình nhận lệnh qua điện thoại đảm bảo nhân viên môi giới tuân thủ quy trình này, trong đó

nhân viên môi giới phải ghi lại thông tin về nội dung lệnh của nhà đầu tư, phải kiểm tra thông tin về mã số nhận diện nhà đầu tư. Sau khi nhà đầu tư đặt lệnh xong, nhân viên môi giới phải đọc lại cho nhà đầu tư những thông tin liên quan đến nội dung lệnh đó nhận qua điện thoại, chờ khách hàng xác nhận thông tin đó là đúng, nhân viên môi giới mới nhập lệnh đó vào hệ thống.

- Nhà đầu tư cũng có thể đặt lệnh thông qua hệ thống giao dịch trực tuyến. Hệ thống giao dịch trực tuyến cho phép nhà đầu tư đặt lệnh từ xa. Hệ thống nhận lệnh giao dịch trực tuyến của các công ty môi giới chứng khoán kết nối trực tiếp với hệ thống giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán; nhờ đó, lệnh của nhà đầu tư được chuyển một cách tự động từ hệ thống nhận lệnh và truyền lệnh của công ty môi giới chứng khoán vào hệ thống giao dịch khớp lệnh của Sở Giao dịch Chứng khoán.

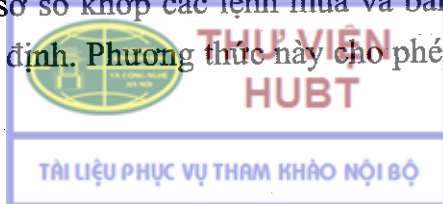
Các lệnh của nhà đầu tư sau khi được nhập vào hệ thống giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán sẽ được so khớp tự động theo nguyên tắc ưu tiên về giá và ưu tiên về thời gian. Hệ thống giao dịch cũng cho phép thông báo tức thời kết quả khớp lệnh đến công ty chứng khoán thành viên để công ty chứng khoán nhanh chóng xác nhận kết quả với khách hàng.

2.3.3. Thực hiện lệnh

Giao dịch khớp lệnh

Căn cứ quá trình thực hiện so khớp lệnh, hệ thống giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán có hai phương thức giao dịch chính: khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục.

1. Phương thức khớp lệnh định kỳ là phương thức giao dịch được thực hiện trên cơ sở so khớp các lệnh mua và bán chứng khoán tại một thời điểm xác định. Phương thức này cho phép các lệnh sau khi



gửi vào hệ thống giao dịch được sắp trên sổ lệnh theo thứ tự ưu tiên, sau đó sẽ được so khớp tại một thời điểm xác định với một mức giá khớp lệnh duy nhất cho mỗi loại chứng khoán.

Nguyên tắc xác định giá khớp lệnh theo phương thức này như sau :

- (i) Là mức giá thực hiện được khối lượng giao dịch lớn nhất;
- (ii) Nếu có nhiều mức giá thỏa mãn mức giá trên thì mức giá trùng hoặc gần với giá thực hiện của lần khớp lệnh gần nhất sẽ được chọn.

2. Phương thức khớp lệnh liên tục là phương thức hệ thống giao dịch thực hiện so khớp các lệnh mua và lệnh bán chứng khoán ngay khi lệnh được nhập vào sổ lệnh. Giá thực hiện trong phương thức giao dịch liên tục được xác định trên cơ sở mức giá của lệnh giới hạn đối ứng đang nằm chờ trên sổ lệnh.

Nguyên tắc so khớp lệnh

Các lệnh được so khớp theo thứ tự ưu tiên như sau:

- (i) Ưu tiên về giá: Các lệnh mua có mức giá cao hơn được ưu tiên thực hiện trước; các lệnh bán có mức giá thấp hơn được ưu tiên thực hiện trước.
- (ii) Ưu tiên về thời gian: Đối với các lệnh mua (hoặc lệnh bán) có cùng mức giá thì lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước sẽ được ưu tiên thực hiện trước.

Giao dịch thỏa thuận

Theo phương thức giao dịch thỏa thuận, các bên mua bán (hoặc công ty chứng khoán đại diện bên mua và bán thay mặt khách hàng) thỏa thuận với nhau về các điều kiện giao dịch. Sau đó, giao dịch sẽ được công ty chứng khoán thành viên bên mua và bán nhập vào hệ thống giao dịch để ghi nhận kết quả.

- Đối với cổ phiếu, chứng chỉ quỹ: Các giao dịch thỏa thuận phải từ 20.000 đơn vị trở lên.

- Đối với trái phiếu: Mọi giao dịch trái phiếu được thực hiện theo phương thức thỏa thuận (không giao dịch theo phương thức khớp lệnh).

Các giao dịch thỏa thuận phải tuân thủ quy định về biên độ giao động giá trong ngày. Trong thời gian giao dịch thỏa thuận, các công ty chứng khoán có thể đăng nhập quảng cáo giao dịch thỏa thuận trên hệ thống giao dịch của Sở để tìm kiếm đối tác.

Lưu ý: Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM không cho phép thực hiện giao dịch thỏa thuận đối với cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư trong ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư đó.

Thanh toán tiền và chuyển giao chứng khoán

Việc thanh toán các giao dịch chứng khoán được thực hiện theo kết quả bù trừ đa phương, song phương và thanh toán theo từng giao dịch cho giao dịch của chứng khoán niêm yết và giao dịch của chứng khoán chưa niêm yết của công ty đại chúng.

Việc bù trừ chứng khoán được thực hiện theo từng loại chứng khoán và tách biệt theo loại tài khoản môi giới cho khách hàng trong nước, tài khoản môi giới cho khách hàng nước ngoài và tài khoản tự doanh của thành viên lưu ký.

Các giao dịch mua, bán chứng khoán niêm yết thực hiện thanh toán theo kết quả giao dịch do các Sở Giao dịch Chứng khoán cung cấp.

Các giao dịch mua, bán chứng khoán chưa niêm yết của công ty đại chúng thực hiện thanh toán theo kết quả giao dịch của nhà đầu tư thực hiện tại các công ty chứng khoán.



Việc thanh toán tiền đối với các giao dịch chứng khoán của các công ty môi giới chứng khoán được thực hiện thông qua ngân hàng thanh toán. Các công ty môi giới chứng khoán phải mở tài khoản thanh toán bù trừ tại ngân hàng thanh toán để thanh toán tiền cho các giao dịch chứng khoán theo nguyên tắc giao dịch chứng khoán niêm yết tách biệt với giao dịch chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết.

Trường hợp nhà đầu tư mở tài khoản lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký là ngân hàng thương mại và đặt lệnh giao dịch qua công ty chứng khoán, việc thanh toán giao dịch sẽ do ngân hàng lưu ký thực hiện.

(1) Đối chiếu và xác nhận giao dịch

Sau khi lệnh được đưa vào hệ thống xử lý lệnh, kết quả giao dịch từ được các Sở Giao dịch Chứng khoán và Trung tâm lưu ký thông báo cho các thành viên lưu ký.

Thành viên lưu ký phải đối chiếu chi tiết giao dịch giữa lệnh gốc được lưu giữ tại thành viên với bản thông báo kết quả giao dịch và xác nhận lại với Trung tâm lưu ký.

Trung tâm lưu ký có nghĩa vụ in chứng từ thanh toán. Căn cứ vào kết quả giao dịch đã được các thành viên lưu ký xác nhận đúng và Trung tâm lưu ký có nghĩa vụ chuyển các chứng từ này cho các thành viên lưu ký thực hiện chuyển tiền và chuyển chứng khoán.

(2) Quá trình chuyển tiền và chuyển chứng khoán

Vào ngày xác định, Trung tâm lưu ký thực hiện chuyển chứng khoán từ tài khoản của công ty môi giới chứng khoán - thành viên lưu ký bên bán (công ty môi giới bên bán) vào tài khoản của công ty môi giới chứng khoán - thành viên lưu ký bên mua (công ty môi giới bên

mua). Đồng thời, Trung tâm lưu ký lệnh cho ngân hàng thanh toán chuyển tiền từ tài khoản của công ty môi giới chứng khoán - thành viên lưu ký bên mua (công ty môi giới bên mua) vào tài khoản của công ty môi giới chứng khoán - thành viên lưu ký bên bán (công ty môi giới bên bán).

Trung tâm lưu ký phải đảm bảo việc chuyển tiền và chuyển chứng khoán để thanh toán các giao dịch chứng khoán diễn ra tại cùng một thời điểm theo nguyên tắc chuyển giao đồng thời tiền và chứng khoán. Khi tiền và chứng khoán được chuyển vào các tài khoản tương ứng của công ty môi giới chứng khoán bên mua và công ty môi giới bên bán, thì giao dịch chứng khoán được coi là hoàn tất.

Khi nhận được giấy báo về số chứng khoán và số tiền tương ứng có trên tài khoản của mình các công ty môi giới bên mua và công ty môi giới bên bán phải thực hiện ngay các bút toán tương ứng để hạch toán số tiền và chứng khoán đó vào tài khoản của nhà đầu tư mua và nhà đầu tư bán chứng khoán. Bắt đầu từ thời điểm này các nhà đầu tư mua và nhà đầu tư bán chứng khoán được sử dụng số chứng khoán và số tiền đó để thực hiện các giao dịch bán-mua chứng khoán tiếp theo.

2.3.4. Quy trình thanh toán các giao dịch chứng khoán

Nguyên tắc thanh toán

Trung tâm lưu ký chứng khoán chịu trách nhiệm thực hiện bù trừ tiền, chứng khoán và thanh toán giao dịch chứng khoán theo nguyên tắc sau:

(i) Trung tâm lưu ký chứng khoán thanh toán theo kết quả bù trừ đa phương, song phương và thanh toán theo từng giao dịch cho giao dịch của các chứng khoán đã niêm yết và giao dịch của các chứng khoán chưa niêm yết của công ty đại chúng;



(ii) Việc bù trừ chứng khoán được Trung tâm lưu ký chứng khoán thực hiện theo từng chứng khoán và tách biệt theo loại tài khoản môi giới cho khách hàng trong nước, tài khoản môi giới cho khách hàng nước ngoài và tài khoản tự doanh của thành viên lưu ký;

(iii) Đối với giao dịch mua, bán chứng khoán niêm yết/chứng khoán đăng ký giao dịch, Trung tâm lưu ký chứng khoán thực hiện thanh toán căn cứ vào kết quả giao dịch do Sở Giao dịch Chứng khoán cung cấp;

(iv) Việc bù trừ tiền thanh toán chứng khoán được thực hiện cho từng thành viên theo từng thị trường. Đối với các giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, trái phiếu công ty niêm yết và đăng ký giao dịch trên các Sở Giao dịch Chứng khoán, tiền thanh toán giao dịch của thành viên sẽ được chuyển giao trên cơ sở Trung tâm lưu ký chứng khoán bù trừ chung giữa số tiền được nhận và số tiền phải trả cho các giao dịch có cùng thời gian, phương thức thanh toán tại các Sở Giao dịch Chứng khoán;

(v) Việc thanh toán giao dịch được thực hiện theo nguyên tắc chuyển giao chứng khoán đồng thời với thanh toán tiền (DVP).

Quy trình thanh toán các giao dịch chứng khoán

(1) Đối chiếu và xác nhận giao dịch

(a) Sau khi nhận kết quả giao dịch từ Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán có trách nhiệm thông báo kết quả giao dịch cho các thành viên lưu ký. Thành viên lưu ký có trách nhiệm đối chiếu chi tiết giao dịch giữa lệnh gốc được lưu giữ tại thành viên với thông báo kết quả giao dịch của Trung tâm lưu ký chứng khoán và xác nhận lại với Trung tâm lưu ký chứng khoán;

(b) Thành viên có trách nhiệm nhận Thông báo kết quả giao dịch, đối chiếu với lệnh gốc lưu giữ tại Thành viên, xác nhận với khách

hàng và gửi xác nhận kết quả giao dịch cho Trung tâm lưu ký chứng khoán dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử đối với Thành viên lưu ký.

(2) Quy trình sửa lỗi giao dịch chứng khoán

(a) Nguyên tắc: Trường hợp có sai sót hoặc sai lệch số liệu, phát hiện các lỗi giao dịch chứng khoán, khách hàng, thành viên phải gửi đồng thời Thông báo xác nhận dưới dạng chứng từ điện tử và hồ sơ đề nghị sửa lỗi cho Trung tâm lưu ký chứng khoán. Nếu thành viên không gửi xác nhận kết quả giao dịch trong thời hạn quy định, coi như kết quả giao dịch là chính xác và thành viên phải chịu trách nhiệm về các sai sót, tổn thất phát sinh (nếu có).

(b) Các trường hợp có sai sót hoặc sai lệch số liệu trong giao dịch chứng khoán được tiến hành sửa lỗi bao gồm:

(i) Thành viên lưu ký là công ty chứng khoán đặt nhầm, sai lệnh của khách hàng như: sai số tài khoản của khách hàng, sai chứng khoán, sai mức giá, thừa lệnh, nhầm lệnh mua thành lệnh bán và ngược lại, sai số lượng chứng khoán, sai ngày thanh toán và phương thức thanh toán;

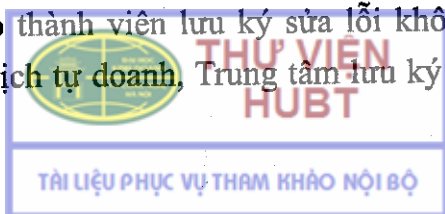
(ii) Thành viên của Trung tâm lưu ký chứng khoán không kiểm soát được tỷ lệ ký quỹ theo quy định dẫn đến thiếu chứng khoán hoặc tiền để thanh toán giao dịch.

(c) Quy trình sửa lỗi giao dịch chứng khoán

Việc sửa lỗi sau giao dịch được thực hiện như sau:

(i) Trường hợp thành viên lưu ký sửa lỗi có tài khoản tự doanh: lệnh giao dịch của khách hàng sẽ được Trung tâm lưu ký chứng khoán điều chỉnh thành lệnh giao dịch tự doanh của thành viên lưu ký;

(ii) Trường hợp thành viên lưu ký sửa lỗi không có tài khoản chứng khoán giao dịch tự doanh, Trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ



mở tài khoản hỗ trợ sửa lỗi cho thành viên lưu ký để hạch toán tạm thời số chứng khoán mà thành viên lưu ký được nhận hoặc phải trả do phải thực hiện sửa lỗi.

(d) Cơ chế sửa lỗi giao dịch

(i) Khi được nhận chứng khoán từ việc sửa lỗi, thành viên lưu ký phải có nghĩa vụ bán ngay số chứng khoán được nhận về trên tài khoản hỗ trợ sửa lỗi vào phiên giao dịch gần nhất để Trung tâm lưu ký chứng khoán tất toán tài khoản;

(ii) Khi phải hoàn trả chứng khoán vay/nhận hỗ trợ từ bên cho vay/hỗ trợ, thành viên lưu ký được phép duy trì tài khoản hỗ trợ sửa lỗi cho đến khi hoàn tất nghĩa vụ đối với bên cho vay/hỗ trợ chứng khoán.

(e) Thời gian nộp hồ sơ sửa lỗi giao dịch

(i) Đối với các giao dịch có thời gian thanh toán T+1, hồ sơ sửa lỗi và hồ sơ chuyển khoản hỗ trợ, vay chứng trong trường hợp do sửa lỗi dẫn đến Thành viên thiếu chứng khoán để thanh toán phải gửi tới Trung tâm lưu ký chứng khoán chậm nhất vào 08h30 ngày T+1 để đảm bảo việc sửa lỗi được thực hiện trước khi thanh toán các giao dịch đó;

(ii) Đối với các giao dịch có thời gian thanh toán T+3, hồ sơ sửa lỗi phải gửi tới Trung tâm lưu ký chứng khoán chậm nhất vào 10h00 ngày T+2 và hồ sơ chuyển khoản hỗ trợ, cho vay chứng khoán trong trường hợp do sửa lỗi dẫn đến thành viên thiếu chứng khoán để thanh toán phải gửi tới Trung tâm lưu ký chứng khoán chậm nhất vào 15h00 ngày T+2 để đảm bảo việc sửa lỗi được thực hiện trước khi thanh toán các giao dịch đó.

(g) Trách nhiệm của các bên liên quan trong việc sửa lỗi sau giao dịch

(i) Các bên tham gia giao dịch phải chịu trách nhiệm đối với lỗi do mình gây ra trong phạm vi quyền hạn và trách nhiệm của mình. Thành viên lưu ký chịu trách nhiệm trong phạm vi quyền hạn và trách nhiệm của mình đối với lỗi sau giao dịch của khách hàng;

(ii) Trường hợp lỗi của công ty chứng khoán dẫn đến việc khách hàng của thành viên lưu ký là ngân hàng thương mại thiếu chứng khoán để thanh toán, ngân hàng thương mại được phép từ chối thanh toán giao dịch. Thành viên lưu ký là công ty chứng khoán phải chịu trách nhiệm thanh toán giao dịch lỗi;

(iii) Trường hợp không có đủ chứng khoán trong tài khoản để thanh toán giao dịch, thành viên lưu ký có thể vay/nhận hỗ trợ chứng khoán;

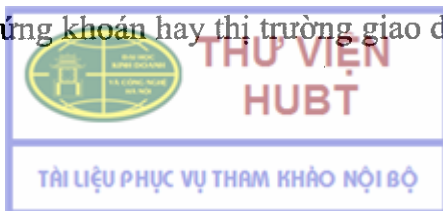
(iv) Việc hoàn trả chứng khoán vay/nhận hỗ trợ có thể thực hiện bằng chứng khoán hoặc tiền theo thoả thuận giữa thành viên lưu ký với bên cho vay/hỗ trợ chứng khoán.

2.4. Cơ cấu tổ chức của công ty môi giới chứng khoán

Ở các nước khác nhau công ty môi giới có thể được tổ chức theo cơ cấu khác nhau, song về tổng thể một công ty môi giới thường có các bộ phận tác nghiệp sau:

2.4.1. Phòng lệnh

Để hỗ trợ cho người môi giới trong việc đặt lệnh khi khách hàng ra quyết định đầu tư, các công ty môi giới chứng khoán thường có một phòng lệnh để nhận lệnh của khách hàng. Tùy vào quy mô và mức độ tự động hoá của từng công ty, có thể có một hay nhiều phòng lệnh chịu trách nhiệm tiếp nhận lệnh đối với từng loại chứng khoán riêng biệt. Phòng lệnh thực hiện tiếp nhận lệnh của khách hàng, sắp xếp lệnh, theo dõi việc thực hiện lệnh, xác định lệnh phải được chuyển vào Sở giao dịch chứng khoán hay thị trường giao dịch phi tập trung



(thị trường OTC). Các lệnh chờ được chuyển vào hệ thống giao dịch tương ứng được sắp xếp theo một logic, thông thường sẽ được nhóm theo loại chứng khoán liên quan. Trong nhóm lệnh bán, lệnh có giá thực hiện thấp nhất sẽ được xếp lên đầu tiên. Trong nhóm lệnh mua, lệnh có giá thực hiện cao nhất sẽ được xếp lên trên các lệnh khác. Với cách làm này giúp các công ty môi giới thực hiện đúng qui định ưu tiên về giá (giá tốt nhất, lệnh có giá bán thấp nhất và lệnh mua có giá mua cao nhất sẽ được ưu tiên trước) và dễ dàng thực hiện trên sàn tương ứng với lệnh đó.

2.4.2. Bộ phận mua và bán

Việc thực hiện một lệnh đánh dấu sự khởi đầu của một chuỗi các hoạt động diễn ra trong các bộ phận tác nghiệp của một công ty môi giới chứng khoán, trong đó việc soạn thảo thư xác nhận và đối chiếu các giao dịch mua, bán với các công ty chứng khoán liên quan do bộ phận mua, bán đảm nhận.

Bộ phận mua và bán chứng khoán có các chức năng ghi chép báo cáo về chi tiết giao dịch hàng ngày, công bố tổng giá trị giao dịch, tính toán các khoản tiền và chứng khoán mà các bên tham gia giao dịch thực phải trả, như công ty chứng khoán bên mua phải trả bao nhiêu tiền, công ty chứng khoán bên bán được nhận bao nhiêu tiền, khách hàng sẽ được nhận hay phải trả bao nhiêu. Ngoài ra, công ty môi giới chứng khoán phải thực hiện đối chiếu các giao dịch để đảm bảo khi có một giao dịch phát sinh từ phía khách hàng phải có một giao dịch đối lại từ phía nhà môi giới, đồng thời phải thực hiện đối chiếu các giao dịch giữa công ty môi giới với công ty môi giới và lập bảng kê thông qua công ty bù trừ hay trung tâm lưu ký chứng khoán. Cuối cùng bộ phận mua và bán chứng khoán của công ty môi giới phải xác nhận giao dịch với khách hàng.

2.4.3. Bộ phận bảo chứng

Bộ phận bảo chứng có trách nhiệm theo dõi trạng thái tài khoản của khách hàng. Tài khoản của khách hàng được chăm sóc, theo dõi để đảm bảo rằng mỗi tài khoản được xử lý theo qui định. Nhân viên của bộ phận này kiểm soát số tiền công ty môi giới Có hay Nợ, quản lý chứng khoán của khách hàng được lưu giữ tại công ty. Tất cả giao dịch của khách hàng, kể cả các giao dịch trên tài khoản bằng tiền, đều được chuyển qua bộ phận bảo chứng. Bộ phận này quản lý các báo cáo và theo dõi sát sao từng giao dịch mua, bán trên tài khoản bảo chứng của khách hàng, kiểm soát tất cả các khoản tiền và chứng khoán có trên tài khoản, kiểm soát việc thanh toán tiền và chứng khoán đảm bảo ngăn ngừa vi phạm qui định về ký quỹ.

2.4.4. Bộ phận thủ quỹ

Bộ phận này thực hiện sắp xếp và quản lý lịch trình thanh toán hợp lý đảm bảo việc giao và nhận chứng khoán diễn ra đúng thủ tục qui trình đó định, quản lý tiền và chứng khoán của khách hàng gửi trong kho, kết của công ty, giám sát quyền sở hữu chứng khoán, thực hiện cung cấp dịch vụ cầm cố chứng khoán đối với các tài khoản ký quỹ (các khoản vay ngân hàng), vay và cho vay tiền và chứng khoán, chuyển giao chứng khoán, thực hiện nghiệp vụ kho quỹ.

2.4.5. Bộ phận quản lý hồ sơ đăng ký chứng khoán

Bộ phận này quản lý hồ sơ chứng khoán, thực hiện đăng ký chứng khoán cho khách hàng, quản lý toàn bộ các báo cáo của từng loại chứng khoán mà công ty môi giới giữ hộ khách hàng. Bộ phận này quản lý danh sách người sở hữu chứng khoán, tỷ lệ nắm giữ chứng khoán của từng khách hàng và cập nhật liên tục danh sách về người sở hữu chứng khoán.



2.4.6. Bộ phận kế toán

Bộ phận kế toán thực hiện các bút toán về dòng tiền, phải cân đối việc luân chuyển chứng khoán với việc luân chuyển dòng tiền. Luân chuyển dòng tiền bao gồm cân đối các khoản tiền nhận và trả cho khách hàng, các khoản tiền nhận và trả cho công ty môi giới khác, cho các ngân hàng, trung tâm lưu ký chứng khoán và thực hiện các bút toán trên tài khoản. Luân chuyển chứng khoán phải đảm bảo tương ứng với luân chuyển dòng tiền. Mỗi bút toán ghi Nợ phải cân đối với một bút toán ghi Có trên tài khoản.

2.4.7. Bộ phận quản lý thu nhập chứng khoán

Bộ phận này thực hiện chức năng quản lý các khoản thu nhập phát sinh liên quan đến việc nắm giữ chứng khoán, như cổ tức, tiền lãi trái phiếu, đảm bảo khách hàng của công ty môi giới nhận được số tiền cổ tức, cổ phiếu thưởng hoặc lãi trái phiếu khi đến hạn. Ngoài ra bộ phận này cũng đảm bảo công bố và nhắc nhở khách hàng về các nghĩa vụ liên quan đến kỳ hạn trả các khoản khách hàng nợ công ty môi giới khi đến kỳ trả cổ tức hay đến kỳ trả lãi.

2.4.8. Bộ phận uỷ quyền

Trong trường hợp khách hàng uỷ quyền cho công ty môi giới thực hiện các quyền phát sinh liên quan đến việc nắm giữ chứng khoán của khách hàng được đăng ký đứng tên công ty môi giới, bộ phận uỷ quyền đóng vai trò trung gian giữa các công ty cổ phần và các cổ đông của họ đối với quyền bỏ phiếu, phê duyệt các báo cáo, chiến lược phát triển, chủ trương quan trọng trong kế hoạch phát triển của công ty cổ phần... Căn cứ vào chương trình nghị sự cuộc họp đại hội đồng cổ đông, hoặc các văn bản xin ý kiến đại hội đồng cổ đông của hội đồng quản trị công ty đó gửi đến từng khách hàng thông qua bộ phận uỷ quyền của công ty môi giới, khách hàng phải

gửi văn bản cho công ty (bộ phận uỷ quyền) nếu ý kiến của mình về từng vấn đề. Bộ phận uỷ quyền sẽ chuyển tất cả các ý kiến đó cho công ty cổ phần.

2.4.9. Bộ phận quản lý tài khoản mới

Bộ phận quản lý tài khoản mới hỗ trợ cho người môi giới trong việc làm thủ tục mở tài khoản cho khách hàng. Để mở tài khoản mới, bộ phận này phải tìm hiểu khách hàng mong muốn giao dịch theo cách nào. Tùy theo mong muốn đó của khách hàng và được công ty chấp thuận, khách hàng sẽ làm thủ tục mở tài khoản giao dịch chứng khoán bằng tiền hay mở tài khoản bảo chứng, hoặc mở cả hai loại tài khoản.

2.4.10. Bộ phận nghiên cứu phân tích sản phẩm đầu tư

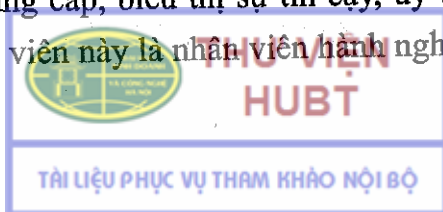
Bộ phận này có chức năng thu thập thông tin liên quan đến các loại chứng khoán của các tổ chức phát hành, thực hiện phân tích thông tin và đưa ra tài liệu, văn bản về khuyến nghị tư vấn đầu tư để cung cấp cho bộ phận môi giới tư vấn cho nhà đầu tư.

2.5. Đội ngũ nhân viên của công ty môi giới chứng khoán

Ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển, đội ngũ nhân viên công ty môi giới chủ yếu gồm đại diện có đăng ký (người hành nghề chứng khoán), nhân viên tác nghiệp, nhân viên giám sát và nhân viên nghiên cứu phân tích.

2.5.1. Người hành nghề môi giới chứng khoán

Người hành nghề môi giới chứng khoán là nhân viên của một công ty môi giới, là người mà trước khi muốn giao dịch chứng khoán, khách hàng phải tìm đến để tìm hiểu sản phẩm, dịch vụ mà công ty môi giới có thể cung cấp, biểu thị sự tin cậy, uỷ thác mang tính cá nhân. Những nhân viên này là nhân viên hành nghề và phải đăng ký



hoặc xin cấp giấy phép hành nghề theo qui định pháp luật. Ở một số nước yêu cầu các nhân viên môi giới phải được cấp chứng chỉ hành nghề môi giới chứng khoán, như Việt Nam. Một nhân viên của công ty môi giới chứng khoán để đáp ứng đủ điều kiện hành nghề môi giới chứng khoán, phải tham gia thi sát hạch kiến thức cơ bản về lĩnh vực chứng khoán, chứng minh sự hiểu biết ở mức nhập môn đối với lĩnh vực kinh doanh chứng khoán, đồng thời phải chứng minh bản thân chưa từng có tiền án thông qua lý lịch tư pháp như ở Việt Nam hoặc phải trải qua một cuộc phỏng vấn, điều tra về thân nhân như ở Mỹ.

Khi đã đáp ứng đủ điều kiện được hành nghề môi giới, nhân viên môi giới chứng khoán có thể giúp khách hàng thực hiện các giao dịch mua bán chứng khoán thông qua việc nhận lệnh và truyền lệnh vào hệ thống giao dịch tại các sở giao dịch chứng khoán hoặc có thể nhận ủy thác của khách hàng để thực hiện các giao dịch trên tài khoản của khách hàng tùy theo sự lựa chọn của khách hàng và được công ty môi giới chấp thuận. Nhân viên môi giới này thường làm việc tại văn phòng trụ sở chính, chi nhánh hoặc phòng giao dịch của công ty môi giới chứng khoán. Ngoài ra, các công ty môi giới chứng khoán phải có đại diện giao dịch của mình tại các sàn giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán. Các đại diện giao dịch tại sàn có trách nhiệm nhập lệnh của khách hàng, đã được đặt qua hệ thống của công ty môi giới vào hệ thống giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán. Kỹ năng nhập lệnh của các đại diện giao dịch tại sàn giúp cho lệnh của khách hàng được nhập vào hệ thống một cách nhanh chóng và kịp thời.

2.5.2. Nhân viên tác nghiệp

Nhân viên tác nghiệp làm việc tại văn phòng của các công ty môi giới chứng khoán giúp người môi giới chứng khoán hoàn tất thủ tục, chứng từ thanh toán liên quan đến việc mở tài khoản cho khách hàng,

giao/nhận chứng khoán và tiền, thực hiện các bút toán trên tài khoản đảm bảo duy trì trạng thái tài khoản theo qui định pháp luật, nhập lệnh của khách hàng vào hệ thống giao dịch tương ứng của các thị trường. Khách hàng thường ít giao dịch trực tiếp với đội ngũ nhân viên tác nghiệp. Thường chỉ những khách hàng sống hay làm việc ngay gần trụ sở của văn phòng các công ty môi giới mới có điều kiện tự mình đi gửi tiền hoặc chứng khoán, hoặc đi nhận séc, để tránh chậm trễ trong khâu chuyển giao thư từ giao dịch, giảm lỗi có thể xảy ra do nhập lệnh vào máy thiếu chính xác. Chỉ khi đó khách hàng mới có dịp tiếp xúc với đội ngũ nhân viên tác nghiệp, còn hầu hết các trường hợp người đầu tư ít biết nhân viên tác nghiệp. Nhân viên tác nghiệp thường không có thông tin đầy đủ về chứng khoán hay thị trường.

Giám đốc tác nghiệp thường là người có nghiệp vụ được thuê vào làm việc tại văn phòng công ty môi giới, có đủ kiến thức để xử lý nhanh chóng mọi công việc phát sinh trong bộ phận hỗ trợ cho giao dịch này. Phần lớn khiếu nại của khách hàng về các thủ tục hành chính đều được chuyển đến cho giám đốc tác nghiệp xử lý giải quyết.

Thủ quỹ có trách nhiệm tiếp nhận và chuyển giao chứng khoán và tiền theo qui định. Thủ quỹ có trách nhiệm đối chiếu, xác nhận chữ ký trên các chứng chỉ cổ phiếu, trái phiếu do khách hàng gửi đến sau giao dịch, đảm bảo các chứng chỉ được giao nhận đúng qui định và nhận đúng loại chứng chỉ đã giao dịch, làm việc với các đại diện chuyển giao để nhận chứng chỉ đã được đăng ký theo yêu cầu của khách hàng, phát hành séc trả cổ tức, thu tiền bán chứng khoán và đảm bảo đối chiếu cân đối sổ sách.

Nhân viên kế toán thực hiện các bút toán trên hệ thống tài khoản về hoạt động đã diễn ra và tính các khoản khách hàng phải nộp để duy trì trạng thái tài khoản theo qui định pháp luật. Nhân viên kế toán



thực hiện nghiệp vụ kế toán tiền cho các nhà đầu tư. Các nhân viên này thường không trực tiếp tiếp xúc với khách hàng, trừ trường hợp nhân viên bán hàng không giải thích được một qui định hay một bút toán nào đó cho khách hàng.

Nhân viên phòng lệnh có vai trò rất quan trọng. Thị trường ngày nay thường có rất nhiều biến động và những biến động đó diễn ra rất nhanh, chỉ cần một chút chậm trễ trong việc truyền lệnh hoặc truyền lệnh theo cách không thích hợp sẽ gây thiệt hại cho khách hàng. Các nhân viên phòng lệnh phải biết đánh máy giỏi và phải hiểu về các loại lệnh khác nhau.

Tất nhiên các đại diện môi giới có đăng ký, người hành nghề môi giới chứng khoán phải chịu trách nhiệm chính trong việc nhập lệnh một cách thích hợp, song nhân viên phòng lệnh hành nghề có thể kiểm tra, giúp phòng ngừa một khoản mất mát lớn do một chút bất cẩn hay một chút sao lãng trong quá trình thực hiện của đại diện môi giới có đăng ký.

Ở Việt Nam, lệnh giao dịch các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thì không được chấp nhận tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và ngược lại. Do đó, nhân viên phòng lệnh phải kiểm tra kỹ lệnh trước khi nhập vào hệ thống giao dịch tại các Sở Giao dịch Chứng khoán.

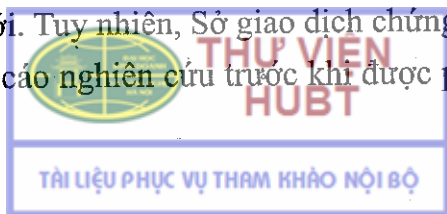
2.5.3. Nhân viên giám sát

Nhân viên giám sát của văn phòng chính và văn phòng chi nhánh của công ty môi giới là những người mà khách hàng thường đến liên hệ. Trước tiên, khách hàng thường đến gặp giám đốc văn phòng chi nhánh hay trợ lý của giám đốc, như giám đốc hỗ trợ hay giám đốc kinh doanh hay giám đốc hành chính.

Giám đốc văn phòng đại diện thường được lựa chọn và tuyển dụng trong số những người bán hàng thành công, những người rất thạo với vấn đề hay vấp phải trong quá trình bán hàng và biết cách giải quyết vấn đề. Một số người khi làm giám đốc văn phòng vẫn tiếp tục tham gia tích cực vào hoạt động bán hàng, vì đó là nguồn thu nhập lớn của họ. Chính vì vậy người giám đốc này ít quan tâm hơn đến khiếu nại của khách hàng về các nhân viên khác trong văn phòng do họ quản lý. Do vậy khách hàng thường yêu cầu gặp đội ngũ giám sát văn phòng chính mỗi khi có vụ khiếu nại lớn. Thường khách hàng liên hệ với nhân viên giám sát tuân thủ. Nhân viên giám sát tuân thủ có thể là luật sư của công ty. Nhân viên giám sát tuân thủ có trách nhiệm soạn thảo và theo dõi việc thực thi chính sách nội bộ để duy trì nội qui công ty, đảm bảo nhân viên và công ty tuân thủ qui định pháp luật, tuân thủ qui định điều chỉnh hoạt động kinh doanh chứng khoán. Các nhân viên này chịu trách nhiệm trả lời các câu hỏi điều tra theo quan điểm quản lý của các Sở Giao dịch chứng khoán, NASD hay của Ủy ban Chứng khoán Mỹ (SEC) khi khách hàng khiếu kiện về các hoạt động của công ty môi giới với các tổ chức này (khách hàng thường khiếu nại với các cơ quan quản lý trước khi khiếu nại công ty môi giới liên quan). Trong quá trình giám sát bằng các phương tiện giám sát giao dịch qua hệ thống máy tính, các tổ chức quản lý cũng thường phát hiện được những vụ vi phạm.

2.5.4. Chuyên gia phân tích

Chuyên gia phân tích làm việc tại các công ty môi giới có nhiệm vụ phân tích các công cụ đầu tư và nghiên cứu các thị trường, đưa ra những khuyến nghị cho việc mua, bán. Các nhân viên phân tích của công ty môi giới không phải đáp ứng các tiêu chuẩn theo qui định như người môi giới. Tuy nhiên, Sở giao dịch chứng khoán New York đòi hỏi tất cả báo cáo nghiên cứu trước khi được phân phối rộng rãi



cho công chúng phải được chuyên gia phân tích cao cấp (người đã trải qua kỳ thi sát hạch để được nhận chức danh này) phê chuẩn. Kỳ thi sát hạch tổ chức cho các chuyên gia phân tích gồm hai phần: một phần là xử lý những tình huống có liên quan đến qui định của Liên bang và ngành chứng khoán, điều chỉnh việc công bố tài liệu bán hàng và phần hai liên quan đến kiến thức kế toán, tài chính.

2.6. Yêu cầu kỹ năng nghiệp vụ và đạo đức đối với nhân viên môi giới chứng khoán

2.6.1. Yêu cầu về kỹ năng nghiệp vụ

Cùng với sự phát triển của nghề môi giới chứng khoán và để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của nhà đầu tư, nhân viên môi giới chứng khoán phải hoàn thiện mình và phải nâng cao kỹ năng nghiệp vụ môi giới chứng khoán từ việc đơn giản chỉ ngồi chờ tiếp nhận lệnh của khách hàng và giúp khách hàng thực hiện các lệnh mua bán chứng khoán theo đúng chỉ thị của khách hàng - phương pháp bán hàng truyền thống - đến một bước cao hơn là chủ động gặp gỡ khách hàng để giới thiệu các sản phẩm mà công ty môi giới có - phương pháp bán hàng tiếp thị - và đến một cấp độ cao hơn nữa là tìm hiểu nhu cầu của khách hàng về các sản phẩm và dịch vụ và tạo ra sản phẩm dịch vụ để làm thỏa mãn nhu cầu đó của khách hàng - phương pháp bán hàng tư vấn. Người môi giới có nhiều cách tiếp cận với thành công. Một trong những cách tiếp cận với thành công đó là sử dụng phương pháp “bán hàng tư vấn”.

*** Phương pháp “bán hàng tư vấn”**

Bốn yếu tố quan trọng của phương pháp “bán hàng tư vấn”, sẽ quyết định thành công của người hành nghề tài chính chuyên nghiệp, là: (1) thái độ đối với khách hàng và công việc; (2) kiến thức chuyên môn; (3) khả năng truyền đạt kiến thức một cách hiệu quả; (4) liên tục phát triển kỹ năng cá nhân và kỹ thuật nghiệp vụ.

(1) Thái độ đối với khách hàng và đối với công việc

(a) Thể hiện mong muốn được giúp đỡ khách hàng

Nếu ưu tiên cao nhất của người môi giới là giúp cho khách hàng đạt được những mục tiêu tài chính của họ, thì người môi giới sẽ thể hiện điều đó một cách vô thức đối với khách hàng và họ sẽ nhanh chóng tin tưởng vào người môi giới.

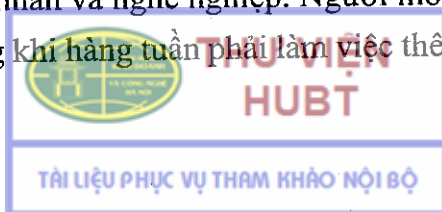
Tuy nhiên, nếu ưu tiên hàng đầu của người môi giới là kiếm tiền cho bản thân mình, tức là đặt mục đích là doanh số cá nhân, thay vì nhu cầu của khách hàng, thì người môi giới đó đồng nhất bản thân mình với những người bán hàng có mục tiêu là bán những sản phẩm tài chính, thay vì coi mình là những người hành nghề chuyên nghiệp với mục tiêu là giúp đỡ khách hàng. Người môi giới sẽ phải đương đầu với những chống đối, lãng tránh hay phản ứng ngày càng tăng, cả khi người môi giới đang tìm kiếm khách hàng mới và ngay cả khi người môi giới đang cố gắng để bán một cái gì đó cho những khách hàng hiện hữu.

(b) Thái độ đối với công việc và nghề nghiệp

Người môi giới cần nhận thức đầy đủ cơ hội và thách thức phải đương đầu trong nghề môi giới, để xác định thái độ đúng đắn khi vào nghề.

Không có nghề nào mà trong đó một người với trình độ học vấn cơ bản, đại học, lại có thể kiếm được nhiều tiền và có khả năng giúp đỡ người khác như nghề môi giới.

Tuy nhiên, cũng như tất cả những cơ hội tuyệt vời khác, người môi giới cũng phải trả giá nhất định, xét về khía cạnh làm việc vất vả và sự phát triển cá nhân và nghề nghiệp. Người môi giới có sẵn sàng trả cái giá đó không khi hàng tuần phải làm việc thêm vào buổi tối để



thiết lập và phục vụ một mạng lưới khách hàng, để nghiên cứu nghề nghiệp chuyên môn từ một đến ba giờ đồng hồ mỗi ngày và để bắt kịp những biến đổi, nhằm nâng cao những kỹ năng cá nhân? Nếu không, người môi giới sẽ không bao giờ thoát ra khỏi sự tầm thường.

(2) Kiến thức chuyên môn

Người hành nghề tài chính chuyên nghiệp phải có khả năng hướng dẫn khách hàng ra quyết định đầu tư sao cho đó phải là quyết định “có đủ thông tin”.

Để đáp ứng yêu cầu đặt ra đối với một người hành nghề chuyên nghiệp, người môi giới phải có được những kiến thức và năng lực sau:

- + Kiến thức về lĩnh vực cụ thể đang làm việc và kiến thức về các lĩnh vực khác trong toàn ngành;

- + Nắm chắc nhu cầu của khách hàng người môi giới có thể phục vụ và nhu cầu nào của khách hàng mà người môi giới không thể phục vụ được? Và biết ai có thể làm điều đó?

- + Phải nắm vững kiến thức về những sản phẩm và dịch vụ của riêng mình và cách thức vận hành của những sản phẩm và dịch vụ đó, đồng thời phải có khả năng giải thích những sản phẩm và dịch vụ đó đối với khách hàng.

- + Hiểu biết về những thay đổi đang diễn ra trong ngành và cách thức những thay đổi đó tác động tới bản thân người môi giới, ảnh hưởng đến khách hàng và công ty mà người môi giới đang và sẽ làm việc hiện nay và trong tương lai.

(3) Kỹ năng truyền đạt kiến thức hiệu quả

Nghề môi giới được đặt trên nền tảng cơ sở về năng lực truyền đạt thông tin của người môi giới đến khách hàng một cách có hiệu quả, dựa vào mối quan hệ của người môi giới với đồng nghiệp và với cấp trên của họ, dựa vào mối quan hệ với đội ngũ nhân viên hỗ trợ giúp người môi giới hoàn tất công việc.

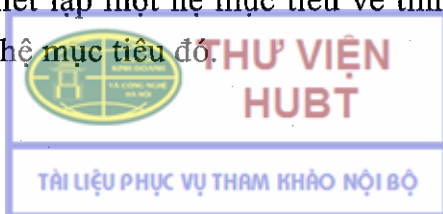
Nói cách khác, trước khi được khách hàng uỷ thác tài sản với tư cách là người môi giới, thì người môi giới phải làm cho khách hàng cảm nhận được toàn bộ thông điệp, mà theo một số chuyên gia phân tích, một hàm lượng rất lớn trong thông điệp đó được chuyển tải không bằng lời.

Truyền đạt thông tin bao gồm cả năng lực của người môi giới trong việc thiết lập mối đồng cảm và lòng tin, cũng như phải biết cách lắng nghe những thông tin quan trọng liên quan tới cách ra quyết định và động lực của khách hàng. Người môi giới cần suy nghĩ cách sử dụng thông tin đó để có thể tác động làm thay đổi hiệu quả của việc thuyết trình mại vụ.

(4) Phát triển kỹ năng cá nhân và nghề nghiệp

Vấn đề cuối cùng, nhưng không kém phần quan trọng là không ngừng phát triển con người và nghề nghiệp của người môi giới. Có ba lĩnh vực mà người môi giới phải đề ra được mục tiêu: tính cách của người môi giới, sự phát triển kỹ năng cá nhân và nghề nghiệp của người môi giới. Ba lĩnh vực này sẽ quyết định thành công đích thực của người môi giới.

Người môi giới phải lựa chọn những phẩm chất riêng phù hợp với đặc tính nghề nghiệp, rồi sau đó suy nghĩ về loại tính cách cần phải có để đạt được các mục tiêu của mình và trở thành kiểu người mong muốn, rồi thiết lập một hệ mục tiêu về tính cách và một kế hoạch để đạt được hệ mục tiêu đó.



Có được quyết định về kiểu người mà người môi giới muốn trở thành kiểu người đó “khi trưởng thành”, hãy suy nghĩ về các mục tiêu nghề nghiệp của mình. Những kiến thức và kỹ năng nào cần đến để đạt được mục tiêu? Trở ngại nào sẽ gặp phải và những nguồn lực nào cần đến để vượt qua những trở ngại ấy?

2.6.2. Chìa khóa của thành công

Trong khi người môi giới trung bình ít nhiều đều có những yếu tố để thành công, thậm chí có tất cả những yếu tố đó, thì cái tạo ra ngôi sao sáng trong lĩnh vực môi giới lại là cách thức mà những yếu tố này được kết hợp với nhau và nền tảng của thành công là thái độ bán hàng tư vấn, chính là cái tạo ra mọi sự khác biệt trên thế giới này.

(1) Chìa khóa thứ nhất: Hiểu khách hàng

Hiểu khách hàng là điều kiện đầu tiên giúp cho người môi giới có thể thu phục được lòng tin và nhận được uỷ thác của khách hàng. Nếu một khách hàng biết rằng người môi giới biết rõ những mối quan tâm hàng đầu của mình, thì chắc chắn là khách hàng sẽ tiếp tục sử dụng người cố vấn tài chính đó trong nhiều năm nữa và những khuyến nghị của người môi giới chiếm được lòng tin sẽ được khách hàng xem xét một cách nghiêm túc.

Để trở thành một cố vấn được khách hàng tin cậy, người môi giới cần phải làm được những việc sau:

- + Tạo lập được lòng tin và tạo được môi trường tín nhiệm;
- + Thực sự hiểu nguyện vọng và mục tiêu tài chính của khách hàng;
- + Hiểu được động lực khiến cho khách hàng hành động;
- + Trở thành người tập hợp tài sản;

+ Thuyết trình với “cá nhân” khách hàng - cần chú ý nền tảng kiến thức, mức độ am hiểu, phong cách học hỏi và cá tính của khách hàng;

+ Duy trì theo dõi việc đầu tư của khách hàng và biết được tình trạng tài chính của khách hàng đem lại những hiệu ứng tâm lý và kinh tế cụ thể cho khách hàng;

+ Biết đôi chút về đời tư của khách hàng.

Tóm lại, niềm mong ước thực sự được giúp đỡ người khác đạt được những mục tiêu tài chính sẽ tự dẫn đến sự phát triển của những tính cách nêu trên. Chính nhờ đó, người môi giới sẽ tạo ra một tình huống luôn luôn dành chiến thắng cho khách hàng, cho bản thân và cho công ty của mình.

(2) Chìa khóa thứ hai: Tạo lập môi trường tốt

Môi trường tốt là điều thiết yếu để đạt được thành công trong phương pháp bán hàng tư vấn. Muốn làm việc tốt, người môi giới phải biết cách làm việc đó, nhưng nếu không có cơ hội để làm việc thì những cố gắng của người môi giới có thể sẽ vô ích và người môi giới có thể tự chuốc lấy thất bại. Người môi giới có thể thay đổi chiến lược marketing và tiếp cận các sản phẩm tài chính khác nhau, nhưng cuối cùng họ sẽ chiến thắng.

*Môi trường làm việc

Môi trường làm việc tốt bao gồm: (1) tạo lập niềm tin trong công chúng; (2) môi trường kinh tế/thị trường tốt; (3) văn hóa công ty; (4) môi trường làm việc trong văn phòng công ty; (5) tăng hiệu quả sử dụng thời gian và cố gắng tối đa; (6) luôn chuẩn bị sẵn một danh mục sản phẩm hàng hóa.

* Tạo lập niềm tin trong công chúng đầu tư

Nói chung, ngành dịch vụ tài chính thiên về bán hàng tư vấn. Đại đa số các nhà môi giới là các chuyên gia giỏi đang cống hiến vì sự nghiệp phát triển ngành và họ nhận thức được rằng nếu hoạt động đầu tư của khách hàng tốt thì môi giới cũng hoạt động tốt.



* Môi trường kinh tế / điều kiện thị trường

Trong một môi trường có nhiều biến động và không ổn định về chính sách kinh tế, niềm tin của nhà đầu tư lung lay, ngành môi giới bị tác động nên rất khó bán các sản phẩm tài chính. Trong bối cảnh đó, các công ty môi giới hàng đầu vẫn tiếp tục bán các sản phẩm tài chính. Các công ty này cũng bị dao động trong điều kiện nền kinh tế diễn ra những biến động, nên họ cũng thay đổi chiến thuật. Trong điều kiện thị trường suy giảm liên tục và có chiều hướng giảm sâu, rất nhiều người trông đợi xu hướng giảm sâu hơn của thị trường tài chính trong dài hạn và nhiều người muốn “thoát khỏi” thị trường này.

Trong điều kiện đó, ngày càng có nhiều môi giới lãnh nghề sẵn sàng rời bỏ thị trường và hướng vào việc “bảo toàn vốn” hoặc “giới thiệu sản phẩm có chất lượng”. Còn trong thị trường giá lên, các chuyên gia môi giới giỏi cũng không kiếm được tiền nhiều hơn những người môi giới khác, họ chỉ thu phí hoa hồng. Trong thị trường giá lên nhiều người có ý định “lướt sóng” trên mức giá bình quân và họ đã thành công. Trong điều kiện thị trường giá xuống, chuyên gia môi giới kỳ vọng “chèo chống” sao cho mất ít tiền hơn so với người môi giới khác. Tuy nhiên, vì đã được học từ những sai lầm trong quá khứ của chính bản thân và của những người khác, nên họ trở nên khôn ngoan hơn. Sau khi phân tích chiến thuật đầu tư của các “nhà sản xuất” hàng đầu, môi giới hiểu rằng đó là những công ty có cách tiếp cận và thoát khỏi thị trường một cách có hệ thống. Triết lý đầu tư của họ được nghiên cứu và cân nhắc rất kỹ, chứ không vì một lý do đơn giản là kiếm tiền, về thực chất là họ thiên về hướng xây dựng kế hoạch phòng ngừa những bất trắc xảy ra.

* Văn hóa công ty

Mỗi một văn phòng làm việc đều có văn hoá riêng chịu tác động trực tiếp của những người lãnh đạo công ty và những người môi giới

cao cấp. Niềm tin tuyệt đối vào Ban quản trị điều hành công ty trực tiếp tác động đến phong cách kinh doanh của người môi giới. Thái độ và đạo đức hành nghề của những người đứng đầu thâm nhập vào từng thành viên trong văn phòng. Để thực hiện bán hàng tư vấn và kiếm lợi trong thời gian dài bằng cách mở rộng phạm vi hoạt động, người môi giới rất cần đến sự ủng hộ của các chuyên gia môi giới giỏi, chỉ khi đó công việc mới diễn ra thuận lợi. Nhiều công ty môi giới phản đối việc bán hàng tư vấn trong thời gian tương đối dài, nhưng dần dần nhiều công ty môi giới nhận ra rằng chỉ có thể giúp chính mình bằng cách giúp đỡ người khác.

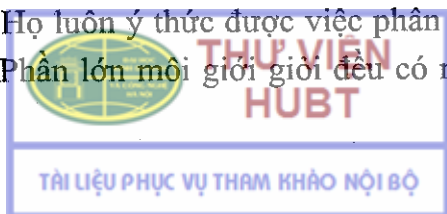
Trong quá trình hành nghề người môi giới cần chú ý những vấn đề sau: (1) tuân thủ nội quy công ty; (2) tài sản đáng giá nhất là danh tiếng của công ty; (3) hãy tự nhủ bằng mọi cách để bảo vệ danh tiếng công ty và không có những hành vi kiếm lời trái với lương tâm, xây dựng niềm tin tuyệt đối để bảo vệ khách hàng của mình; (4) trong tương lai những công ty tồn tại và phát triển là những công ty duy trì được chính sách cân trọng và đặt lợi ích khách hàng lên trên hết.

***Môi trường văn phòng làm việc**

Trong văn phòng làm việc cần lưu ý hai điều đó là thái độ và nguyên tắc làm việc. Mỗi văn phòng có một văn hóa riêng và chịu ảnh hưởng trực tiếp từ người lãnh đạo văn phòng và chuyên gia môi giới cao cấp. Thái độ và nguyên tắc làm việc được chấp nhận thông qua những “bộ lọc” của lãnh đạo để đến từng thành viên trong văn phòng. Ngay đến người môi giới trung thực nhất cũng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nếu xung quanh họ không phải là những người lành nghề.

***Tăng hiệu quả sử dụng thời gian và nỗ lực tối đa**

Các nhà sản xuất hàng đầu tăng hiệu suất sử dụng thời gian của họ đến mức tối đa. Họ luôn ý thức được việc phân bổ thời gian sao cho hiệu quả nhất. Phần lớn môi giới giỏi đều có những trợ lý bán



hàng giỏi (mặc dù cũng có những người môi giới hàng đầu tự mình làm tất cả mọi việc). Vì “thời gian là tiền bạc” và vì thu nhập của họ trực tiếp phụ thuộc vào các hoạt động bán hàng và thiên về bán các sản phẩm có chất lượng cao của các nhà sản xuất hàng đầu, nên người môi giới hàng đầu thường làm việc một cách chăm chỉ và thông minh, sử dụng thời gian một cách tối ưu và tổ chức công việc một cách khoa học. Để có thể trở thành người môi giới, bạn phải có đủ sản phẩm để đáp ứng các nhu cầu tài chính khác nhau của nhà đầu tư và để đáp ứng các nhu cầu tài chính khác nhau trong những hoàn cảnh thị trường khác nhau.

(3) Chìa khóa thứ ba : Duy trì động cơ thúc đẩy

* Đức tính kiên trì là yếu tố không thể thay thế được để đảm bảo thành công. Tuy nhiên, tính kiên trì cũng phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác, như: đề ra mục tiêu thực tế, truyền đạt cho khách hàng hiểu sứ mệnh của người môi giới, kiểm soát tình trạng căng thẳng.

Khi đối mặt với những đánh giá “tiêu cực”, người môi giới cũng muốn vứt bỏ tất cả và rất bi quan, thậm chí họ có thể rời bỏ công ty hoặc bỏ công việc kinh doanh này. Nhưng những chuyên gia môi giới giỏi thường là số đông và họ tiếp tục “chiến đấu” để vượt qua những trở ngại này. Họ tiếp tục làm tốt công việc của mình và làm tốt hơn những người khác, vì họ theo đuổi nguyên tắc để đạt kết quả trong kinh doanh, khách hàng của họ cũng tin tưởng vào những người môi giới giỏi và coi đó là “nhà tư vấn đáng tin cậy”.

* Đề ra mục tiêu thực tế

Người môi giới thường đặt ra những mục tiêu rất khó đạt được, nếu không nói là không thể đạt được. Kết quả thường làm nản lòng người môi giới và dẫn đến việc người môi giới lại đặt ra những mục tiêu mới để có thể dễ dàng đạt được. Một lựa chọn khác là người môi giới tiếp tục sống ngày này qua ngày khác mà không đề ra mục tiêu hay phương hướng cụ thể nào. Việc đề ra được những mục tiêu sát với

thực tế sẽ cho phép người môi giới duy trì động cơ của mình và đồng thời hàng ngày phải liên tục phấn đấu.

Nếu một người không thể đưa ra được mục tiêu, thì cũng không thể quản lý và hành động để đạt được mục tiêu đó.

*** Làm cho khách hàng hiểu sứ mệnh cá nhân của người môi giới**

Làm cho khách hàng hiểu được sứ mệnh của mình là người môi giới đó làm cuộc sống của hầu hết người dân có thay đổi quan trọng. Trong nhiều trường hợp, lời khuyên thiết thực của người môi giới sẽ quyết định việc khách hàng của người môi giới có đạt được những mục tiêu tài chính của mình hay không.

Để làm được điều đó, người môi giới nên làm cho khách hàng hiểu được sứ mệnh, hiểu được nhiệm vụ của mình, làm cho khách hàng hiểu tại sao người môi giới làm công việc này và giá trị người môi giới mang đến cho cuộc sống của những người mà họ có thể giúp đỡ. Việc khách hàng hiểu được sứ mệnh của người môi giới, hiểu được giá trị người môi giới mang lại cho khách hàng sẽ hỗ trợ chính người môi giới đó duy trì động lực hoạt động lâu dài.

*** Kiểm soát tình trạng căng thẳng**

Công việc của một người môi giới có thể là một trong những công việc căng thẳng nhất trên thế giới. Nếu cứ tiếp tục như thế quá lâu có thể sinh bệnh và chính người môi giới, khách hàng và cả công ty của chính người môi giới có thể bị thiệt hại. Để tiếp tục duy trì nỗ lực cao trong công việc, chính người môi giới phải học cách kiểm soát tình trạng căng thẳng. Các công trình nghiên cứu trong tất cả các ngành đã nhiều lần chứng minh rằng, hiệu quả và hiệu suất công việc sẽ tăng nếu bạn định kỳ tạm ngừng lại, xử lý những xung đột một cách thoả đáng và giải quyết những áp lực hàng ngày.



2.6.3. Kỹ năng truyền đạt thông tin của người môi giới

2.6.3.1. Nghệ thuật truyền đạt

Người môi giới phải biết rõ các sản phẩm và dịch vụ của mình và người môi giới phải hiểu sản phẩm và dịch vụ đó đáp ứng nhu cầu của khách hàng như thế nào. Như vậy, người môi giới có ảnh hưởng đáng kể tới những ý kiến của khách hàng về chất lượng sản phẩm, tác động mạnh đến nhu cầu mua sản phẩm của khách hàng.

*** Thái độ quan tâm**

Một trong những yếu tố quan trọng trong việc truyền đạt là “phẩm chất” của người truyền đạt. Phẩm chất, hay thái độ của người môi giới đối với công việc, với bản thân và khách hàng, phải được truyền đạt rõ ràng tới hầu hết tất cả mọi người mà họ đang có quan hệ giao dịch. Để thành công trong việc bán hàng, người môi giới sẽ phải đặt khách hàng lên trên hết và doanh thu là thứ hai. Đây là điểm then chốt của bán hàng tư vấn. Và người môi giới phải thể hiện rõ ràng phẩm chất này ngay từ lần đầu tiên khi tiếp xúc với khách hàng. Trong khi nhiều người cảm thấy rằng rất hữu hiệu khi người môi giới hiện diện, thì đa phần các cuộc tiếp xúc ban đầu của người môi giới được tiến hành qua điện thoại, mà thông qua đó những điều như người môi giới là ai, bạn hy vọng gì đối với khách hàng, tất cả phải được truyền đạt qua giọng nói. Vì thế người môi giới phải lưu ý đến giọng nói và uốn nắn, sửa chữa giọng nói trong chừng mực có thể, điều đó sẽ giúp tạo ra một ấn tượng tốt cho người nghe, nhất là trong trường hợp người môi giới liên hệ với khách hàng qua điện thoại.

*** CLAP**

Đôi khi các khách hàng tiềm năng hoặc khách hàng hiện hữu của người môi giới đưa ra những câu hỏi hay những mối quan tâm về điều gì đó đang thảo luận. Để giải quyết những vấn đề này, có bốn bước để

dàng cần thực hiện trước khi cố gắng đáp ứng sự quan tâm của khách hàng. Chỉ sau khi thực hiện bốn bước này người môi giới mới nên trả lời những câu hỏi của khách hàng và nếu phù hợp thì trở về với kế hoạch làm việc của mình.

Đó là bốn bước, được gọi là CLAP (chữ cái đầu của các từ clarify, legitimate, acknowledgement và probe):

1. Làm sáng tỏ
2. Coi là chính đáng
3. Thừa nhận
4. Thăm dò

2.6.4. Kỹ năng tìm hiểu khách hàng

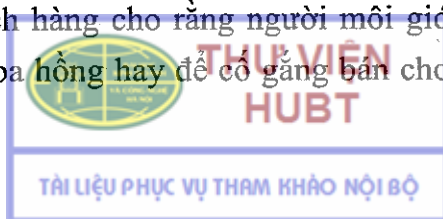
Khả năng truyền đạt một cách hiệu quả giả định rằng chúng ta hiểu tương đối tốt về những điều mà người khác đang cố gắng nói. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu về truyền thông gợi ý rằng có tới 90% trong tất cả những trục trặc của việc truyền thông xảy ra do người môi giới “giả định” rằng họ và khách hàng của họ hiểu những gì mà bên kia đang nói.

- Đối với những từ mơ hồ hay mờ nhạt, hay không xác định, nhưng dường như lại rất có ý nghĩa.

Cần làm sáng tỏ xem chính xác là khách hàng đang mong đợi điều gì, tức là xác định những tiêu chí làm “thoả mãn” khách hàng.

- Khắc phục sự suy diễn và những giả định về ý nghĩ, hành động, niềm tin và cảm nhận của những người khác.

“Suy diễn” bao hàm việc đưa ra giả định về điều mà người khác nghĩ. Đôi khi, khách hàng cho rằng người môi giới đưa ra khuyến nghị chỉ để kiếm hoa hồng hay để cố gắng bán cho khách hàng thứ



mà họ không cần. Cách để tránh được hiểu lầm này là thường xuyên kiểm tra khách hàng để đảm bảo rằng hai bên hiểu đúng nhau.

- Khái quát hóa quá mức

“Mỗi lần tôi gọi điện, họ lại khiến tôi mất ăn mất ngủ.” “Không một ai trong chi nhánh này từng đưa tay ra giúp đỡ tôi”. Những sự phóng đại này khi được nói ra đều có vẻ như xác thực. Khi người ta chán nản thì dường như tuyệt đối không có một cái gì diễn ra trôi chảy hay sẽ trôi chảy mãi. Nếu một khách hàng hay đồng nghiệp phản nản với bạn như thế, cách dễ nhất để phá bỏ kiểu suy nghĩ đó là tìm kiếm ngoại lệ cho cái quy tắc tâm lý của họ.

- Khám phá niềm tin đang chi phối cuộc sống của khách hàng

Khách hàng có tuổi từng sống qua những thời kỳ khó khăn về kinh tế, thường rất hay lo lắng về sự bảo đảm tài sản của họ. Điều này đặc biệt đúng nếu họ sống nhờ vào khoản thu nhập cố định từ Bảo hiểm xã hội và những khoản đầu tư của họ. Nếu họ mất tiền, thường là họ có rất ít hoặc không có gì để trông cậy. Rõ ràng là điều đó có thể khiến cho người ta lo lắng hay có phản ứng nhắc khi đưa ra quyết định đầu tư. Một cách để giúp là giới thiệu cho họ về những loại rủi ro có thể gặp phải, từ việc mất khả năng thanh toán tới việc bị mất cả vốn gốc.

- Chính phục các “quan hệ”

Khách hàng có thể mong người môi giới biết, hay hiểu bằng linh cảm về nhu cầu hay động cơ của mình (đừng hiểu cái đó luôn phải là tiền). Điều đáng tiếc là nếu người môi giới không biết được động cơ của khách hàng, người môi giới sẽ khó lòng mà giúp đỡ. Câu hỏi đặt ra là “Điều gì thúc đẩy mọi người?”. Nếu biết được phải đi tìm cái gì, người môi giới sẽ dễ dàng chọn được một cơ chế thường phù hợp với nhu cầu của khách hàng và thúc đẩy họ có một lời cam kết.

2.6.5. Tạo lập lòng tin

Các nhà tâm lý học cho rằng có tới 93% ý nghĩa của một thông điệp được truyền đi không phải bằng ngôn từ, mà bằng âm điệu trong giọng nói, bằng sự nhấn mạnh những ngôn từ được sử dụng, bằng tốc độ nói và bằng cử chỉ của chúng ta. Điều đó có nghĩa là chưa đầy một phần mười của những gì chúng ta truyền đạt là kết quả của sự biểu thị của bản thân các ngôn từ.

Đồng cảm là gì? Đồng cảm có thể được định nghĩa là một sự cảm nhận rằng ai đó rất giống bạn. Đồng cảm rất gần với sự thông cảm và đồng cảm giúp con người truyền đạt được sự hiểu biết và giúp ta chấp nhận người khác. Tuy nhiên, năng lực để phát triển sự đồng cảm với những người khác vượt ra ngoài ngôn từ được sử dụng khi chúng ta nói.

Đồng cảm thông qua sự nhận biết tự nhiên một cách vô thức.

Như đã trình bày, một khi ta đã quan tâm đến ai đó (hay thậm chí chỉ là những gì họ nói), về mặt tâm lý ta có xu hướng cởi mở trước sự ảnh hưởng của họ, có xu hướng đi theo sự hướng dẫn của họ và tìm kiếm một cách vô thức những mức độ đồng cảm sâu sắc hơn.

a/ Mô phỏng cử chỉ của khách hàng - sự phản chiếu

Hãy mô phỏng, gần như một hình ảnh trong gương, điệu bộ, nhịp thở, hành vi của khách hàng tiềm năng hay khách hàng của mình. Mô phỏng cử chỉ có nghĩa là nếu ai đó đang nhìn người môi giới khi tiếp xúc với khách hàng, họ sẽ nhận thấy nhiều điểm tương tự cả về tư thế lẫn hành vi.

Nguyên tắc chung là:

- Càng kín đáo, càng tinh vi, càng tự nhiên càng tốt.
- Mô phỏng chéo.



b/ Mô phỏng nhịp thở

Đây là một kỹ thuật đơn giản mà tác động của nó xảy ra ở dưới mức nhận biết có ý thức và, nếu kết hợp được với những kỹ thuật trước đây, có thể làm tăng đáng kể mức độ đồng cảm của người môi giới. Để mô phỏng nhịp thở, đơn giản là thở theo tốc độ của khách hàng.

Người môi giới cũng có thể kiểm tra sự đồng cảm bằng cách điều chỉnh cách nói của mình. Khi đã mô phỏng được tốc độ và cường độ trong cách nói của khách hàng, người môi giới có thể tiếp tục thay đổi tốc độ và cường độ trong cách nói của mình, tăng lên hoặc giảm đi và để ý xem khách hàng có làm theo không. Nếu có, tức là người môi giới đó có được sự đồng cảm. Trong phần lớn các trường hợp, khách hàng sẽ làm theo người môi giới mà không ý thức rằng họ đang làm điều đó.

c/ Cách diễn đạt

Khi người môi giới nói với khách hàng “Hãy đừng lo lắng gì về chuyện cổ tức”, chắc chắn khách hàng phải suy nghĩ về những vấn đề có thể phát sinh liên quan tới cổ tức để có thể không lo lắng về chúng. Cách nói đó của người môi giới sẽ làm cho khách hàng càng quan tâm hơn đến vấn đề cổ tức.

• Phong cách của các mối quan hệ

Vấn đề then chốt khi giao tiếp hay liên hệ với những người khác là phải linh hoạt. Ví dụ, khách hàng luôn muốn người môi giới phải đưa ra quyết định, nhưng lại luôn tìm lý do để không nghe theo ý tưởng của người môi giới; hoặc có khách hàng luôn luôn cố đòi hỏi người môi giới phải làm mọi việc theo cách của mình ngay cả khi khách hàng biết mình sai, rồi sau đó khách hàng lại đổ lỗi cho người

môi giới khi việc không thành. Với những kiểu người đó, người môi giới nên cư xử và hành động như thế nào?

*** Khuôn mẫu của hai bên đối lập: Phong cách bổ sung**

Đây là khuôn mẫu của những người đối lập, tức là: “áp chế - phục tùng”, “hướng nội - hướng ngoại”; “thù địch - thân thiện”; “mạnh khỏe - ốm yếu”... Dạng thường thấy nhất là phương thức “áp chế - phục tùng”. Đây là một phương thức cứng rắn, trong đó một người luôn luôn kiểm soát, còn người kia không bao giờ kiểm soát. Những xung đột nói chung được giải quyết bằng cách hoặc người phục tùng rút lui trong thất bại, hoặc người áp đảo đưa ra một lời tuyên án. Đừng để khách hàng làm điều đó.

Hãy hướng dẫn khách hàng tự ra quyết định và sau đó hãy ủng hộ quyết định của khách hàng. Khi làm như vậy, khách hàng sẽ bắt đầu nhìn người môi giới là nguồn hỗ trợ thay vì là mối đe dọa và khách hàng sẽ bắt đầu chịu trách nhiệm hơn về những quyết định của mình.

*** Khuôn mẫu của sự tương đồng: Phong cách cân đối**

Có thể nhận thấy phong cách này trong những tình huống và những mối quan hệ mà ở đó cả hai cá nhân đều có những phản ứng giống nhau, cả hai đều áp chế hoặc cả hai đều phục tùng. Khi cố gắng để đạt được quyền lực hay sự kiểm soát, cả hai bên đều không chịu thua và cuộc đấu tranh cứ tiếp diễn cho tới khi phát sinh những khó khăn nghiêm trọng. Cả hai đều không cảm thấy đủ tin tưởng vào bản thân mình vào người kia, hay vào mối quan hệ để có thể nhường sự kiểm soát một cách tự nguyện. Kết quả là, “quyền lực” trở thành nguồn chủ yếu để tạo ra hiệu lực trong mối quan hệ này: “Nếu tôi thực sự ngon lành, tôi đã thắng”. Tất cả những gì khách hàng cần phải làm để chiến thắng là không làm gì cả. Thậm chí khách hàng chỉ cần gác máy.



Cách tốt nhất để xử lý tình huống này là chấp nhận một phong cách mềm dẻo hơn.

*** Khuôn mẫu linh hoạt: Phong cách song song**

Phong cách song song trong cách liên hệ là phong cách lành mạnh và hữu hiệu nhất trong ba phong cách, bởi nó linh hoạt nhất. Đó là phong cách trong đó không ai, cả người môi giới và khách hàng của người môi giới phải lo lắng về bên kia và cả hai đều cảm thấy có thể thể hiện mình mà không cần phải triển khai một cuộc chiến. Ngoài ra, cả hai đều quyết định các vấn đề về quyền lực và kiểm soát bằng nhu cầu trong tình huống cụ thể chứ không phải bằng những mong muốn tùy tiện hay xung đột nhau.

Trên thực tế, với tư cách người hướng dẫn trong mối quan hệ với khách hàng, người môi giới có thể duy trì tình linh hoạt cần thiết bằng cách vừa khuyến khích lòng tự trọng của khách hàng, vừa hướng dẫn giải quyết vấn đề của khách hàng. Trong mối quan hệ này không ai trong số hai người sẽ luôn luôn “thắng” và nó hàm chứa sự trung thực, cởi mở, tin cậy và hợp tác.

Trong mối quan hệ tài chính, phong cách linh hoạt hơn này, tức phong cách song song, diễn ra khi người môi giới và khách hàng cùng tìm cách để giải quyết khó khăn của chính khách hàng. Phần lớn các trường hợp, mối quan hệ song song sẽ đưa đến kết quả là người môi giới giữ vai trò hướng dẫn tìm kiếm và đề xuất giải pháp cho khách hàng và trong mọi trường hợp, cách làm này làm cho khách hàng nhận thấy trách nhiệm phải ra quyết định cuối cùng: linh hoạt là chìa khóa quan trọng của sự truyền đạt.

Nói tóm lại, sự đồng cảm, theo nghĩa là chúng ta rất “giống nhau”, là chúng ta cùng có chung cái gì đó quan trọng, là cơ sở của sự thoải mái và tin cậy trong bất kỳ mối quan hệ nào. Bằng cách nhận biết và

mô phỏng một cách linh hoạt, tất cả những gì mà khách hàng truyền đạt qua tư thế, mức độ hứng thú, tốc độ nói..., người môi giới có thể tạo lập sự thoải mái và độ tin cậy trong vài phút thay vì vài tháng.

2.6.6. Tìm kiếm khách hàng có hiệu quả

Hầu như tất cả những người làm nghề môi giới đều mong muốn mở rộng việc kinh doanh và muốn có thù lao, do đó họ thường xuyên tìm khách hàng mới để giúp đỡ. Tìm khách hàng là phương pháp truyền thống để đạt được các mục tiêu đó.

Có bốn điểm then chốt để tìm kiếm khách hàng thành công:

1. Luôn luôn nhớ rằng mục tiêu của việc tìm kiếm khách hàng là tìm kiếm những người để người môi giới có thể giúp đỡ;

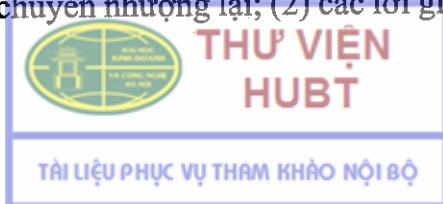
2. Tìm kiếm khách hàng là một trò chơi với những con số. Thậm chí, một nhà tìm kiếm tồi tệ nhất trên thế giới thì cũng sẽ kiếm được khách hàng nếu như anh ta gọi đủ các cuộc điện thoại. Tên của trò chơi sẽ là tăng các cuộc gọi của chính mình;

3. Nếu người môi giới sử dụng một danh sách khách hàng có chất lượng, thì vấn đề khách hàng tương lai thực sự trở thành khách hàng không còn là vấn đề khó khăn. Những khách hàng tương lai nhanh chóng “từ chối” người môi giới lại ủng hộ chính người môi giới bằng cách giúp tìm khách hàng tiếp theo nhanh chóng hơn;

4. Sử dụng một kịch bản tốt và thực hiện theo kịch bản đó.

• Phương pháp tìm kiếm khách hàng

Có nhiều phương pháp tìm kiếm khách hàng, mỗi phương pháp đều có những lợi thế và những bất lợi. Có sáu phương pháp tìm kiếm khách hàng thông dụng nhất, đó là: (1) sự chỉ đạo từ công ty hoặc các tài khoản được chuyển nhượng lại; (2) các lời giới thiệu về khách



hàng; (3) mạng lưới kinh doanh; (4) chiến dịch viết thư; (5) tổ chức hội thảo; (6) gọi điện làm quen.

- Chín bước tìm kiếm khách hàng

Về cơ bản, quy trình tìm kiếm khách hàng được thực hiện qua các bước sau:

(1) Xem lại thông tin về một người đó biết (như địa chỉ, nghề nghiệp, nơi giới thiệu tới, ...) và xác nhận các nhu cầu thực tế hoặc nhu cầu có thể có về sản phẩm và dịch vụ tài chính người môi giới có. Kiểm tra nhanh mọi thông tin bạn biết về khách hàng tương lai và sẵn sàng sử dụng thông tin đó cả trong lời mở đầu và trong cuộc thảo luận.

(2) Chọn lời mở đầu phù hợp trong cuộc gọi điện thoại đầu tiên. Lời mở đầu này giới thiệu về mình và các dịch vụ khi người môi giới tạo môi trường để khách hàng trả lời các câu hỏi được đặt ra. Để mở đầu người môi giới nên nêu ra những giải pháp thật hấp dẫn đối với khách hàng. Mục đích chủ yếu là để khách hàng tương lai hiểu rằng sẽ có lợi khi giao dịch với người môi giới và anh ta phải lắng nghe.

Có hai kiểu mở đầu chính: (i) đề cập đến sản phẩm hoặc dịch vụ cụ thể; và (ii) trình bày khái quát.

(3) Giải quyết những cản trở làm dừng câu chuyện

Hầu hết các cuộc gọi tìm kiếm khách hàng ban đầu thường dẫn đến kết quả là kích hoạt cơ chế tự vệ tự nhiên của khách hàng tiềm năng. Để tránh làm gia tăng sự “kháng cự” luôn tiềm ẩn khi người môi giới cố gắng lấn át khách hàng hoặc loay hoay với cách lựa chọn câu trả lời khéo, người môi giới nên sử dụng CLAP để tìm hiểu mối quan tâm thực sự của khách hàng, sau đó hãy tìm cách đáp ứng mối quan tâm của khách hàng. Làm như vậy người môi giới sẽ chứng

minh được mình là người hành nghề chuyên nghiệp luôn sẵn lòng giúp đỡ, chứ không chỉ là một người bán hàng đơn thuần.

(4) Đưa ra các câu hỏi sơ bộ để tìm hiểu và thu hút sự quan tâm của khách hàng đến các sản phẩm/dịch vụ

Theo ý tưởng này, trong cuộc nói chuyện, người môi giới có thể bắt đầu tìm hiểu câu trả lời cho hai câu hỏi then chốt: “Khách hàng có cần người môi giới không?” và “Người môi giới có cần những khách hàng này không?” Câu trả lời “Không” cho một trong hai câu hỏi sẽ kết thúc mối quan hệ một cách lịch sự. Người môi giới có thể giới thiệu khách hàng tiềm năng này cho người khác, như vậy người môi giới đó quyết định dành thời gian của mình để theo đuổi những khách hàng tương lai khác.

Lưu ý: Nhiều khách hàng tương lai ngại trả lời những câu hỏi về tài chính cá nhân của một người lạ qua điện thoại. Vì vậy, đây chính là lý do tốt để sử dụng danh sách khách hàng đã được thẩm định trước và đề nghị một cuộc gặp gỡ trực tiếp.

(5) Đáp ứng mọi mối quan tâm của khách hàng, đồng thời thúc đẩy mối quan hệ

Trong cuộc đối thoại người môi giới có thể nhận ra mối quan tâm của khách hàng tương lai về cách đạt mục tiêu đầu tư, mối quan tâm đến nền kinh tế, thủ tục hành chính hiện tại, diễn biến của lãi suất,... Điều này tạo cho người môi giới có cơ hội gửi thông tin cho khách hàng, hay trả lời về mối quan tâm của khách hàng. Làm được như vậy, người môi giới sẽ chứng minh được phẩm chất nhà nghề của mình và thúc đẩy mối quan hệ phát triển.

(6) Đi bước tiếp theo, có thể là:

a. Gọi điện tiếp



b. Giới thiệu khách hàng đến bộ phận phù hợp

c. Bố trí gặp

d. Gửi tài liệu

Người môi giới cần bày tỏ lòng biết ơn đối với cuộc nói chuyện để thể hiện mình là người lịch sự, có văn hóa.

(7) Hoàn thành công việc giấy tờ thích hợp

Dù sử dụng một mẫu in trước hay giấy trắng, hãy lưu lại các cuộc đối thoại và các dữ liệu chính mà người môi giới có được.

(8) Lên lịch cho cuộc gọi tiếp theo

Nguyên tắc là trước khi người môi giới gọi lại, hãy để cho khách hàng có thời gian từ 4 đến 7 ngày sau khi họ nhận được tài liệu do môi giới gửi. Một yêu cầu đặt ra là thời gian không được quá ngắn như là một sự lạm dụng, cũng không quá dài để khách hàng không còn nhớ ra người môi giới đó là ai.

(9) Gọi điện thoại cho khách hàng

Mục đích chính của việc tìm kiếm khách hàng tương lai là xác định xem liệu người môi giới có mong muốn lại được nói chuyện với người này hay không. Nếu khách hàng tự thấy không thích hợp với các sản phẩm hay dịch vụ của người môi giới, thì đơn giản là người môi giới đó tiến thêm một bước tới việc hợp tác làm ăn với người khác. Một cách nghĩ về việc bán hàng là người môi giới được trả tiền để vượt qua tất cả những lời từ chối ban đầu để liên hệ được với những người cần sự giúp đỡ của người môi giới.

Quy trình tìm kiếm khách hàng gồm 9 bước này là một chuỗi logic các sự kiện. Quy trình này có hiệu quả là vì đã tính đến nhiều yếu tố. Thay vì cố gắng thực hiện được một doanh vụ, cách tiếp cận bán hàng tư vấn tập trung vào việc thiết lập một mối quan hệ bền vững.

2.6.7. Hiểu khách hàng

Hiểu khách hàng là nắm được các nhu cầu tài chính, các nguồn lực và mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng; hiểu cách nghĩ và quyết định đầu tư của khách hàng, cũng như những tình cảm bên trong có thể ảnh hưởng tới đến phản ứng của khách hàng đối với mối quan hệ giúp đỡ để người môi giới có thể đáp ứng được nhu cầu của họ.

Trong phần này sẽ trình bày kỹ thuật thu thập thông tin không chỉ đem lại cho người môi giới tất cả thông tin muốn khai thác từ khách hàng, mà còn giúp người môi giới gia tăng khối lượng tài sản được quản lý, tăng sự trung thành của khách hàng và đưa ra một số giải pháp trước khi bán hàng, trước khi người môi giới thực hiện cuộc gọi điện bán hàng đầu tiên.

- Chiến lược tìm hiểu về khả năng tài chính

Vì sao phải tìm hiểu khách hàng? Việc tìm hiểu khách hàng xuất phát từ những lý do sau:

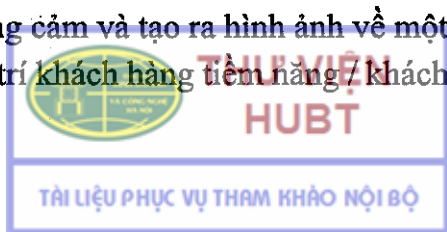
- + Nguồn thông tin đầu vào giúp xác định loại sản phẩm và chất lượng sản phẩm hay dịch vụ thích hợp nhất đối với khách hàng;

- + Pháp luật qui định người làm nghề môi giới chứng khoán phải “hiểu khách hàng của mình” trước khi đưa ra những khuyến nghị cho hành động thích hợp.

Để quá trình thu thập thông tin có hiệu quả, lý tưởng nhất là người hành nghề môi giới chứng khoán phải đạt được các mục tiêu sau:

- + Khai phá, phát hiện cho được những mục tiêu tài chính của khách hàng tiềm năng / khách hàng hiện hữu và các thông số cho từng mục tiêu;

- + Tạo lập sự đồng cảm và tạo ra hình ảnh về một người môi giới lành nghề trong tâm trí khách hàng tiềm năng / khách hàng hiện hữu;



+ Tìm ra ngôn ngữ riêng của khách hàng tiềm năng/khách hàng hiện hữu (“ngôn ngữ riêng” có nghĩa là một số từ ngữ riêng có của khách hàng và việc định hướng giác quan trong cách nói của họ - thị giác, thính giác hay cảm giác), thông tin tâm lý, các tiêu thức mua và các chiến lược động lực;

+ Tạo lập được cam kết của khách hàng tiềm năng/khách hàng hiện hữu với người môi giới về việc phấn đấu đạt các mục tiêu tài chính;

+ Tăng tỷ lệ tài sản của khách hàng giao cho người môi giới quản lý đầu tư.

• Thời điểm tìm hiểu

Quá trình tìm hiểu thực sự bắt đầu từ “cuộc gọi làm quen” với các câu hỏi người môi giới đưa ra để thăm vấn khách hàng tiềm năng. Quá trình tìm hiểu này được tiếp tục duy trì thông qua các cuộc gọi tiếp sau đó và cuộc gặp gỡ trực tiếp đầu tiên của người môi giới với khách hàng. Nếu thực hiện một cách thích hợp, việc tìm hiểu sẽ trở thành một thói quen, được tiếp tục trong suốt quá trình quan hệ của người môi giới với khách hàng.

• Thu thập thông tin trong các cuộc gọi tiếp theo

Đôi khi sẽ có vài cuộc gọi điện thoại diễn ra giữa lần liên hệ đầu tiên với lần gặp gỡ trực tiếp đầu tiên của người môi giới với khách hàng tiềm năng. Do vậy, trong các cuộc gọi tiếp theo, việc tìm hiểu khách hàng phải thực hiện được ba điều sau:

+ Khai thác thêm thông tin liên quan tới sở thích, nhu cầu và sự am hiểu của khách hàng, cách suy nghĩ và cách ra quyết định của khách hàng;

+ Tiếp tục thăm vấn khách hàng tiềm năng;

+ Dẫn dắt khách hàng tiềm năng đi đến kết luận phải gặp riêng người môi giới để thảo luận về tình huống của họ một cách đầy đủ hơn.

Khi đã thu thập được đủ thông tin mới và môi giới thấy cần gọi điện và có nhu cầu gặp gỡ trực tiếp với khách hàng, người môi giới phải chủ động sắp xếp thời gian cho cuộc gặp gỡ đó.

- Tìm hiểu bằng cách gặp trực tiếp

Những phút đầu tiên của cuộc gặp gỡ sẽ phải hướng tới việc thiết lập sự đồng cảm và làm cho khách hàng có cảm giác thoải mái. Khi điều này được thực hiện thì chuyển sang mục đích cơ bản của cuộc gặp là thu thập thông tin.

Quy trình tìm hiểu:

Bước 1: Tạo lập sự đồng cảm với khách hàng và tạo cho khách hàng sự thoải mái;

Bước 2: Phát hiện các nhu cầu/mục tiêu/các vấn đề của khách hàng;

Bước 3: Sắp xếp các nhu cầu/mục đích của khách hàng theo một trật tự ưu tiên;

Bước 4: Xác định các thông số cho từng nhu cầu/mục tiêu;

Bước 5: Tìm hiểu những khoản đầu tư, tài sản, thu nhập hay các khoản nợ khác của khách hàng;

Bước 6: Xin phép khách hàng được rà soát lại từng mục tiêu và các thông số của mỗi mục tiêu;

Bước 7: Thiết lập một cuộc hẹn gọi lại hay gặp lại để đưa ra hoặc thảo luận các giải pháp.

2.6.8. Thu thập thông tin về khả năng tài chính

Sau đây là một số chủ đề liên quan đến khách hàng người môi giới cần khám phá:

Nhu cầu KH1	Nhu cầu KH2	Nhu cầu KH3
Lập kế hoạch nghỉ	Dành cho quỹ giáo dục	Bảo hiểm/được bảo đảm
Tăng thu nhập	Thuế được giảm	Nhóm thuế
Kế hoạch tiết kiệm	Các khoản vay/tài trợ	Tăng trưởng/gia tăng giá trị
Thu nhập chịu thuế	Chứng chỉ quỹ tương hỗ	Thu nhập hàng năm
Cổ phiếu	Trái phiếu	Chứng chỉ tiền gửi
Rủi ro	Phân bổ tài sản	Động lực thúc đẩy mục hàng

Tiêu thức lựa chọn:

Mỗi người đều sử dụng các tiêu thức khác nhau khi thực hiện lựa chọn (ví dụ, lựa chọn cửa hàng, công việc hay các khoản đầu tư ưa thích). Những tiêu thức này có thể liên quan tới những vấn đề như giá cả, mẫu mã, dịch vụ, chất lượng, hoặc hàng loạt các vấn đề khác. Tùy theo từng loại tiêu thức đã lựa chọn, người ta có thể sử dụng những tiêu thức nhất định trong một loạt các tiêu thức một cách nhất quán. Hơn nữa, các tiêu thức cơ bản là khá ổn định đối với mỗi người. Bằng việc sử dụng các tiêu thức của khách hàng để mô tả sản phẩm, người môi giới đó nói thứ ngôn ngữ của họ và một lần nữa chứng tỏ cho họ thấy rằng người môi giới nghĩ đúng theo cách của họ.

Động lực tinh thần:

1. Nhu cầu

Bên cạnh các tiêu thức mua, khách hàng chịu sự thúc đẩy của nhiều động lực khác. Một phần của động lực đó là nhu cầu, như nhu cầu vật chất, nhu cầu về an toàn và đảm bảo, nhu cầu xã hội, nhu cầu được kính trọng, nhu cầu tự thực hiện.

2. Niềm tin và mong đợi

Khi quyết định mua, khách hàng đem theo niềm tin và mong đợi căn bản nhất. Niềm tin này là các nguyên tắc cơ bản chi phối cuộc sống của khách hàng và qui tắc chi phối những mong đợi của khách hàng trong từng trường hợp cụ thể.

Với tư cách người hành nghề tài chính chuyên nghiệp, năng lực của người môi giới trong việc khám phá, hiểu và đáp ứng các mong đợi và niềm tin của khách hàng sẽ ảnh hưởng lớn tới thành công của người môi giới.

3. Định hướng vào Quá khứ - Hiện tại - Tương lai

Sự định hướng của một người theo thời gian là một yếu tố then chốt cho biết người đó suy nghĩ, phản ứng và có động lực gì. Chúng ta đều biết có những người luôn luôn nói về “những ngày đã qua tốt đẹp”, trong khi những người khác lại thường xuyên nói đến việc “mọi thứ rồi sẽ ra sao”. Cho dù cá nhân được định hướng vào quá khứ vào tương lai (như đã minh họa trên đây), hay vào hiện tại (một trong số những người thường được gọi là “thế hệ đương đại”), thì việc hiểu biết về định hướng của khách hàng có thể rất quan trọng đối với quá trình gửi gắm họ cho một tiến trình đầu tư.

4. Đối tượng được hướng tới (con người - nơi chốn - đồ vật - hoạt động, cảm xúc hay logic, tôi hay chúng ta, bên ngoài hay bên trong, đi tiếp hay né tránh, tương tự hay khác biệt)

5. Cách thức hành động và phản ứng

Mỗi người trong chúng ta đều có nhu cầu về cảm giác kiểm soát được cuộc sống và môi trường của mình (nhu cầu về cảm giác có quyền lực). Ngoài ra, mỗi người là một thực thể xã hội, vì vậy trong chừng mực nhất định mỗi người trong chúng ta đều có nhu cầu hội nhập với những người khác.



Cuối cùng, mọi người đều cần được trải nghiệm cảm giác về việc hoàn thành công việc, hay cảm giác thành công đối với một công việc được làm tốt. Tuy nhiên, đa số trong chúng ta chúng ta có thể có ít nhất một nhu cầu mạnh hơn những nhu cầu khác và là nhu cầu có ảnh hưởng mạnh đến cách chúng ta hành động và những gì chúng ta mua.

Nhu cầu về quyền lực:

Những người mong muốn quyền lực khát khao được nắm quyền kiểm soát người khác và kiểm soát những tình huống khác nhau.

Cách ứng xử với những khách hàng bị quyền lực thúc đẩy là trao quyền cho họ.

Nhu cầu về hội nhập:

Những khách hàng có động lực chính là hội nhập đều có mục tiêu gắn bó với những người khác. Vì thế quyết định lựa chọn mua của họ thường chịu ảnh hưởng nhiều của những gì đang được sử dụng rộng rãi và được nhóm đồng nghiệp của họ chấp nhận.

Cách ứng xử với những người có động cơ hội nhập là trình bày ý tưởng bán hàng bằng cách đứng từ phía những người khác để xác định các sản phẩm hàng hóa. Hãy đưa họ tham gia vào quá trình này. Hãy thân mật và cởi mở.

Nhu cầu về thành đạt:

Những cá nhân này muốn có và cần đến một cảm giác về sự thành đạt. Họ có được cảm nhận này từ những tình huống thách thức hoặc cạnh tranh.

Cách dễ nhất để giúp khách hàng định hướng vào thành đạt là:

- Thừa nhận thành quả của khách hàng bằng cách gửi một tấm danh thiếp hoặc gọi điện tới mỗi khi người môi giới biết khách hàng được thăng tiến hay mỗi khi khách hàng có được thành công;

- Khích lệ khách hàng xem xét những cách thức mới để đạt được những mục tiêu tài chính của họ;

- Lôi cuốn họ vào sự phát triển các mục tiêu tài chính và giải pháp của họ (xem phần tìm hiểu khả năng tài chính).

6. Tính cách

a/ Khách hàng người thiên về điều hành

Đó là người có suy nghĩ độc lập, biết tôn trọng ý kiến và tình cảm của người khác và là người tự ra quyết định. Vì họ được định hướng cả vào quyền lực và hội nhập, bản tính thân mật và nhiệt tình của lối ứng xử có quyền lực hay lối ứng xử áp đảo mạnh của người điều hành khiến họ có nhiều hành động mà người khác gọi là quá quyết, chứ không phải là hung hăng.

Nguyên tắc hướng dẫn chung

Người môi giới phải luôn chú trọng đến lợi ích cuối cùng mà quyết định của khách hàng sẽ đem đến cho chính họ bằng cách cho khách hàng thấy sản phẩm hay dịch vụ của người môi giới sẽ giúp họ đạt được các mục tiêu tài chính như thế nào. Hãy làm cho khách hàng lưu tâm tới vấn đề là quyết định của họ đưa ra luôn luôn là quyết định có đủ thông tin.

b/ Khách hàng là người thiên về giao tiếp xã hội

Khách hàng này thường dựa vào phản ứng và nhận thức của người khác để làm cơ sở cho cảm nhận của mình về giá trị của bản thân. Việc xác định các mục tiêu của kiểu người này thiên về việc dựa vào mục tiêu hay những tiêu chí khác của nhóm, anh ta được coi là người có phản ứng thụ động.

Nguyên tắc hướng dẫn chung:



Khi làm việc với cá nhân này, hãy nhớ nhu cầu của họ là được thừa nhận và hãy nhấn mạnh những lợi ích đáp ứng được nhu cầu về sự quý trọng, chấp nhận và an toàn của họ. Nhớ rằng khách hàng có nhu cầu giao tiếp. Hãy đáp ứng nhu cầu giao tiếp này nhưng không cho phép nó vượt ra khỏi mục đích của cuộc gọi hay cuộc gặp. Hướng dẫn rõ ràng cho khách hàng bằng cách thuyết trình và hãy rất cụ thể khi đưa ra những đề xuất.

c/ Khách hàng là người quan liêu

Đó là người luôn luôn “hành động theo sách vở” bởi vì các quy tắc được đặt ra là có lý do của chúng”. Nếu một ý tưởng mới được đưa ra, người này thường có một lý do nào đó để nói rằng nó không có hiệu lực và thậm chí không nên theo đuổi nó. Khách hàng này thường nghĩ rằng môi giới chỉ đến để bán cái gì đó. Khách hàng này thường tránh ứng xử, ví dụ như im lặng hoặc đáp lại không cam kết điều gì. Khách hàng này có thể rất thiếu tự tin và có nhu cầu được hứa chắc chắn.

Nguyên tắc hướng dẫn chung:

Người môi giới cần ghi nhớ đến nhu cầu an toàn của khách hàng và nhấn mạnh những ích lợi sẽ đáp ứng được nhu cầu đó. Người môi giới cần bình tĩnh và học cách kiên nhẫn. Dành thời gian để truyền đạt mối quan tâm đích thực của mình và tạo lập sự tin cậy mà khách hàng này đang tìm kiếm. Người môi giới cần nhấn mạnh những khuyến nghị đang trình bày chính là giải pháp truyền thống, được mọi người chấp nhận và là thận trọng đối với nhu cầu tài chính của khách hàng.

d/ Khách hàng là người độc đoán

Đó là một người giáo điều và luôn cho mình là đúng. Khi sai, kiểu người này luôn cố lấn át người khác chủ yếu là bằng giọng lưỡi

liền thoắt, họ luôn muốn nắm quyền kiểm soát và hay coi thường người khác. Ba từ mà khách hàng kiểu này thường dùng là “Tôi”, “Cho tôi” và “Chính tôi”.

Nguyên tắc hướng dẫn chung:

Người môi giới cần nhấn mạnh những khía cạnh trong sản phẩm hay dịch vụ vừa đáp ứng được nhu cầu của khách hàng vừa thúc đẩy sự tự thừa nhận và tính độc lập. Khách hàng cần được cảm thấy rằng họ khác với những người khác và vì thế ưu việt hơn người khác.

Người môi giới phải nhớ rằng không có ai chỉ thuần túy là người thiên về điều hành, quảng giao, quan liêu hay độc đoán. Trên thực tế không chỉ có vấn đề là mỗi người thể hiện đặc trưng của bốn loại tính cách này vào từng thời điểm, mà việc thể hiện tính cách còn là việc làm hợp lý. Người môi giới phải cư xử với mỗi khách hàng căn cứ vào việc họ đang hành động như thế nào vào lúc này, chứ không phải dựa trên cách họ hành động trong quá khứ.

2.6.9. Yêu cầu về phẩm chất đạo đức của người môi giới chứng khoán

Kinh doanh chứng khoán là một nghề hình thành và phát triển dựa trên sự tin tưởng và tín nhiệm. Sự thành công của thị trường phụ thuộc vào niềm tin của nhà đầu tư vào các công ty môi giới và nhân viên của các công ty môi giới để xây dựng một thị trường chứng khoán công khai, công bằng, minh bạch và bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư.

Số nhân viên môi giới giỏi chỉ chiếm 2% trong tổng số những người làm nghề môi giới chứng khoán – một tỷ lệ rất nhỏ nhưng lại làm ra đến 80% nguồn thu hoa hồng cho công ty môi giới. Trung bình một nhân viên môi giới xuất sắc tạo ra khoản thu về hoa hồng nhiều

gấp 16 lần một nhân viên môi giới trung bình. Đó là “2% chênh lệch” thể hiện những khác biệt rất quan trọng trong cách nhân viên môi giới giỏi quản lý công việc kinh doanh, trong cách tư duy và cách tạo dựng niềm tin, trong cách hành động và trong việc làm. Những đặc điểm làm nên sự khác biệt bao gồm các yếu tố sau: sự quan tâm đến lợi ích khách hàng; đạo đức nghề nghiệp; tính đa dạng; triết lý đầu tư; duy trì nỗ lực trong công việc và động lực cá nhân một cách kiên định; sử dụng phương thức “ bán hàng tư vấn “.

Ngoài sử dụng phương pháp “bán hàng tư vấn” như đã trình bày ở phần trên, để thành công người môi giới còn phải tuân thủ quy tắc đạo đức nghề nghiệp. Quy tắc đạo đức nghề nghiệp không chỉ giới hạn trong việc tuân thủ nghiêm “các quy. định bằng câu chữ của luật pháp” mà còn đòi hỏi sự tuân thủ “tinh thần của các quy định pháp luật”. Quy tắc đạo đức nghề nghiệp trong hoạt động kinh doanh chứng khoán điều chỉnh hành vi của công ty môi giới và nhân viên của công ty môi giới khi thực hiện các hoạt động kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán. Các quy tắc đạo đức nghề nghiệp trong hoạt động kinh doanh chứng khoán bao gồm các quy tắc sau:

Quy tắc 1 - Hoạt động phù hợp với các quy định của Luật Chứng khoán;

Quy tắc 2 - Tuân thủ các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp;

Quy tắc 3 - Nghĩa vụ cung cấp thông tin;

Quy tắc 4 - Tránh xung đột lợi ích;

Quy tắc 5 - Tính Chuyên nghiệp;

Quy tắc 6 - Bảo mật.

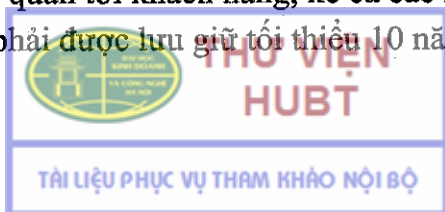
Sau đây chúng ta sẽ cùng nhau tìm hiểu về nội dung của các quy tắc này.

Quy tắc 1 - Hoạt động phù hợp với các quy định của Luật Chứng khoán

Công ty môi giới và nhân viên công ty môi giới phải đảm bảo hoạt động phù hợp với pháp luật và các văn bản quy phạm pháp luật có liên quan do cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền ban hành. Trong trường hợp có hai hay nhiều quy tắc áp dụng, công ty môi giới và nhân viên công ty môi giới phải tuân theo quy tắc khắt khe nhất. Công ty môi giới và nhân viên công ty môi giới không được tham gia, hoặc trợ giúp bất kỳ hành vi vi phạm pháp luật nào, cam kết không vi phạm các quy định của chính phủ hoặc cơ quan quản lý nhà nước có liên quan tới công ty môi giới và nhân viên công ty môi giới, hoặc vi phạm bộ Quy tắc đạo đức nghề nghiệp do công ty môi giới ban hành.

1.1. Thông tin nội bộ: Nếu công ty môi giới và nhân viên công ty môi giới có được thông tin nội bộ, thông tin này sẽ không được công bố ngoài phạm vi công ty trước khi thông tin đó được công bố ra công chúng. Nhân viên công ty không được lợi dụng thông tin nội bộ để thu lợi nhuận cho mình hoặc cho bên thứ ba dưới bất kỳ hình thức nào. Tất cả nhân viên công ty, đặc biệt là các nhân viên liên quan tới kinh doanh, tài chính doanh nghiệp và nhân viên nghiên cứu phải ý thức được sự cần thiết bảo vệ thông tin nội bộ mà họ nhận được trong quá trình kinh doanh thông thường.

1.2. Lưu giữ hồ sơ: Toàn bộ chứng từ gốc bao gồm tất cả các phiếu lệnh, sổ lệnh giao dịch hàng ngày, các bản thông báo xác nhận giao dịch, các giấy biên nhận chứng khoán và các chứng từ giao dịch chứng khoán, báo cáo hàng tháng cho khách hàng, báo cáo giao dịch hàng ngày của sở giao dịch chứng khoán, chứng từ bù trừ và thanh toán qua ngân hàng, các báo cáo cầm cố chứng khoán lưu ký và tất cả các giấy tờ có liên quan tới khách hàng, kể cả các khách hàng không có giao dịch, đều phải được lưu giữ tối thiểu 10 năm và phải kịp thời



cung cấp cho việc kiểm tra theo yêu cầu của kiểm soát viên công ty, kiểm soát nội bộ, công ty kiểm toán và cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền.

1.3. Báo cáo: Tất cả các báo cáo kế toán của công ty môi giới, bao gồm các báo cáo về việc tuân thủ nội quy công ty và các báo cáo được lập theo quy định và gửi cho cơ quan quản lý nhà nước phải được duy trì một cách thích hợp và phản ánh chính xác và đầy đủ số liệu về các giao dịch có liên quan. Các báo cáo kế toán không được có các bút toán sai hoặc cố tình làm sai. Dữ liệu về các giao dịch, hồ sơ khách hàng và các thông tin kế toán không được cố tình phân loại sai và phải được xuất trình kịp thời cho mục đích kiểm tra theo yêu cầu của kiểm toán viên nội bộ hoặc công ty kiểm toán độc lập kiểm toán báo cáo tài chính của công ty hoặc của cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền.

Quy tắc 2- Tuân thủ các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp

Công ty môi giới và tất cả nhân viên công ty phải thực hiện nghiệp vụ của mình một cách trung thực và cẩn trọng, độc lập, liêm khiết, chuyên nghiệp và mẫn cán, có đạo đức.

2.1. Trung thực và cẩn trọng: Công ty môi giới và nhân viên công ty phải đảm bảo mọi hoạt động của mình dựa trên cơ sở trung thực và cẩn trọng, không được tham gia vào các hoạt động có thể dẫn đến việc hiểu lầm của khách hàng. Công ty môi giới và nhân viên công ty phải đảm bảo khách hàng của mình, trước khi thực hiện hoạt động đầu tư chứng khoán, đều hiểu rõ các quy định pháp luật và các nghĩa vụ, quyền lợi và những rủi ro đi kèm với việc đầu tư.

2.2. Độc lập: Công ty môi giới phải tổ chức các bộ phận độc lập theo từng loại nghiệp vụ, tránh xảy ra xung đột lợi ích giữa các bộ phận nghiệp vụ trong công ty và giữa công ty với khách hàng. Trong quan hệ với khách hàng, công ty môi giới và nhân viên công ty phải đảm bảo khách quan, không được tính toán, đan xen lợi ích của mình

vào các lời tư vấn, tuyên bố hay báo cáo phân tích cung cấp cho khách hàng. Công ty môi giới và nhân viên công ty không được nhận bất kỳ một khoản phí hay thù lao nào có thể ảnh hưởng đến tính khách quan trong giao dịch, phân tích, tư vấn, cung cấp dịch vụ cho khách hàng. Công ty môi giới và nhân viên công ty có nghĩa vụ thông báo cho khách hàng về những xung đột lợi ích có thể xảy ra, trường hợp không thể thông báo do thông tin chưa chính thức thì công ty và nhân viên công ty phải áp dụng các biện pháp phù hợp để không làm ảnh hưởng đến lợi ích của khách hàng. Công ty và nhân viên công ty chỉ được đưa ra những ý kiến đánh giá có căn cứ khoa học, độc lập, khách quan trong các hoạt động chuyên môn.

2.3. Liêm khiết: Công ty môi giới và nhân viên công ty phải đảm bảo tính liêm khiết, không vụ lợi, không lợi dụng vị trí làm việc của mình để làm trái quy định pháp luật và nội quy công ty nhằm thu lợi cho chính mình, đồng thời công ty và nhân viên công ty đảm bảo minh bạch trong hoạt động chuyên môn cũng như các vấn đề cá nhân.

2.4. Chuyên nghiệp và cẩn thận: Công ty môi giới và nhân viên công ty phải luôn làm việc một cách chuyên nghiệp và tiến hành các hoạt động với sự cẩn thận của các chuyên gia lành nghề.

2.5. Ưu tiên lợi ích của khách hàng: Trong mọi tình huống, công ty và nhân viên công ty môi giới phải luôn luôn trung thành với khách hàng, phải dành ưu tiên cho lợi ích của khách hàng và đảm bảo mọi khách hàng được đối xử công bằng và bình đẳng.

Quy tắc 3 – Nghĩa vụ cung cấp thông tin

Công ty môi giới và nhân viên công ty phải đảm bảo rằng thông tin cung cấp cho khách hàng và nhà đầu tư phải chính xác, rõ ràng, phù hợp và kịp thời, truyền đạt mọi thông tin đến nhà đầu tư và khách hàng trên cơ sở bình đẳng.



3.1. Thông tin được truyền đạt từ công ty môi giới và nhân viên công ty đến khách hàng và nhà đầu tư phải đảm bảo các tiêu chí sau:

3.1.1. Chính xác có nghĩa là thông tin cung cấp phải đúng và đáng tin cậy, nguồn cung cấp thông tin phải được nêu rõ, đồng thời thông tin phải bao gồm các yếu tố cần thiết cung cấp cho người nhận thông tin hiểu và tận dụng được thông tin. Trường hợp công ty môi giới và nhân viên công ty có bất kỳ sự nghi ngờ nào đó về nguồn thông tin thì phải thông báo rõ cho khách hàng;

3.1.2. Rõ ràng được hiểu là thông tin đến người nhận phải dễ hiểu, thông tin không đa nghĩa và có thể dẫn đến hiểu nhầm;

3.1.3. Phù hợp được hiểu là thông tin phải phù hợp với đối tượng và yêu cầu của khách hàng, phù hợp với tình hình tài chính và mục đích của khách hàng và không chứa đựng những yếu tố không liên quan hoặc có thể làm cho khách hàng hiểu lầm, không được che giấu hoặc thiếu các yếu tố quan trọng có thể ảnh hưởng đến việc ra quyết định của khách hàng;

3.1.4. Kịp thời được hiểu là thông tin phải được công ty môi giới và nhân viên công ty cung cấp kịp thời cho khách hàng ngay khi có thể và những thay đổi về thông tin phải được cập nhật ngay lập tức nếu công ty môi giới và nhân viên công ty nhận thấy những thông tin này có thể ảnh hưởng đến quyết định của khách hàng.

3.2. Nghĩa vụ thông tin bao gồm các nội dung sau:

3.2.1. Nội dung thông tin cung cấp

Thông tin do công ty môi giới và nhân viên công ty cung cấp phải rõ ràng và có thể hiểu được đối với người tiếp cận thông tin và trong mọi tình huống phải đảm bảo thông tin được cung cấp không lệch lạc, không có sai sót.

Công ty môi giới và nhân viên công ty phải đưa ra ý kiến tư vấn cân trọng, thích hợp đối với các lệnh tự nguyện, không phù hợp với khách hàng dựa trên nguyên tắc “hiếu khách hàng” căn cứ vào những thông tin thu thập được về khách hàng. Công ty môi giới và nhân viên công ty phải nắm được mục tiêu và chiến lược đằng sau mỗi lệnh được chấp nhận cho dù lệnh đó là lệnh dựa trên khuyến nghị của nhân viên môi giới hay là lệnh tự nguyện của khách hàng. Công ty môi giới và nhân viên công ty áp dụng các biện pháp tự bảo vệ mình một cách thích hợp khi khách hàng cố theo đuổi các lệnh tự nguyện và không phù hợp, kể cả các biện pháp phân loại lệnh là “tự nguyện” khi nhập lệnh và mô tả yêu cầu đó trên bản thông báo xác nhận giao dịch của khách hàng.

Nguyên tắc “hiếu khách hàng”. Người hành nghề chứng khoán phải đảm bảo có sự nỗ lực miễn cưỡng và chuyên nghiệp nhằm tìm hiểu các thông tin tài chính và thông tin cá nhân cơ bản và các mục tiêu đầu tư của mỗi khách hàng. Thông tin này sẽ được cập nhật để phản ánh bất kỳ sự thay đổi quan trọng nào đối với hiện trạng của khách hàng nhằm đảm bảo ý kiến tư vấn về đầu tư là phù hợp với từng khách hàng. Người hành nghề chứng khoán chỉ được đưa ra các khuyến nghị dựa trên cơ sở phân tích cẩn thận các thông tin về khách hàng và các thông tin liên quan tới giao dịch cụ thể.

3.2.2. Không cam kết về lợi nhuận

Công ty môi giới và nhân viên công ty không được cam kết hoặc hứa hẹn khách hàng về lợi nhuận của việc đầu tư. Công ty môi giới và nhân viên công ty phải thông báo cho khách hàng những rủi ro có thể ảnh hưởng đến việc đầu tư. Bất cứ thông tin nào liên quan đến việc đầu tư vào các sản phẩm có thu nhập cố định hay sản phẩm có thu nhập bảo đảm cũng phải đề cập đến những rủi ro liên quan đến việc đầu tư đó.



3.2.3. Cập nhật thông tin

Công ty môi giới và nhân viên công ty có nghĩa vụ cập nhật thông tin cho khách hàng về các rủi ro liên quan đến chiến lược đầu tư xác định hay một loại giao dịch cụ thể và cập nhật các báo cáo nghiên cứu mà mình công bố. Nếu công ty môi giới và nhân viên công ty không thể cập nhật các thông tin trong báo cáo nghiên cứu phân tích đã công bố, thì công ty môi giới và nhân viên công ty phải thông báo đến những người tiếp nhận những báo cáo nghiên cứu này là báo cáo đó chưa được cập nhật.

3.2.4. Truyền đạt thông tin đến với khách hàng

Công ty và nhân viên công ty phải cung cấp cho tất cả các khách hàng và nhà đầu tư các báo cáo nghiên cứu và khuyến nghị đầu tư trên cơ sở bình đẳng. Quy tắc này có nghĩa công ty và nhân viên công ty phải tiến hành các biện pháp đảm bảo người tiếp nhận thông tin có thể tiếp cận các báo cáo nghiên cứu và khuyến nghị đầu tư trong cùng thời gian.

Điều này không có nghĩa là công ty môi giới và nhân viên công ty phải đảm bảo rằng tất cả khách hàng và nhà đầu tư tiếp cận thông tin một cách hiệu quả cùng một lúc. Quy tắc này cũng không có nghĩa là người tiếp nhận thông tin sẽ nhận được báo cáo nghiên cứu và khuyến nghị đầu tư theo khuôn mẫu giống nhau; có những khách hàng có thể được đối xử khác miễn là việc đó có lý do hợp lý.

Quy tắc 4 - Tránh xung đột lợi ích

Công ty môi giới và nhân viên công ty phải tránh các tình huống dẫn đến xung đột lợi ích với khách hàng và nhà đầu tư. Nếu như xung đột lợi ích xảy ra, quyền ưu tiên sẽ được dành cho lợi ích của khách hàng và nhà đầu tư. Công ty môi giới và nhân viên công ty có trách nhiệm công bố những lợi ích liên quan của mình với các nhà đầu tư và phải tuân thủ các nguyên tắc sau:

4.1. Tránh xung đột lợi ích:

Nguyên tắc này đòi hỏi công ty môi giới và nhân viên công ty phải duy trì tính độc lập với các doanh nghiệp có chứng khoán mà mình đang phân tích, hoặc khuyến nghị đầu tư cho khách hàng hay ra quyết định đầu tư bằng tài sản khách hàng. Công ty môi giới và nhân viên công ty không được phép trực tiếp hay gián tiếp nhận lợi ích tài chính hay vật chất từ những doanh nghiệp này. Trước khi công bố thông tin cho nhà đầu tư, công ty môi giới và nhân viên công ty không được sử dụng các thông tin của mình đã phân tích.

Nhân viên công ty môi giới có trách nhiệm thông báo cho công ty nếu có xung đột lợi ích giữa nhân viên công ty với công ty.

Công ty môi giới và nhân viên công ty chỉ được khuyến nghị cho nhà đầu tư thực hiện giao dịch nếu việc giao dịch đó vì quyền lợi của nhà đầu tư, không được vì mục đích thu phí môi giới hay vì lợi ích khác của chính mình.

4.2. Ưu tiên lợi ích khách hàng và nhà đầu tư

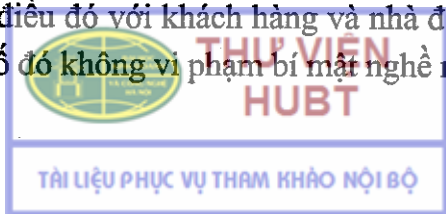
Trong trường hợp xung đột lợi ích là không thể tránh được, lợi ích của khách hàng và của nhà đầu tư phải được ưu tiên hơn lợi ích của công ty môi giới và nhân viên công ty.

4.3. Đối xử bình đẳng đối với khách hàng và nhà đầu tư

Công ty môi giới và nhân viên công ty có nghĩa vụ đối xử công bằng với tất cả khách hàng và nhà đầu tư, không được ưu ái một khách hàng hay nhà đầu tư này hơn khách hàng hay nhà đầu tư khác.

4.4. Minh bạch

Công ty môi giới và nhân viên công ty có trách nhiệm công bố các xung đột lợi ích có thể xảy ra trong quá trình tư vấn, lập báo cáo phân tích hay ra quyết định đầu tư thay khách hàng và nhà đầu tư, hoặc khi nhận thấy có thể xảy ra xung đột lợi ích, công ty môi giới và nhân viên công ty phải công bố điều đó với khách hàng và nhà đầu tư liên quan miễn là những công bố đó không vi phạm bí mật nghề nghiệp.



Quy tắc 5 - Tính chuyên nghiệp

Công ty môi giới và nhân viên công ty phải nỗ lực liên tục để duy trì chuẩn mực cao về kiến thức chuyên môn vì khách hàng và nhà đầu tư luôn trông cậy vào sự hiểu biết về đầu tư của các chuyên gia để tư vấn cho họ trong việc quản lý các tài sản tài chính.

5.1. Giao dịch với khách hàng: Tất cả các chính sách thu hút khách hàng và thực hiện giao dịch phải xứng đáng với sự tôn trọng và tin tưởng của công chúng đầu tư. Giao dịch với khách hàng phải tôn trọng nguyên tắc công bằng và khách quan đối với các lệnh của khách hàng. Lệnh giao dịch của khách hàng phải được ưu tiên thực hiện trước lệnh có liên quan đến quyền lợi công ty môi giới và quyền lợi của nhân viên công ty môi giới.

5.1.1. Lệnh của khách hàng: Mọi lệnh của khách hàng phải được nhập theo yêu cầu của khách hàng, trừ khi tài khoản đã được thiết lập một cách thích hợp như một tài khoản tùy nghi theo các quy trình của công ty môi giới và yêu cầu của pháp luật.

5.1.2. Các giao dịch phải được các nhân viên có Chứng chỉ hành nghề chứng khoán thực hiện và được công ty cho phép giao dịch: Tất cả các giao dịch và tất cả các hoạt động tiếp theo của giao dịch, dù với khách hàng hiện tại hay khách hàng tiềm năng, đều chỉ được các cá nhân đã được cấp Chứng chỉ hành nghề thực hiện theo quy định của cơ quan nhà nước có thẩm quyền.

5.1.3. Chứng khoán được phép giao dịch: Chỉ những chứng khoán được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán hoặc chứng khoán do người có trách nhiệm của công ty phê duyệt mới được phép giao dịch và duy trì một cách thích hợp trên sổ sách và chứng từ của công ty.

5.2. Giao dịch của nhân viên công ty môi giới: Mọi quan hệ giao dịch của nhân viên công ty môi giới phải được tiến hành một cách chuyên nghiệp và có trách nhiệm, tương xứng với sự tin tưởng của

công chúng đầu tư dành cho người hành nghề chứng khoán, dành cho công ty.

5.2.1. Quan hệ tài chính giữa nhân viên công ty với khách hàng: Công ty môi giới và nhân viên công ty cần tránh các quan hệ tài chính cá nhân với khách hàng, bao gồm việc vay hoặc cho vay tiền, trả các khoản lỗ cho khách hàng bằng tiền nhân viên công ty và chia sẻ lợi ích tài chính trong một tài khoản với khách hàng. Mọi quan hệ kinh doanh hoặc quan hệ tài chính nhân viên công ty môi giới với khách hàng (nếu có) đều phải được thiết lập sao cho tránh được mâu thuẫn lợi ích thực tế hoặc quan hệ đó phải rõ ràng và phải được thông báo với công ty để công ty có thể quản lý được tình hình.

5.2.2. Hoạt động kinh doanh cho chính nhân viên công ty: Hoạt động kinh doanh của nhân viên công ty môi giới chỉ nên duy trì ở mức hợp lý, không làm ảnh hưởng tới thời gian phục vụ khách hàng. Nếu có thua lỗ xảy ra trong hoạt động kinh doanh của nhân viên công ty không được làm ảnh hưởng xấu đến công ty môi giới và nhân viên công ty môi giới.

5.2.3. Những hoạt động khác: Mỗi công ty môi giới và nhân viên công ty phải cẩn trọng để đảm bảo rằng bất kỳ hoạt động nào khác trước công chúng đều phải được thực hiện một cách có trách nhiệm và hài hoà để không gây hình ảnh bất lợi trước công chúng.

5.3. Đào tạo thường xuyên: Công ty môi giới phải có trách nhiệm đào tạo cho nhân viên và đảm bảo rằng nhân viên công ty có hiểu biết về các yếu tố ảnh hưởng tới lĩnh vực đầu tư cũng như có trình độ năng lực chuyên môn trong quan hệ với khách hàng. Công ty môi giới phải đảm bảo nhân viên được đào tạo thường xuyên và được nâng cao trình độ kỹ thuật, các kỹ năng cần thiết để đảm bảo chất lượng trong quá trình tư vấn.



5.4. Quy trình quản lý hoạt động đầu tư, kinh doanh cá nhân của nhân viên công ty. Công ty môi giới phải có quy trình đảm bảo việc nhân viên công ty trước khi có giao dịch chi chính nhân viên công ty phải có báo cáo gửi Giám đốc phụ trách đầu tư của công ty. Giám đốc phụ trách đầu tư có nghĩa vụ xem xét yếu tố xung đột lợi ích trong giao dịch cá nhân với lợi ích trong lệnh giao dịch của khách hàng hoặc lệnh của công ty, đồng thời chuyển bộ phận kiểm soát nội bộ theo dõi và báo cáo quá trình thực hiện, nếu thấy xung đột thì phải có biện pháp ngăn chặn. Hàng năm hoặc định kỳ, nhân viên công ty, Ban Giám đốc công ty phải kê khai loại và số lượng chứng khoán đang nắm giữ gửi bộ phận kiểm soát nội bộ để theo dõi nhằm tránh xung đột lợi ích và giao dịch nội gián.

Quy tắc 6 - Bảo mật

Tất cả các thông tin liên quan tới các giao dịch và hồ sơ của khách hàng phải được coi là bí mật và không được tiết lộ, trừ khi khách hàng cho phép hoặc được dùng cho các mục đích giám sát hoặc theo yêu cầu của cơ quan quản lý Nhà nước có thẩm quyền. Trường hợp thông tin về khách hàng được cung cấp sau khi được khách hàng cho phép bằng văn bản cũng phải được người có thẩm quyền trong công ty phê duyệt.

6.1. Thông tin về khách hàng: Công ty môi giới phải đảm bảo nhân viên của công ty có trách nhiệm duy trì chế độ bảo mật tuyệt đối đối với các đặc điểm, tình trạng nhân thân và tình hình tài chính của khách hàng. Nhân viên của công ty môi giới không được thảo luận bất kỳ thông tin nào về khách hàng với bất kỳ ai ngoài công ty và phải đảm bảo rằng danh mục chứng khoán của khách hàng và các giấy tờ bảo mật khác không được để ở nơi có thể bị lấy đi hoặc bị khách tới thăm tiếp cận.

6.2. Sử dụng Thông tin Bảo mật: Các thông tin liên quan tới tình trạng nhân thân, tình hình tài chính và hoạt động giao dịch của khách

hàng phải được bảo mật và không được sử dụng dưới bất kỳ hình thức nào nhằm tác động tới các giao dịch vì lợi ích cá nhân hoặc doanh nghiệp hoặc lợi ích của các khách hàng khác. Nhân viên công ty môi giới không được sử dụng những thông tin biết được về các lệnh chưa thực hiện của khách hàng để thực hiện giao dịch vì lợi ích riêng của mình và không được sử dụng các thông tin đó làm cơ sở để tư vấn cho các khách hàng khác hoặc chuyển các thông tin này cho các bên thứ ba.

Tất cả nhân viên của công ty môi giới và Ban giám đốc của công ty đều phải tuân thủ tinh thần của Bộ quy tắc đạo đức nghề nghiệp do công ty ban hành.

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

Tóm lại, trong chương 2 này chúng ta đã được giới thiệu về nghề môi giới chứng khoán và kỹ năng của người hành nghề môi giới để trở thành người môi giới hàng đầu. Một người hành nghề môi giới cần phải có phẩm chất phù hợp với nghề nghiệp của mình, phải biết cách thức tìm hiểu, khai thác thông tin từ khách hàng để người môi giới đưa ra cách giải quyết, ứng xử phù hợp đối với mỗi khách hàng với cá tính của họ.

Nghề môi giới chứng khoán là công việc chuyên môn của các cá nhân và tổ chức theo sự phân công lao động xã hội, đó là làm trung gian giúp cho việc mua, bán chứng khoán được thực hiện, kết nối nhu cầu của bên mua với nhu cầu của bên bán chứng khoán.

Môi giới chứng khoán có chức năng chính là cung cấp thông tin và tư vấn cho khách hàng, chức năng cung cấp các sản phẩm và dịch vụ tài chính, giúp khách hàng thực hiện giao dịch theo yêu cầu và vì lợi ích của khách hàng. Quy trình hoạt động môi giới chứng khoán được thực hiện qua các bước: phát triển cơ sở khách hàng, nhận lệnh, thực hiện lệnh, thanh toán và chuyển giao chứng khoán. Khác với nghề môi giới trong lĩnh vực khác, môi giới chứng khoán là hoạt động nghiệp vụ mang tính chuyên nghiệp cao, yêu cầu người môi giới phải có kỹ năng, có chuyên môn, có trình độ nghiệp vụ, có đạo đức nghề nghiệp, đồng thời yêu cầu phải có môi trường hỗ trợ khá đa dạng, bao gồm bộ máy tổ chức của một công ty môi giới chứng khoán, môi trường pháp luật, văn hoá, xã hội... cùng với các trang thiết bị cần thiết phục vụ hoạt động môi giới chứng khoán.

MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Ngày giao dịch	Trading day
Ngày thanh toán	Day of Settlement
Sửa lỗi giao dịch	Fixing trading errors
Lệnh giới hạn	Limit Order
Lệnh thị trường	Market Order/Market Price
Lệnh thực hiện tại giá mở cửa (ATO)	At The Open/Opening Order
Lệnh thực hiện tại giá đóng cửa (ATC)	At the Close/Closing Order
Lệnh dừng	Stop Order
Đạo đức nghề nghiệp	Professional Ethics
Thông tin nội bộ	Insider Information
Kỹ năng truyền đạt thông tin	Communication & Presentation skill
Kỹ năng khai thác thông tin khách hàng	Information Extraction skill
Kỹ năng tìm kiếm khách hàng	Facilitation skill
Kỹ năng bán hàng	Salesperson's skill

CHƯƠNG 3

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

Đầu tư chứng khoán hay còn gọi là đầu tư tài chính được thể hiện dưới hình thức người đầu tư bỏ tiền mua các công cụ tài chính nhằm mục đích hưởng lợi tức hoặc kiếm lợi do việc tăng giá của các công cụ đó. Để hiểu rõ hơn về đầu tư chứng khoán, chương này sẽ nghiên cứu về đặc điểm, nguyên tắc đầu tư chứng khoán cũng như quy trình đầu tư chứng khoán. Các chủ thể tham gia đầu tư chứng khoán bao gồm nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp như công ty chứng khoán, Quỹ đầu tư chứng khoán, Ngân hàng Thương mại, công ty tài chính... Các tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp thực hiện hoạt động đầu tư; xây dựng, thực hiện chiến lược đầu tư và quản lý danh mục đầu tư ra sao? Nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường chứng khoán bằng cách nào? Các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả đầu tư chứng khoán của các chủ thể sẽ được làm rõ trong chương này.

3.1. Đặc điểm, nguyên tắc đầu tư chứng khoán

3.1.1. Đặc điểm đầu tư chứng khoán

Mua chứng khoán là một trong các hoạt động đầu tư được thực hiện phổ biến ở hầu hết các nước có thị trường chứng khoán. Hoạt động đầu tư chứng khoán của các nhà đầu tư có một số đặc điểm cơ bản sau:

Thứ nhất, tài sản đầu tư là các chứng khoán. Nhà đầu tư bỏ tiền ra để mua các chứng khoán (ngắn hạn, trung và dài hạn) với mục tiêu nhận được lợi tức hoặc chênh lệch giá. Đầu tư tài chính khác

với các khoản đầu tư thực mà ở đó, người đầu tư bỏ tiền để mua sắm máy móc, nhà xưởng, nguyên vật liệu, thuê đất đai, nhân công và các phương tiện khác nhằm tiến hành quá trình sản xuất vật chất và thu lợi nhuận trên cơ sở chênh lệch giữa doanh thu và chi phí sản xuất. Tuy vậy, giữa đầu tư chứng khoán và đầu tư tài sản thực có mối quan hệ chặt chẽ. Để đầu tư vào sản xuất, các chủ doanh nghiệp cần bổ sung bằng vốn huy động ngoài xã hội bằng cách phát hành các chứng khoán (chứng khoán vốn hoặc chứng khoán nợ) bên cạnh nguồn vốn chủ sở hữu. Việc lựa chọn và quyết định mua chứng khoán chính là quá trình đầu tư tài chính và người mua chứng khoán chính là các nhà đầu tư tài chính.

Thứ hai, hoạt động đầu tư chứng khoán có tính nhạy cảm cao và luôn chịu sự giám sát chặt chẽ của luật pháp. Mọi sự biến động về yếu tố vĩ mô, vi mô và yếu tố tâm lý của nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đến sự biến động giá chứng khoán và ảnh hưởng đến kết quả đầu tư của các chủ thể tham gia. Luật pháp các nước đều quy định khá cụ thể về điều kiện để đầu tư chứng khoán và giám sát chặt chẽ việc giao dịch của các nhà đầu tư nhằm đảm bảo tính công khai, minh bạch, công bằng và bảo vệ quyền lợi của các bên tham gia, đảm bảo sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

Thứ ba, chủ thể đầu tư chứng khoán rất đa dạng. Các nhà đầu tư tham gia thị trường từ các cá nhân đến các tổ chức; trong đó có các tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp... Mỗi chủ thể tham gia đầu tư với năng lực vốn, khả năng chấp nhận rủi ro và chiến lược đầu tư khác nhau.

Thứ tư, hoạt động đầu tư chứng khoán có khả năng sinh lời và rủi ro lớn. Hoạt động kinh doanh có hiệu quả của doanh nghiệp và sự sôi động của thị trường chứng khoán có thể mang lại cho nhà đầu



tư, các tổ chức kinh doanh chứng khoán khoản thu lớn từ lợi tức và chênh lệch giá chứng khoán. Tuy nhiên, hoạt động đó hàm chứa rất nhiều rủi ro, khả năng không nhận được lợi tức như dự tính cũng như mất giá chứng khoán luôn tiềm ẩn và gây ra sự thua lỗ lớn cho nhà đầu tư. Các nhà đầu cần nắm bắt và vận dụng linh hoạt các nguyên tắc đầu tư, chiến lược đầu tư nhằm mang lại hiệu quả đầu tư cao nhất và hạn chế rủi ro thấp nhất.

3.1.2. Nguyên tắc đầu tư chung

Đầu tư chứng khoán là một trong các kênh đầu tư phổ biến trên thế giới. Để đầu tư chứng khoán thành công, nhà đầu tư cần tuân thủ một số nguyên tắc đầu tư sau:

- Xây dựng chính sách đầu tư

Chính sách đầu tư là khâu nền tảng của quá trình đầu tư, thể hiện thái độ, mức ngại rủi ro và mong muốn của người đầu tư đối với quá trình và kết quả đầu tư. Để xác định loại tài sản đầu tư thích hợp với mục tiêu đầu tư đã xác định, nhà đầu tư cần xác định mục đích tài chính, mức ngại rủi ro, mục tiêu đầu tư, loại tài sản đầu tư cũng như chiến lược quản trị đầu tư.

- Lựa chọn chứng khoán và thời điểm mua bán dựa trên cơ sở phân tích chứng khoán. Đây là nguyên tắc quan trọng trong đầu tư nhằm đảm bảo lựa chọn được chứng khoán tốt và thời điểm mua bán phù hợp, tránh được sự cảm tính trong đầu tư.

- Đa dạng hóa danh mục đầu tư

Đa dạng hóa danh mục đầu tư sẽ hạn chế được rủi ro. Mức độ đa dạng hóa danh mục đầu tư nên có sự khác biệt giữa các chủ thể. Với kiến thức và khả năng thu thập, xử lý thông tin hạn chế, nhà đầu tư cá nhân không nên đầu tư quá nhiều loại chứng khoán. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cần đa dạng hóa cả thời điểm đầu tư, có nghĩa là không nên đầu tư toàn bộ số tiền dự định đầu tư cổ phiếu nào đó cùng một lúc,

tận dụng mua cổ phiếu càng nhiều khi giá cổ phiếu này tiếp tục tăng và đang diễn ra như mong muốn.

Việc đa dạng hóa danh mục đầu tư thông qua tìm kiếm cổ mới có phẩm chất thích hợp (cổ phiếu hàng đầu mới có khả năng phát triển) để thay thế cho cổ phiếu quen thuộc (tìm kiếm cổ phiếu của ngành có khả năng đáp ứng nhu cầu trong thời gian ít nhất 20 năm) là nguyên tắc được nhiều nhà đầu tư thành công áp dụng.

- Nguyên tắc cắt lỗ trong đầu tư

Nhà đầu tư cần xác định mức thua lỗ nhất định (10% hay 20%), khi giá giảm đến mức đó sẽ thực hiện bán nhằm cắt giảm mức thua lỗ đến mức thấp nhất. Nhà đầu tư cần thực hiện xem xét và thực hiện có kỷ luật nguyên tắc này. Tuy nhiên, khi nguyên tắc này không được thực hiện, đặc biệt mức lỗ trên 50%-60%, nhà đầu tư cần suy nghĩ kỹ về bản chất của đợt giá giảm, để từ đó có quyết định cắt lỗ nữa hay không, cắt lỗ một phần hay toàn bộ.

- Nguyên tắc đánh giá sai lầm

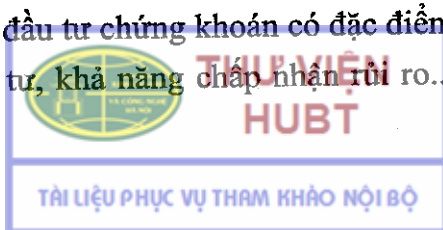
Có thói quen đánh giá lại những lần giao dịch của mình, đặc biệt là những lần thua lỗ để rút ra những bài học từ những lần sai lầm đó.

- Nguyên tắc đầu tư theo xu hướng

Câu nói nổi tiếng “xu hướng là người bạn đường” hay “thị trường luôn đúng” được nhiều nhà đầu tư biết đến. Nếu thị trường có xu hướng đi lên rõ ràng hay xuống, các nhà đầu tư có thể dễ dàng kiếm tiền nếu nắm bắt được xu hướng đó. Vì vậy, nhà đầu tư cần thường xuyên theo dõi diễn biến thị trường chứng khoán và nắm bắt tâm lý nhà đầu tư ở từng thời kỳ trước khi ra quyết định đầu tư.

3.2. Quy trình đầu tư chứng khoán

Mỗi chủ thể đầu tư chứng khoán có đặc điểm khác nhau về vốn, về mục tiêu đầu tư, khả năng chấp nhận rủi ro... Do vậy, quy trình



đầu tư chứng khoán của mỗi chủ thể có thể có điểm khác biệt. Tuy nhiên, các chủ thể đầu tư nhìn chung đều trải qua các bước sau: xây dựng chính sách đầu tư, phân tích và đầu tư chứng khoán, xây dựng và quản lý danh mục đầu tư.

3.2.1. Xây dựng chính sách đầu tư

Vì mức sinh lời và rủi ro của đầu tư luôn biến động ngược chiều nên mục tiêu đầu tư phải được đề cập cụ thể đến cả hai khía cạnh tỷ lệ sinh lời dự tính và mức rủi ro người đầu tư có thể chấp nhận được. Trước khi thực hiện đầu tư, nhà đầu tư cần xây dựng cho mình chính sách đầu tư. Nhìn chung, nội dung chính sách đầu tư phải phản ánh được các vấn đề sau:

+ *Mục đích tài chính dài hạn của người đầu tư.* Người đầu tư luôn xác định rõ mục đích tài chính của mình cần phải đạt tới khi quyết định đầu tư. Chẳng hạn, một cá nhân có mục tiêu tiết kiệm để chi trả học phí cho con khi học đại học hoặc một quỹ hưu trí đầu tư nhằm tích lũy tài sản đủ để chi các khoản đã cam kết cho những người về hưu khi học kết thúc thời gian làm việc.

+ *Mức ngại rủi ro.* Chính sách đầu tư phải xác định rõ mức độ rủi ro mà người đầu tư sẵn sàng chịu đựng được để theo đuổi mục đích tài chính của mình. Một người đầu tư lớn tuổi và đã về hưu hiển nhiên có mức ngại rủi ro cao, trái lại, một quỹ đầu tư mạo hiểm có thể chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn và có mức ngại rủi ro thấp hơn.

+ *Mục tiêu đầu tư.* Chỉ rõ kết quả đầu tư cụ thể (về tỷ lệ sinh lời và mức rủi ro danh mục) khi kế hoạch đầu tư thành công. Chẳng hạn, một danh mục đầu tư vào cổ phiếu thường phải đạt được các chỉ số đo lường hiệu quả tương tự như danh mục chỉ số thị trường sau một vài năm.

+ *Lựa chọn loại tài sản đầu tư.* Chính sách đầu tư cần xác định cụ thể loại tài sản mà người đầu tư sẽ hướng tới: cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản. Trong từng loại tài sản cũng cần khẳng định rõ sự lựa chọn nhằm vào loại chứng khoán có mức độ rủi ro và sinh lời như thế nào. Quyết định này là rất quan trọng, một mặt nó phải thoả mãn yêu cầu của nhà đầu tư thể hiện qua mục đích tài chính, mức độ ngại rủi ro cũng như mục tiêu đầu tư, mặt khác nó phải phù hợp với các cơ hội đầu tư sẵn có của thị trường.

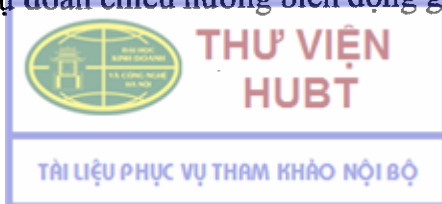
+ *Quản trị đầu tư chủ động.* Chính sách đầu tư cũng có thể chỉ rõ phương thức quản trị đầu tư: chủ động hay bị động. Nếu người đầu tư theo chiến lược đầu tư bị động, họ chỉ cần tuân thủ sự phân bổ đầu tư theo danh mục thị trường trên cơ sở lựa chọn một chỉ số thị trường nào đó. Tuy nhiên nếu tuân thủ chiến lược đầu tư chủ động, chính sách đầu tư cũng cần đề cập tới việc thuê chuyên gia quản lý đầu tư để có thể xây dựng một danh mục đầu tư tối ưu có khả năng đạt được các chỉ tiêu vượt các chỉ tiêu chuẩn (benchmark) thị trường.

Thông thường việc xây dựng chính sách đầu tư đặc biệt quan trọng và phức tạp hơn đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp, mặc dù vai trò của nó là như nhau đối với tất cả các nhà đầu tư.

3.2.2. Phân tích và đầu tư chứng khoán

Để lựa chọn chứng khoán phù hợp mỗi nhà đầu tư cần tiến hành phân tích, là cơ sở quan trọng nhằm đảm bảo lựa chọn được chứng khoán tốt và thời điểm mua bán phù hợp, tránh được sự cảm tính trong đầu tư. Có hai nhóm phương pháp phân tích: phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản.

Phân tích kỹ thuật là dựa vào sự biến động giá của cổ phiếu trong quá khứ để dự đoán chiều hướng biến động giá trong tương lai.



Phân tích cơ bản, trái lại, nhằm dự đoán luồng tiền ròng đem lại từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai và xác định giá trị nội tại của cổ phiếu. Giá trị này sẽ được so sánh với giá thị trường hiện tại của cổ phiếu để xác định xem cổ phiếu bị đánh giá cao hơn hay thấp hơn giá trị nội tại. Các quyết định lựa chọn chứng khoán sẽ được thực hiện trên cơ sở này.

Sau khi đã lựa chọn được chứng khoán, giá mua và thời điểm mua bán, nhà đầu tư sẽ thực hiện giao dịch. Đối với việc mua bán chứng khoán đã niêm yết trên Sở giao dịch, nhà đầu tư phải mở tài khoản tại CTCK và tiến hành đặt lệnh (nếu chủ thể đầu tư là CTCK, CTCK phải có tài khoản mở tại Sở giao dịch chứng khoán). Đối với việc mua bán chứng khoán chưa niêm yết, nhà đầu tư phải tiến hành thỏa thuận (thông qua hệ thống giao dịch thỏa thuận của thị trường OTC hoặc trực tiếp thỏa thuận và làm thủ tục thanh toán, chuyển giao quyền sở hữu tại tổ chức phát hành).

3.2.3. Xây dựng và quản lý danh mục đầu tư

Các chứng khoán trong danh mục có thể biến động cùng nhiều và ngược chiều. Nhà đầu tư cần thực hiện phân bổ tỷ trọng hợp lý giữa các chứng khoán trong danh mục nhằm đảm bảo khả năng đa dạng hóa rủi ro và đảm bảo được một danh mục đầu tư tối ưu. Để làm được điều đó, nhà đầu tư cần có sự phân tích và có phần mềm hỗ trợ cho việc xây dựng mục đầu tư.

Trong suốt quá trình quản trị danh mục, người đầu tư hoặc người quản lý đầu tư thường xuyên phải cấu trúc lại danh mục nhằm duy trì một danh mục luôn tối ưu khi các điều kiện trước đó đã thay đổi. Để thực hiện bước này, có nghĩa là nhà quản lý đầu tư phải thực hiện lại các bước trên nhằm bán đi các chứng khoán trong danh mục và bổ sung vào loại chứng khoán mới.

3.3. Đầu tư chứng khoán và quản lý danh mục đầu tư của tổ chức

Các tổ chức đầu tư chứng khoán, đặc biệt là các tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là chủ thể có năng lực vốn lớn, có đội ngũ phân tích giỏi, thường xuyên tham gia mua bán với số lượng lớn trên thị trường. Mỗi chủ thể tham gia thị trường với quy trình khác nhau, chiến lược kinh doanh khác nhau trên cơ sở đáp ứng các quy định của pháp luật.

3.3.1. Đầu tư của Công ty chứng khoán – Tự doanh

Tự doanh là việc CTCK mua hoặc bán chứng khoán cho chính mình. Để hoạt động này có hiệu quả đòi hỏi CTCK phải có tiềm lực vốn đủ mạnh và khả năng phân tích và xử lý thông tin tốt.

Hoạt động tự doanh của CTCK có thể được thực hiện trên thị trường giao dịch tập trung hoặc trên thị trường OTC... Mục đích chủ yếu của CTCK khi thực hiện hoạt động tự doanh là nhằm thu lợi cho chính mình từ lợi tức và chênh lệch giá mua bán chứng khoán. Hoạt động này mang lại khả năng sinh lời cao cho CTCK nhưng khả năng gặp phải rủi ro do mất giá chứng khoán cũng rất lớn. Vì vậy, các CTCK cần phải có chiến lược nhằm quản lý rủi ro trong hoạt động tự doanh của mình.

Nhằm đảm bảo tính minh bạch, rõ ràng trong hoạt động các CTCK phải có sự tách bạch giữa nghiệp vụ tự doanh và nghiệp vụ môi giới chứng khoán. Sự tách bạch này bao gồm cả yếu tố con người và cả quy trình nghiệp vụ. Bên cạnh đó, các CTCK còn phải đảm bảo sự tách bạch về tài sản của khách hàng với các tài sản của chính công ty.

Do có đặc thù về khả năng tiếp cận thông tin và chủ động trên thị trường nên các CTCK có thể dự đoán trước diễn biến của thị trường.



Vì vậy, pháp luật ở hầu hết các nước đều yêu cầu các CTCK phải tuân thủ nguyên tắc ưu tiên cho khách hàng trước khi thực hiện nghiệp vụ tự doanh. Điều đó có nghĩa là lệnh của khách hàng phải được xử lý trước lệnh tự doanh của công ty.

Các hình thức giao dịch tự doanh

Giao dịch tự doanh được thực hiện theo hình thức giao dịch trực tiếp hoặc gián tiếp.

- Giao dịch trực tiếp

Giao dịch trực tiếp là các giao dịch trao tay giữa khách hàng và công ty chứng khoán theo giá thỏa thuận trực tiếp (giao dịch tại quầy). Các đối tác giao dịch do các công ty chứng khoán tự liên hệ, họ có thể là cá nhân hay tổ chức.

Thời gian giao dịch rất linh hoạt, không theo giờ hoạt động của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Chứng khoán giao dịch rất đa dạng (chủ yếu là chứng khoán không niêm yết, chứng khoán mới phát hành).

Các đối tác giao dịch thường trực tiếp thực hiện các thủ tục thanh toán và chuyển giao/chuyển nhượng chứng khoán. Vì vậy, trong giao dịch này không có bất kỳ một loại phí nào.

- Giao dịch gián tiếp

Giao dịch gián tiếp là giao dịch có thao tác thực hiện tương tự như giao dịch theo ủy thác nhưng thay vì mua bán chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán sử dụng tài khoản tự doanh của mình để mua bán chứng khoán cho chính mình.

Giao dịch này được thực hiện khi công ty chứng khoán mua bán các chứng khoán niêm yết trên Sở, thông qua phương thức giao dịch khớp lệnh hoặc thỏa thuận.

Mục đích của hoạt động tự doanh.

- Dự trữ đảm bảo khả năng thanh toán

Các công ty chứng khoán khi thực hiện hoạt động tự doanh sẽ tạo cho mình một nguồn dự trữ chứng khoán. Nguồn dự trữ này có thể dùng vào nhiều mục đích: vay vốn từ các Trung tâm thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán, ngân hàng và của các công ty chứng khoán khác để mở rộng kinh doanh; lôi kéo khách hàng đến giao dịch ủy thác do tận dụng được mức phí giao dịch thấp, dịch vụ nhanh, có thể cho vay chứng khoán đối với khách hàng.

- Hoạt động kinh doanh đầu tư

Hoạt động tự doanh đem lại cho công ty chứng khoán các khoản lợi tức đến từ các khoản đầu tư (cổ tức, trái tức...) và phần chênh lệch giá.

Một số quy định liên quan đến hoạt động tự doanh

Nhằm đảm bảo an toàn cho CTCK trong thực hiện nghiệp vụ tự doanh và đảm bảo sự phát triển bền vững của TTCK, hệ thống luật pháp về chứng khoán, TTCK các nước và bản thân CTCK đều đưa ra quy định yêu cầu CTCK và nhân viên phải tuân thủ.

- Nguyên tắc đầu tư tự doanh

- + Tránh xung đột lợi ích và bảo vệ quyền lợi khách hàng;
- + Hoạt động đầu tư tự doanh phải bảo toàn và phát triển vốn;
- + Hoạt động đầu tư tự doanh trong phạm vi danh mục và hạn mức đầu tư đó được cấp có thẩm quyền phê duyệt trong từng thời kỳ và trong giới hạn rủi ro cho phép;
- + Không làm ảnh hưởng đến các hoạt động kinh doanh khác của công ty;
- + Đảm bảo các mục tiêu phát triển chung của công ty;



+ Hoạt động đầu tư tự doanh phải phù hợp với các quy định của pháp luật, Điều lệ công ty, Quy chế Đầu tư Tự doanh và Quy trình Tự doanh của công ty;

- Nguyên tắc bảo mật.

Các tài liệu liên quan đến hoạt động đầu tư tự doanh là các tài liệu mật; chuyên viên tự doanh và các thành viên trong HĐQT khi được xin ý kiến có trách nhiệm bảo mật và chịu trách nhiệm trước Hội đồng quản trị, Tổng Giám đốc và pháp luật về việc bảo mật các thông tin này.

- Hạn chế đầu tư của công ty chứng khoán

1. Nhằm đảm bảo an toàn cho CTCK và hạn chế sự quản lý điều hành của CTCK đối với doanh nghiệp mà CTCK đầu tư, Luật Chứng khoán đưa ra một số quy định về hạn chế đầu tư của CTCK.

Theo đó, công ty chứng khoán không được:

a) Đầu tư vào cổ phiếu hoặc phần vốn góp của công ty có sở hữu trên một tỷ lệ nhất định vốn điều lệ của công ty chứng khoán;

b) Cùng với người có liên quan đầu tư một tỷ lệ vốn điều lệ của công ty chứng khoán khác;

c) Đầu tư quá một tỷ lệ nhất định tổng số cổ phiếu đang lưu hành của một tổ chức niêm yết;

d) Đầu tư quá một tỷ lệ nhất định tổng số cổ phiếu đang lưu hành của một tổ chức không niêm yết;

e) Đầu tư hoặc góp vốn quá một tỷ lệ nhất định tổng số vốn góp của một công ty trách nhiệm hữu hạn.

2. Đối với các trường hợp đầu tư vượt quá mức quy định nói trên (mức quy định cụ thể sẽ khác nhau ở các nước và có thể thay đổi từng

thời kỳ, công ty chứng khoán phải thực hiện các biện pháp cần thiết để tuân thủ hạn mức đầu tư theo quy định trong thời hạn nhất định.

3. Công ty chứng khoán không được sử dụng quá một tỷ lệ nhất định tổng tài sản để đầu tư, mua cổ phần hoặc tham gia góp vốn vào một tổ chức khác.

4. Công ty chứng khoán được thành lập công ty con để thực hiện hoạt động kinh doanh chứng khoán. Trong trường hợp này, công ty mẹ và công ty con không được thực hiện cùng một nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán.

- Hạn mức phán quyết trong đầu tư tự doanh

Hạn mức phán quyết trong đầu tư tự doanh và hạn mức phân bổ đầu tư cho nhân viên tự doanh là bao nhiêu tùy thuộc vào quy định của từng CTCK, điều lệ CTCK và quy định của luật. Chẳng hạn: Hội đồng quản trị quyết định các khoản đầu tư tự doanh có trị giá bằng hoặc trên một tỷ lệ nhất định vốn điều lệ của công ty. Tương tự như vậy, nhiều CTCK quy định thẩm quyền quyết định của Tổng giám đốc, giám đốc các chi nhánh, trưởng phòng và nhân viên tự doanh... Đối với những khoản đầu tư tự doanh có giá trị vượt thẩm quyền được phép, đơn vị thực hiện có trách nhiệm trình lên cấp cao hơn để xem xét và quyết định.

Trưởng phòng Tự doanh căn cứ vào Kế hoạch hoạt động trong từng thời kỳ cũng như năng lực của chuyên viên Tự doanh, trình Tổng giám đốc quyết định hạn mức kinh doanh riêng của các cán bộ trong phòng. Trưởng phòng Tự doanh phải chủ động nghiên cứu, phân tích đưa ra danh mục các khoản đầu tư trình Tổng giám đốc phê duyệt và thực hiện đầu tư tự doanh theo danh mục đó được phê duyệt trong từng thời điểm.



Chuyên viên tự doanh căn cứ vào hạn mức được Tổng Giám đốc giao, chủ động thực hiện nghiên cứu, đầu tư trên phần vốn được giao.

- Trách nhiệm của các cấp trong hoạt động đầu tư tự doanh

+ Hội đồng Quản trị: trình duyệt các phương án đầu tư tự doanh lớn, đảm bảo an toàn và bảo toàn, phát triển vốn;

+ Hội đồng đầu tư cấp 1&2: Tham mưu, trình duyệt các phương án đầu tư tự doanh trong hạn mức, đảm bảo an toàn và bảo toàn, phát triển vốn;

+ Tổng Giám đốc: Tổ chức chỉ đạo hoạt động tự doanh của toàn công ty đảm bảo an toàn và bảo toàn, phát triển vốn;

+ Giám đốc Chi nhánh: Tổ chức chỉ đạo phòng Tự doanh lên phương án, danh mục đầu tư hợp lý, hiệu quả đảm bảo an toàn và bảo toàn, phát triển vốn của Chi nhánh;

+ Trưởng phòng Tự doanh: Thực hiện nghiêm chỉnh theo Quy chế, Quy trình Tự doanh của công ty. Kiểm soát, tổ chức triển khai hoạt động tự doanh theo kế hoạch, giám sát hoạt động đầu tư của các chuyên viên trong phòng đảm bảo an toàn, bảo toàn và phát triển vốn.

+ Chuyên viên Tự doanh: Thực hiện nghiêm chỉnh theo Quy chế, Quy trình Tự doanh của công ty. Chủ động nghiên cứu, phân tích đề đưa ra danh mục đầu tư hợp lý, hiệu quả trong từng thời kỳ, từng thời điểm, tổ chức triển khai hoạt động đầu tư theo hạn mức đảm bảo an toàn, bảo toàn và phát triển vốn.

+ Các phòng ban khác có liên quan: Hỗ trợ và cung cấp thông tin cho hoạt động đầu tư tự doanh trong Công ty.

Chế độ báo cáo tình hình thực hiện đầu tư tự doanh

Định kỳ hàng tháng, quý, năm, phòng Tự doanh phối hợp với phòng Kế toán - Tài chính lập báo cáo tình hình thực hiện hoạt động

đầu tư tự doanh hoặc báo cáo đột xuất theo yêu cầu của Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc Công ty.

Quy trình hoạt động tự doanh

Xây dựng kế hoạch đầu tư và thiết kế danh mục đầu tư

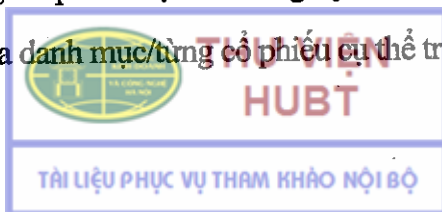
Căn cứ vào kế hoạch Đầu tư cả năm đó được Hội đồng quản trị và Hội đồng Đầu tư phê duyệt, Phòng tự doanh sẽ lên kế hoạch kinh doanh theo quý/tháng và phân bổ các chỉ tiêu kinh doanh theo từng giai đoạn. Nội dung của các kế hoạch kinh doanh theo thời kỳ bao gồm: các chỉ tiêu kinh doanh, thiết kế danh mục đầu tư và phương án đầu tư.

- Các chỉ tiêu kinh doanh chính:

- + Quy mô danh mục đầu tư;
- + Mức tăng trưởng giá trị trong danh mục theo quý/tháng;
- + Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng trong kỳ đầu tư;
- + Chi phí hoạt động tự doanh trong kỳ đầu tư;
- + Mức dự phòng (dự kiến) trong kỳ đầu tư.

- Nội dung thiết kế danh mục đầu tư:

- + Tổng giá trị đầu tư
- + Tỷ trọng từng ngành nghề trong danh mục đầu tư, tỷ trọng từng cổ phiếu mục tiêu trong các ngành nghề;
- + Mức rủi ro tối đa/tối thiểu của danh mục, từng nhóm ngành nghề và từng cổ phiếu cụ thể trong kỳ đầu tư;
- + Mức lợi nhuận kỳ vọng tối đa/tối thiểu danh mục, từng nhóm ngành nghề và từng cổ phiếu cụ thể trong kỳ đầu tư;
- + Mức cắt lỗ của danh mục/từng cổ phiếu cụ thể trong kỳ đầu tư;



- + Tỷ trọng phân bổ chứng khoán/tiền mặt dự kiến trong kỳ đầu tư.
- *Phương án đầu tư:*
 - + Chiến lược/chiến thuật đầu tư trong kỳ đầu tư: Mua vào tích lũy/Bán ra/Trading/Nắm giữ;
 - + Đối tượng đầu tư dự kiến: cổ phiếu niêm yết/OTC/đầu giá;
 - + Mức vốn đầu tư dự kiến và các nhóm ngành nghề mục tiêu/cổ phiếu mục tiêu;
 - + Thời điểm dự kiến thực hiện giải ngân, thời hạn nắm giữ, thời điểm dự kiến bán ra.
- *Thời gian xây dựng kế hoạch:*
 - + Kế hoạch Đầu tư cả năm: Phòng tự doanh thực hiện trước ngày 15/1 hàng năm;
 - + Kế hoạch Đầu tư hàng quý: Phòng tự doanh thực hiện trước ngày 10 của tháng đầu tiên trong quý;
 - + Kế hoạch Đầu tư hàng tháng: Phòng tự doanh thực hiện trước ngày 5 của tháng.
- *Điều chỉnh kế hoạch:*
 - + Kế hoạch Đầu tư cả năm: Nội dung và các chỉ tiêu của kế hoạch được xem xét điều chỉnh một lần trước ngày 1/7;
 - + Kế hoạch Đầu tư hàng quý: Nội dung và các chỉ tiêu của kế hoạch được xem xét điều chỉnh một lần trước ngày 15 của tháng thứ 2 trong quý;
 - + Kế hoạch Đầu tư hàng tháng: Nội dung và các chỉ tiêu của kế hoạch được xem xét điều chỉnh một lần trước ngày 15 của tháng.

Phân công công việc:

- Xây dựng kế hoạch đầu tư: Trưởng phòng tự doanh/Phó phòng và các chuyên viên đầu tư theo phân công;

- Phân biện kế hoạch đầu tư: Hội đồng Quản trị, Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc, Phòng Phân tích, Ban cố vấn công ty, Kiểm soát rủi ro (nếu được yêu cầu).

Thực hiện đầu tư

**** Quy trình mua***

- Phòng tự doanh xây dựng tiêu chuẩn để sàng lọc các ngành nghề đầu tư mục tiêu/các nhóm cổ phiếu mục tiêu phù hợp với định hướng của kế hoạch đầu tư theo từng thời kỳ và biến động của nền kinh tế vĩ mô/thị trường chứng khoán. Các tiêu chuẩn đầu tư được xây dựng dựa trên các yếu tố phân tích cơ bản và kỹ thuật.

- Sau khi sàng lọc được danh sách các nhóm ngành nghề, cổ phiếu mục tiêu, Phòng tự doanh sẽ xác định các nội dung:

+ Mức vốn giải ngân cho từng nhóm ngành nghề/mã cổ phiếu (đối chiếu với sự cân đối tỷ trọng của ngành nghề và của từng mã trong cả danh mục)

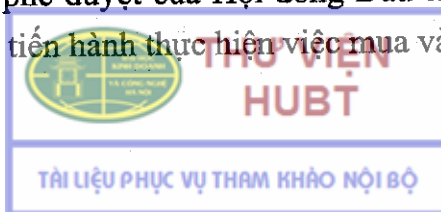
+ Xác định khoảng giá mua mục tiêu của từng cổ phiếu, khoảng giá bán (kỳ vọng)

+ Mức giá cắt lỗ của từng cổ phiếu, tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro

+ Xác định thời điểm mua và cách thức mua vào dự kiến đối với từng cổ phiếu

- Phòng Tự doanh làm tờ trình Đề xuất Mua trình Hội đồng Đầu tư/Tổng Giám đốc xem xét và cho ý kiến chỉ đạo.

- Căn cứ trên phê duyệt của Hội đồng Đầu tư/Tổng Giám đốc, Phòng tự doanh sẽ tiến hành thực hiện việc mua vào.



Phân công công việc:

- Xây dựng tiêu chuẩn đầu tư: Trưởng phòng tự doanh/Phó phòng và các chuyên viên đầu tư theo phân công.

- Phân biên tiêu chuẩn đầu tư: Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc, Phòng Phân tích, Ban cố vấn công ty (nếu được yêu cầu).

- Thực hiện việc sàng lọc cổ phiếu mục tiêu theo các tiêu chuẩn đầu tư: Trưởng phòng tự doanh/Phó phòng và các chuyên viên đầu tư theo phân công về nhóm ngành nghề.

- Làm tờ trình Đề xuất Mua: Chuyên viên quản lý danh mục thực hiện theo phân công, Trưởng phòng tự doanh phê duyệt và trình Hội đồng Đầu tư/Tổng giám đốc. Phân tích cho ý kiến phản biện độc lập với các nội dung trong Đề xuất Mua.

- Duyệt tờ trình Đề xuất Mua: Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc.

- Thực hiện Mua: Chuyên viên giao dịch (dealer) của Phòng tự doanh.

- Kiểm soát kết quả Mua: Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc, Kế toán, Kiểm soát nội bộ.

- Hỗ trợ:

+ Phòng Phân tích: Thực hiện các báo cáo thị trường, báo cáo các ngành nghề theo định kỳ. Thực hiện Báo cáo đầu tư đột xuất đối với các công ty, cổ phiếu là đối tượng đầu tư của Phòng tự doanh theo yêu cầu (được TGD chấp thuận)

+ Phòng Môi giới: Hỗ trợ phòng tự doanh trong việc đặt lệnh (cổ phiếu niêm yết), tìm nguồn hàng (OTC), thực hiện Mua (nếu giao dịch được thực hiện qua Môi giới công ty)

** Quy trình bán*

- Trong quá trình quản lý Danh mục đầu tư, Phòng tự doanh làm tờ trình đề xuất Bán khi xuất hiện các trường hợp sau:

+ Mức giá cổ phiếu rơi vào vùng giá mục tiêu bán, tức đạt tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng.

+ Mức giá cổ phiếu rơi vào vùng giá cắt lỗ.

+ Nền kinh tế vĩ mô có diễn biến xấu có thể ảnh hưởng nghiêm trọng tới thị trường tài chính - chứng khoán.

+ Ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp gặp khó khăn có thể ảnh hưởng tiêu cực tới mức giá cổ phiếu trong ngành.

+ Các yếu tố cơ bản về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp diễn biến theo chiều hướng xấu hoặc không giống như phương án đầu tư ban đầu.

+ Các yếu tố kỹ thuật của diễn biến giá cổ phiếu cho tín hiệu bán.

+ Theo yêu cầu tái cơ cấu danh mục đầu tư do Phòng tự doanh đề xuất.

- Các nội dung cơ bản của tờ trình Đề xuất Bán:

+ Lý do bán/thanh lý cổ phiếu.

+ Xác định khối lượng, giá trị bán ra.

+ Xác định mức lãi/lỗ dự kiến.

+ Thời điểm bán và cách thức bán ra dự kiến.

Phân công công việc:

- Làm tờ trình Đề xuất Bán: Chuyên viên quản lý danh mục thực hiện theo phân công, Trưởng phòng Đầu tư phê duyệt và trình Hội đồng Đầu tư/Tổng giám đốc. Phân tích cho ý kiến phản biện độc lập với các nội dung trong Đề xuất Bán.

- Duyệt tờ trình Đề xuất Bán: Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc.

- Thực hiện Bán: Chuyên viên giao dịch (dealer) của Phòng tự doanh.



- Kiểm soát kết quả Bán: Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc, Kế toán, Kiểm soát nội bộ.

- Hỗ trợ:

+ Phòng Phân tích: Thực hiện các báo cáo thị trường, báo cáo các ngành nghề theo định kỳ. Thực hiện Báo cáo đầu tư đột xuất đối với các công ty, cổ phiếu là đối tượng đầu tư của Phòng Đầu tư theo yêu cầu (được TGD chấp thuận).

+ Phòng Môi giới: Hỗ trợ phòng tự doanh trong việc đặt lệnh (cổ phiếu niêm yết), tìm khách hàng mua (OTC), thực hiện Bán (nếu giao dịch được thực hiện qua Môi giới công ty).

Quản lý và báo cáo danh mục đầu tư

- Nhân viên quản lý danh mục đầu tư thuộc Phòng tự doanh sử dụng hệ thống các file Excel (đặc biệt là hàm solve) hoặc phần mềm (nếu có) để thực hiện việc quản lý danh mục đầu tư. Trách nhiệm của nhân viên quản lý danh mục đầu tư:

+ Cập nhật toàn bộ nội dung các giao dịch thực hiện trong ngày; mức giá, khối lượng hàng ngày của toàn bộ của cổ phiếu trong danh mục để tính toán: giá trị danh mục, giá trị các khoản đầu tư, mức lãi/lỗ toàn bộ danh mục và từng cổ phiếu, dòng tiền của danh mục đầu tư.

+ Theo dõi mức lãi/lỗ của danh mục, từng nhóm ngành nghề, cổ phiếu để có cảnh báo kịp thời khi giá cổ phiếu rơi vào vùng kỳ vọng Mua/Bán.

+ Theo dõi cơ cấu danh mục theo tỷ trọng ngành nghề, đầu tư ngắn hạn/dài hạn để có cảnh báo kịp thời khi cơ cấu danh mục đi lệch so với kế hoạch đầu tư ban đầu.

+ Thực hiện Báo cáo danh mục hàng ngày gửi Tổng Giám đốc trước 5h chiều hàng ngày.

+ Thực hiện Báo cáo kết quả giao dịch cuối ngày gửi Tổng Giám đốc, chủ tịch Hội đồng Đầu tư và thư ký HĐQT vào một thời gian nhất định.

+ Thực hiện Báo cáo danh mục Đầu tư theo yêu cầu của cơ quan quản lý (UBCKNN, SGDCK) định kỳ hàng tháng.

+ Khuyến nghị tái cơ cấu danh mục đầu tư.

- Trưởng phòng tự doanh chịu trách nhiệm về nội dung và phê duyệt các Báo cáo danh mục hàng ngày, Báo cáo kết quả giao dịch cuối ngày trước khi trình Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc.

Đánh giá danh mục đầu tư

Việc đánh giá lại danh mục đầu tư được thực hiện theo hàng tháng/quý/06 tháng/năm nhằm đánh giá hiệu quả đầu tư của danh mục, có những điều chỉnh kịp thời để tăng hiệu quả đầu tư/giảm rủi ro và hướng đến mục tiêu hoàn thành các chỉ tiêu kinh doanh. Nội dung đánh giá:

- So sánh tổng giá trị đầu tư, mức lãi/lỗ, cơ cấu của danh mục hiện tại so với các mức chỉ tiêu trong kế hoạch kinh doanh tháng/quý. Đánh giá mức độ thực hiện các chỉ tiêu.

- So sánh tỷ suất lợi nhuận của toàn danh mục với so với thị trường, của các cổ phiếu chính so với ngành nghề

- Các nguyên nhân dẫn đến việc kết quả danh mục có sai khác so với kế hoạch đề ra (dự báo, thực hiện)

- Đánh giá các khoản mục đầu tư trọng yếu trong danh mục

- Trên cơ sở phân tích thực trạng danh mục đầu tư và dự báo tình hình kỳ đầu tư sắp tới, Phòng tự doanh sẽ đề xuất các điều chỉnh về cơ cấu danh mục, tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng, định hướng đầu tư cho các kỳ đầu tư tiếp theo.



Phân công công việc:

- Thực hiện Báo cáo đánh giá danh mục Đầu tư: Trưởng/Phó phòng tự doanh, chuyên viên quản lý danh mục đầu tư theo phân công. Phân Báo cáo đánh giá danh mục đầu tư được thực hiện trong Kế hoạch Đầu tư hàng tháng/quý/06tháng/năm.

- Phê duyệt Báo cáo đánh giá danh mục Đầu tư: Hội đồng Đầu tư, Tổng giám đốc.

3.3.2. Nghiệp vụ đầu tư của các quỹ đầu tư

Quỹ đầu tư là một hình thức chung vốn đầu tư được thiết lập trên cơ sở sự tham gia đóng góp của một số chủ thể có tiền và muốn thực hiện hoạt động đầu tư với nhau nhằm tăng cường tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư với mục đích cuối cùng là tối đa hoá lợi nhuận, tối đa hoá lợi ích của những người tham gia. Nói cách khác quỹ đầu tư là hình thức chung vốn của các nhà đầu tư trên thị trường nhưng họ không tự mình điều hành hoạt động đầu tư mà thông qua những nhà quản lý chuyên nghiệp nhằm gia tăng tài sản tiền vốn của mình. Quỹ đầu tư cũng là một trong những trung gian giữa những người có tiền nhàn rỗi muốn đầu tư và những chủ thể cần vốn trong nền kinh tế dựa trên hoạt động đầu tư và quản lý hoạt động đầu tư chuyên nghiệp.

Trên thị trường tài chính, hoạt động đầu tư của Quỹ đầu tư được xem là một trong những loại hình nhà đầu tư có tổ chức. Các chiến lược đầu tư của quỹ đều dựa trên *Chính sách đầu tư* (Investment Policy Statement) được xây dựng giữa một bên là nhóm các nhà đầu tư thành lập quỹ (đại diện là Hội đồng quản trị (Board of Directors) hoặc Ban ủy thác (Board of Trustees)) với bên quản lý Quỹ (công ty quản lý quỹ, nhà quản lý quỹ). Chính sách này bao gồm một số nội dung cơ bản như sau:

Mục tiêu đầu tư (Investment Objectives) gồm Mục tiêu mức sinh lời (Return Objective) và Mục tiêu mức rủi ro (Risk Objective), trong đó xác định cụ thể mức sinh lời và rủi ro mà Quỹ hướng đến, trên cơ sở đó sẽ thiết lập và xây dựng chiến lược đầu tư phù hợp nhằm đạt được mục tiêu đề ra. Mỗi loại hình quỹ đầu tư khác nhau sẽ có mục tiêu mức sinh lời, rủi ro phù hợp.

Các điều kiện ràng buộc (Constraints), ngoài mục tiêu đầu tư chính sách đầu tư của Quỹ cũng chỉ ra một số các điều kiện cụ thể mà Quỹ phải tuân thủ trong quá trình đầu tư. Chẳng hạn những ràng buộc về thuế suất, tính thanh khoản, thời gian đầu tư, môi trường pháp lý...

Trên cơ sở các mục tiêu đề ra, Quỹ đầu tư sẽ xây dựng chiến lược phân bổ tài sản thích hợp nhất. Trên thực tế, phân bổ tài sản của quỹ đầu tư là một **quy trình (process)** trong đó việc phân bổ vốn được thực hiện dựa trên phân tích các đặc điểm nhà đầu tư và các điều kiện thị trường, nhằm đạt được mục tiêu lợi nhuận – rủi ro tối ưu. Quy trình phân bổ tài sản bao gồm những bước sau:

1. Xác định các loại tài sản được đưa vào danh mục đầu tư. Các loại tài sản chính thường bao gồm:

- a. Công cụ thị trường tiền tệ (thường được gọi là tiền mặt);
- b. Chứng khoán có thu nhập cố định (thường được gọi là trái phiếu);
- c. Cổ phiếu;
- d. Bất động sản;
- e. Kim loại quý;
- f. Tài sản khác.

Quỹ đầu tư sẽ hiếm khi đầu tư vào nhiều hơn bốn loại tài sản đầu tiên, trong khi nhà đầu tư cá nhân có thể có thể đưa kim loại quý và những tài sản đầu tư khác vào danh mục đầu tư của mình.

2. Xác định kỳ vọng thị trường vốn. Bước này bao gồm việc sử dụng số liệu quá khứ và phân tích vĩ mô để xác định tỷ suất sinh lời và rủi ro kỳ vọng trong tương lai đối với từng loại tài sản hay công cụ đầu tư khác nhau.

3. Xây dựng đường cong hiệu quả danh mục đầu tư. Bước này bao gồm xác định danh mục đầu tư mà đạt được mức sinh lời kỳ vọng tối đa đối với bất kỳ mức rủi ro tương ứng nào.

4. Tìm ma trận tài sản tối ưu. Bước này bao gồm việc lựa chọn danh mục đầu tư hiệu quả mà đáp ứng tốt nhất mục tiêu mức sinh lời và rủi ro của quỹ trong khi thỏa mãn những điều kiện ràng buộc mà quỹ phải đối mặt.

Trong chiến lược phân bổ tài sản, mục tiêu tỷ suất sinh lời, mức chịu đựng rủi ro và các hạn chế đầu tư của Quỹ đầu tư đều được thống nhất với những kỳ vọng thị trường vốn dài hạn để thiết lập các mức độ rủi ro đối với chính sách đầu tư- các loại tài sản chấp nhận được. Mục đích là để thỏa mãn những mục tiêu và hạn chế đầu tư của quỹ. Do vậy, chiến lược phân bổ tài sản có thể được xem như một quy trình với những bước đã hoàn toàn được xác định.

Sau khi xác định được từng hạng mục đầu tư, quỹ đầu tư sẽ thiết lập và quản lý danh mục đầu tư với các loại tài sản khác nhau trong hạng mục đầu tư đó. Chẳng hạn, quỹ sẽ đầu tư vào danh mục cổ phiếu, trái phiếu, ... và quản lý theo mục tiêu cụ thể đề ra. Cụ thể:

Quỹ đầu tư cổ phiếu (Equity funds): chủ yếu vào cổ phiếu, mặc dù quỹ có thể nắm giữ chứng khoán có thu nhập cố định hoặc những

loại chứng khoán khác, phụ thuộc vào quyết định của nhà quản lý quỹ. Quỹ đầu tư này thường nắm giữ 4% đến 5% tổng giá trị tài sản trên thị trường tiền tệ để cung cấp tính thanh khoản cần thiết đáp ứng nhu cầu mua lại cổ phiếu tiềm tàng.

Thông thường quỹ đầu tư cổ phiếu được phân loại dựa trên đặc điểm mức lợi vốn và thu nhập hiện hành. Do đó, quỹ đầu tư thu nhập thường có xu hướng nắm giữ cổ phiếu của công ty có tỷ suất cổ tức cao. Quỹ đầu tư tăng trưởng thường sẵn sàng từ bỏ thu nhập hiện tại, thay vào đó sẽ tập trung vào triển vọng chênh lệch giá hoặc lợi vốn trong tương lai. Một số quỹ đầu tư cổ phiếu còn được gọi là quỹ đầu tư ngành, tập trung đầu tư vào một số ngành cụ thể. Ví dụ, Fidelity đưa ra thị trường 12 loại quỹ đầu tư ngành khác nhau, trong đó mỗi quỹ đầu tư vào một ngành cụ thể như công nghệ sinh học, ngành tiện ích, xây dựng hoặc viễn thông. Những quỹ khác chuyên về chứng khoán của một quốc gia cụ thể.

Quỹ đầu tư trái phiếu (Bond funds). Như tên gọi của quỹ chuyên về chứng khoán có thu nhập cố định. Tuy nhiên, có rất nhiều loại quỹ đầu tư trái phiếu khác nhau trong cùng một lĩnh vực đầu tư. Ví dụ, quỹ đầu tư trái phiếu chính phủ, quỹ đầu tư trái phiếu công ty, quỹ đầu tư trái phiếu chính quyền địa phương. Một số loại quỹ đầu tư trái phiếu chính quyền địa phương có thể sẽ chỉ đầu tư vào trái phiếu của một số thành phố hoặc bang nhất định để đáp ứng đúng yêu cầu đầu tư của nhà đầu tư thuộc bang đó – những người mong muốn được miễn trừ thuế liên bang đối với phần trái tức nhận được từ trái phiếu này. Nhiều quỹ đầu tư cũng chuyên về một loại kỳ hạn đầu tư cụ thể, từ ngắn hạn đến trung hạn và dài hạn, hoặc được phân loại theo mức độ rủi ro tín dụng của nhà phát hành, từ trái phiếu có độ an toàn cao đến trái phiếu có lợi suất đầu tư cao hay trái phiếu được xếp loại đầu tư.



Quỹ đầu tư cân bằng và quỹ đầu tư thu nhập (Balanced and Income funds). Một số quỹ đầu tư được xây dựng nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư của các cá nhân khác nhau. Do đó, những quỹ này đầu tư hỗn hợp vào cả cổ phiếu và trái phiếu nhằm tạo ra một tỷ lệ thu nhập ổn định nhất định. Theo Wiesenberger, những quỹ đầu tư này được phân loại thành quỹ đầu tư cân bằng hoặc quỹ đầu tư thu nhập. Quỹ đầu tư thu nhập được xây dựng với mục tiêu duy trì tỷ lệ an toàn nhất định gắn với dòng thu nhập hiện hành từ các khoản đầu tư, trong khi quỹ đầu tư cân bằng thường gắn với mục tiêu tối thiểu hóa rủi ro đầu tư đến mức có thể mà không cần theo đuổi mục tiêu thu nhập hiện hành và tăng trưởng dài hạn một cách quá chặt chẽ.

Quỹ đầu tư phân bổ tài sản và quỹ đầu tư linh hoạt. Những quỹ đầu tư này tương tự như quỹ đầu tư cân bằng trong đó danh mục đầu tư của quỹ bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu. Tuy nhiên, quỹ đầu tư phân bổ tài sản có thể thay đổi đáng kể tỷ lệ phân bổ các chứng khoán trong danh mục phụ thuộc vào dự đoán của các nhà quản lý danh mục đầu tư về các điều kiện của thị trường. Do đó, những quỹ đầu tư này tham gia vào thị trường với những giới hạn về thời gian nhất định và không được xây dựng hướng đến những công cụ đầu tư có rủi ro thấp.

Quỹ đầu tư chỉ số (Index funds). Một quỹ đầu tư chỉ số cố gắng mô phỏng theo kết quả hoạt động của một chỉ số chứng khoán trên thị trường. Quỹ đầu tư mua các chứng khoán theo chỉ số tương ứng với tỷ lệ chứng khoán đó trong danh mục đầu tư chỉ số. Ví dụ, quỹ chỉ số 500 Vanguard là một quỹ đầu tư tương hỗ mô phỏng theo chỉ số S&P500. Bởi vì chỉ số S&P 500 là chỉ số giá trị thị trường, do đó quỹ đầu tư Vanguard mua cổ phiếu trong chỉ số S&P 500 tương ứng với tỷ trọng của cổ phiếu đó trong chỉ số S&P 500. Đầu tư vào quỹ đầu tư chỉ số là một cách tiết kiệm chi phí cho nhà đầu tư theo đuổi

chiến lược đầu tư thụ động – do đó, nhà đầu tư có thể thực hiện đầu tư mà không cần phân tích chứng khoán. Đương nhiên, quỹ đầu tư chỉ số có thể gắn với một chỉ số chứng khoán không phải là cổ phiếu. Ví dụ, Vanguard đưa ra quỹ đầu tư chỉ số trái phiếu và quỹ đầu tư chỉ số bất động sản.

Thông thường, tên của quỹ đầu tư sẽ cho biết chính sách đầu tư của quỹ đầu tư đó. Ví dụ, quỹ đầu tư Vanguard's GNMA đầu tư vào chứng khoán được đảm bảo bằng bất động sản, quỹ đầu tư Mult đầu tư vào trái phiếu chính quyền địa phương có kỳ hạn trung bình và quỹ đầu tư trái phiếu lợi suất cao (HY-Cor) đầu tư phần lớn vào chứng khoán được xếp hạng đầu tư hoặc “junk” bond có lợi suất đầu tư cao. Tuy nhiên, cũng có khi tên của một số quỹ cổ phiếu thường ít phản ánh hoặc không phản ánh gì đến chính sách đầu tư của quỹ đó. Ví dụ như quỹ đầu tư Vanguard's Windsor và Wellington.

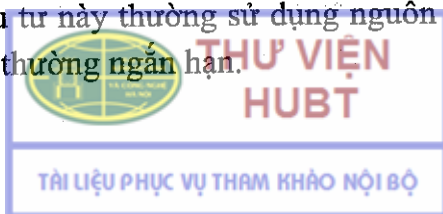
3.3.3. Nghiệp vụ đầu tư của các tổ chức khác

Các tổ chức khác được hiểu là các doanh nghiệp, tổ chức không có hoạt động chính là kinh doanh chứng khoán. Ngoài các hoạt động sản xuất, kinh doanh chính của mình, các tổ chức này có thể thực hiện nghiệp vụ đầu tư chứng khoán nhằm gia tăng lợi nhuận.

Nghệp vụ đầu tư chứng khoán của các tổ chức này được coi là đầu tư ngoài ngành vì thế sẽ tồn tại nhiều rủi ro do tính chuyên môn trong lĩnh vực đầu tư này là không cao. Tuy nhiên, trên thực tế vẫn có rất nhiều các tổ chức thực hiện nghiệp vụ này vì nó cũng mang lại mức tỷ suất lợi nhuận không hề nhỏ.

Tùy theo mục đích thực hiện nghiệp vụ đầu tư chứng khoán khác nhau, vốn và thời gian đầu tư của các tổ chức này cũng khác nhau, cụ thể:

- Đầu tư chứng khoán để hưởng chênh lệch giữa giá mua và giá bán. Hoạt động đầu tư này thường sử dụng nguồn vốn không nhiều và thời gian đầu tư thường ngắn hạn.



- Đầu tư chứng khoán để được hưởng cổ tức của các doanh nghiệp khác. Hoạt động đầu tư này cũng thường sử dụng nguồn vốn không nhiều nhưng thời gian đầu tư có thể dài hơn so với mục đích đầu tư để hưởng chênh lệch mua bán.

- Đầu tư chứng khoán nhằm muốn thôn tóm hoặc gây ảnh hưởng lớn tới doanh nghiệp đối thủ hoặc các doanh nghiệp khác. Hoạt động đầu tư này cần phải có nguồn vốn lớn và thời gian đầu tư tương đối dài.

Các sản phẩm đầu tư

Đối với hoạt động đầu tư ngắn hạn, các tổ chức phi tài chính thường đầu tư vào cổ phiếu niêm yết, chứng chỉ quỹ niêm yết, cổ phiếu OTC... vì những chứng khoán này có thanh khoản cao. Các quyết định mua bán chứng khoán ngắn hạn chủ yếu dựa trên tình hình thị trường và những kết luận từ phân tích kỹ thuật. Phân tích cơ bản thường mang tính chất điều kiện.

Đối với hoạt động đầu tư dài hạn, các tổ chức phi tài chính có thể đầu tư vào cổ phiếu niêm yết, chứng chỉ quỹ niêm yết, cổ phiếu OTC, trái phiếu niêm yết và chưa niêm yết, mua cổ phần nhằm đầu tư chiến lược vào công ty khác (một dạng đặc biệt của cổ phiếu OTC)... Trong đó, thông thường cổ phiếu OTC có khả năng đem lại lợi nhuận cao nhất, sau đó đến cổ phiếu niêm yết, chứng chỉ quỹ và cuối cùng là trái phiếu. Theo đó, tính thanh khoản và rủi ro cũng giảm dần theo thứ tự trên.

Nhà đầu tư tổ chức ít khi đầu tư riêng lẻ vào một loại chứng khoán, xây dựng và duy trì một danh mục đầu tư đa dạng về rủi ro và lợi nhuận là lựa chọn của họ.

Ưu nhược điểm của tổ chức khác khi đầu tư chứng khoán

Ưu điểm:

Khác với đa số các nhà đầu tư cá nhân, các tổ chức đầu tư có số vốn lớn, do vậy có nhiều lựa chọn khi đầu tư chứng khoán, như cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, trái phiếu.

Các nhà đầu tư tổ chức thường thành lập ban đầu tư chuyên phụ trách về đầu tư chứng khoán, nên các quyết định mua bán được đưa ra phần lớn dựa trên quy trình và sự kiểm soát của nhiều người, do vậy về mặt lý thuyết khả năng đưa ra những quyết định chất lượng cao hơn so với nhà đầu tư cá nhân.

Nhược điểm

Tuy nhiên, là nhà đầu tư tổ chức, nên mọi hoạt động đầu tư đều cần thời gian và thủ tục nhất định để được kiểm duyệt thông qua nhiều cấp quản lý, đôi khi làm lỡ mất thời cơ mua bán chứng khoán.

Hơn nữa, là tổ chức đầu tư, các giao dịch thường được thực hiện với khối lượng và giá trị lớn, có thể gây khó khăn về thanh khoản. Ngoài ra, hành động mua bán của các tổ chức đầu tư thường được theo dõi sát bởi thị trường và đôi khi làm đảo ngược thị trường, gây ra tình thế bất lợi cho tổ chức.

Với yếu điểm là các tổ chức phi tài chính, có hạn chế ít nhiều về kiến thức tài chính chuyên môn và quy trình đầu tư chuyên sâu, các tổ chức phi tài chính có thể có lợi thế cạnh tranh thấp hơn so với các tổ chức tài chính chuyên nghiệp khi tham gia thị trường chứng khoán.

Quy trình đầu tư

Xác định định mức đầu tư:

Trước mỗi kỳ đầu tư, Tổng giám đốc, Hội đồng quản trị và Giám đốc đầu tư họp và thống nhất các thông tin về định hướng đầu tư cho chu kỳ tài chính tới:

- Định hướng xu thế của thị trường;
- Tình hình tài chính của công ty;
- Phân bổ vốn và hạn mức cho các khoản đầu tư, tùy thuộc theo định hướng xu thế của thị trường;

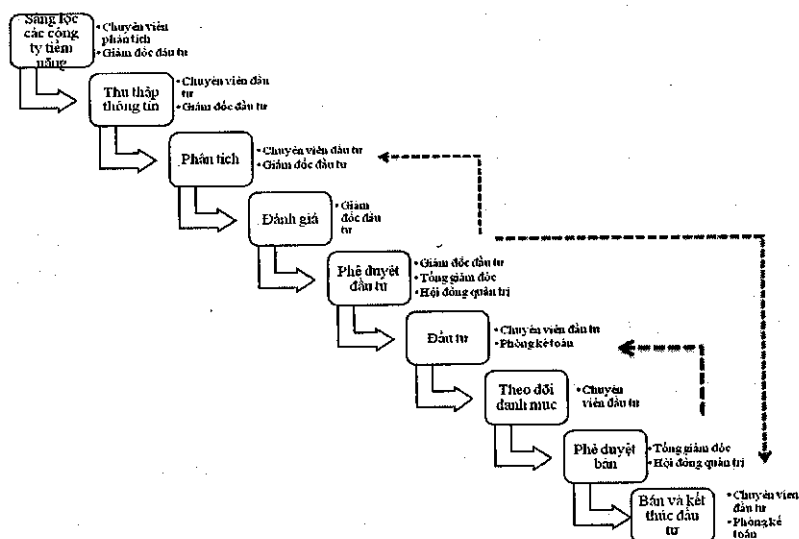


- Tính chất các khoản đầu tư (phòng thủ hay tấn công);
- Mức rủi ro có thể chịu đựng của Doanh nghiệp với việc đầu tư.

Việc định hướng xu thế của thị trường và định mức đầu tư được thống nhất vào đầu mỗi kỳ đầu tư. Tuy nhiên, những thông tin này có thể được cập nhật và thay đổi liên tục trong kỳ, tùy thuộc vào diễn biến thị trường và tình hình hoạt động thực tế của công ty.

Quy trình đầu tư

Về cơ bản các tổ chức khác cũng sẽ tuân thủ quy trình đầu tư tương tự công ty chứng khoán. Tuy nhiên, mỗi chủ thể sẽ linh hoạt trong sử dụng các bước để đầu tư. Có thể tham khảo thêm quy trình đầu tư của tổ chức như sau:



Mô tả chi tiết quá trình đầu tư:

Bước 1: Sàng lọc đầu tư tiềm năng

Chuyên viên đầu tư chịu trách nhiệm thu thập, sàng lọc đầu tư tiềm năng từ tất cả các nguồn bao gồm từ nội bộ cũng như từ nguồn

ngoài. Các đầu tư tiềm năng được liệt kê và theo dõi trong Danh mục đầu tư tiềm năng.

Giám đốc đầu tư (hoặc Trưởng phòng Đầu tư) có trách nhiệm gửi Tổng giám đốc Danh mục đầu tư tiềm năng theo định kỳ, được quy định bởi Ban điều hành (theo tuần, theo tháng, theo quý,...) để thảo luận và đưa ra định hướng. Nếu đầu tư là đáng chú ý Tổng giám đốc sẽ yêu cầu thu thập thêm thông tin và thực hiện phân tích tiềm năng đầu tư.

Bước 2: Thu thập thông tin

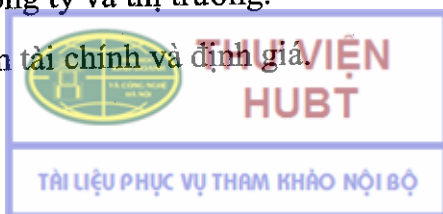
Chuyên viên đầu tư chịu trách nhiệm phối hợp để thu thập thông tin về các cơ hội đầu tư từ các nguồn:

- Từ công ty thông qua thông tin về thị trường, về khách hàng, nhà cung cấp
- Từ cơ quan chủ quản, bộ ban ngành, hoặc chuyên gia ngành,...
- Từ các hiệp hội kinh doanh, cơ quan nhà nước...
- Từ các đối tác liên quan: kiểm toán, ngân hàng.....
- Từ các thông tin ngoài thị trường, từ phương tiện thông tin đại chúng.
- Từ việc dõi diễn biến thị trường tài chính
- Các nguồn khác

Bước 3: Phân tích

Các chuyên viên đầu tư thực hiện phân tích các công ty và lập báo cáo gửi Giám đốc Đầu tư. Các mục phân tích cần tiến hành:

- Phân tích ngành
- Phân tích công ty và thị trường.
- Lập mô hình tài chính và định giá



- So sánh với các công ty cùng ngành.
- Đề xuất đầu tư.

Sau khi có kết quả phân tích, Chuyên viên phân tích, trên cơ sở các thông tin thu thập được, lập Đề xuất đầu tư ngắn hạn hoặc Đề xuất đầu tư dài hạn để gửi Giám đốc Đầu tư (hoặc Trưởng phòng Đầu tư) thực hiện đánh giá. Các báo cáo Đề xuất đầu tư ngắn hạn phải hoàn thành trong thời gian tối đa 03 ngày, các báo cáo Đề xuất đầu tư dài hạn phải hoàn thành trong thời gian tối đa 04 tuần.

Bước 4: Đánh giá

Giám đốc Đầu tư (hoặc Trưởng phòng Đầu tư) chịu trách nhiệm phối hợp tiến hành:

- Kiểm tra tính chính xác và chất lượng (nội dung và hình thức) của Đề xuất đầu tư.
- Bổ sung Đề xuất đầu tư.

Sau khi đề xuất đầu tư đã hoàn chỉnh, Giám đốc Đầu tư (hoặc Trưởng phòng Đầu tư) sẽ lập bảng đánh giá và chuyển cấp có thẩm quyền xét duyệt dự án đầu tư.

Bước 5: Phê duyệt đầu tư

Cấp phê duyệt các dự án đầu tư là Hội đồng quản trị và Tổng giám đốc:

- Hạn mức phê duyệt cho các dự án đầu tư của Tổng giám đốc được quy định trong Quy chế Đầu tư của công ty. Tổng giám đốc sẽ phê duyệt các khoản đầu tư trong thẩm quyền của mình. Tổng giám đốc có thể ủy quyền bằng văn bản v.v. phê duyệt các khoản đầu tư trong thẩm quyền của mình. Người được Tổng giám đốc ủy quyền sẽ phê duyệt các khoản đầu tư theo như ủy quyền của Tổng giám đốc.

- Các khoản đầu tư vượt thẩm quyền của Tổng giám đốc sẽ được Hội đồng quản trị phê duyệt. Thời gian phê duyệt cho các khoản đầu tư ngắn hạn là 01 ngày, cho các khoản đầu tư dài hạn là 03-05 ngày.

- Tổng giám đốc hoặc Hội đồng quản trị trong trường hợp cần thiết có thể yêu cầu Phòng đầu tư làm rõ một số vấn đề, Phòng đầu tư có trách nhiệm trả lời bằng văn bản.

- + Nếu cấp phê duyệt không đồng ý với đề xuất đầu tư sẽ lưu hồ sơ và kết thúc quy trình.

- + Nếu cần chỉnh sửa đề xuất đầu tư, cấp phê duyệt chuyển lại cho Phòng đầu tư để chỉnh sửa hoặc thực hiện phân tích lại.

- + Nếu đề xuất đầu tư được phê duyệt, cấp phê duyệt sẽ chuyển Giấy phê duyệt đầu tư với đầy đủ chữ ký lại cho Phòng đầu tư để thực hiện bước sau. Phòng đầu tư sẽ lưu toàn bộ các đề xuất đầu tư đã trình lên cấp phê duyệt (không phụ thuộc vào đề xuất có được chấp thuận hay không).

Bước 6: Đầu tư

Phòng đầu tư sau khi nhận được phê duyệt đầu tư sẽ phối hợp với Phòng kế toán để thực hiện đầu tư. Việc giải ngân và ghi nhận các chứng nhận sở hữu các khoản đầu tư phải được thực hiện theo các nguyên tắc kế toán của công ty.

Sau khoản đầu tư được thực hiện, phòng đầu tư có trách nhiệm báo cáo kết quả thực hiện lên Tổng giám đốc và Hội đồng quản trị.

Bước 7: Theo dõi đầu tư

Giám đốc Đầu tư (hoặc Trưởng phòng Đầu tư) sẽ phân công các chuyên viên đầu tư theo dõi thông tin biến động của từng loại cổ phiếu và công ty đã được phê duyệt đầu tư. Các chuyên viên



đầu tư thực hiện theo dõi biến động về giá cổ phiếu trên thị trường thông qua các nguồn thông tin và báo cáo cho Giám đốc đầu tư, Tổng giám đốc để có quyết định:

- Bán cổ phiếu thu hồi vốn khi Tỷ suất sinh lời đầu tư đạt mức kỳ vọng xác định

- Thời gian nắm giữ cổ phiếu vượt quá thời gian đầu tư kỳ vọng, nhưng Tỷ suất sinh lời, không đạt tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng.

- Bán cổ phiếu thu hồi vốn khi giá cổ phiếu chạm giá cắt lỗ

Khi có nhu cầu bán cổ phiếu, chuyên viên đầu tư lập tờ trình gửi cấp có thẩm quyền để xin phê duyệt.

Bước 8: Phê duyệt bán

Cấp phê duyệt bán cổ phiếu là Hội đồng quản trị và Tổng giám đốc. Hạn mức phê duyệt của Tổng giám đốc được quy định trong Quy chế Đầu tư.

- Tổng giám đốc sẽ phê duyệt bán cổ phiếu trong thẩm quyền của mình. Tổng giám đốc có thể ủy quyền bằng văn bản v.v. phê duyệt bán cổ phiếu trong thẩm quyền của mình. Người được Tổng giám đốc ủy quyền sẽ phê duyệt bán cổ phiếu theo như ủy quyền của Tổng giám đốc.

- Các khoản đầu tư vượt thẩm quyền của Tổng giám đốc sẽ được Hội đồng quản trị phê duyệt. Thời gian phê duyệt bán các khoản đầu tư ngắn hạn là 1/2 ngày, cho các khoản đầu tư dài hạn là 02 ngày.

Phòng đầu tư có trách nhiệm giải đáp các thắc mắc của Hội đồng quản trị, Tổng giám đốc về việc bán cổ phiếu trong vòng 02 ngày làm việc kể từ ngày nhận được thắc mắc của Hội đồng quản trị hoặc Tổng giám đốc. Nếu cấp phê duyệt không đồng ý với đề xuất bán cổ phiếu

sẽ chuyển lại cho Phòng đầu tư để tiếp tục theo dõi. Nếu đồng ý sẽ chuyển lại cho Phòng đầu tư thực hiện tiếp bước sau.

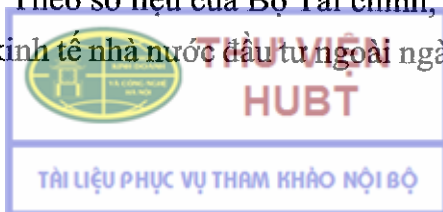
Bước 9: Bán Cổ phiếu/Kết thúc khoản đầu tư.

Phòng đầu tư phối hợp với Phòng kế toán để thực hiện bán cổ phiếu theo đúng như phê duyệt. Chuyên viên đầu tư có trách nhiệm tiến hành các thủ tục cần thiết bán cổ phiếu và đảm bảo thu hồi đầy đủ vốn, lãi (nếu có) cho công ty. Sau đó, chuyên viên đầu tư tính tỷ suất lợi nhuận và cập nhật vào danh mục đầu tư.

Phòng kế toán có nhiệm vụ theo dõi và ghi nhận toàn bộ các giấy tờ, chứng từ và theo dõi dòng tiền thực tế thu/chi của khoản đầu tư.

Đầu tư chứng khoán bởi các tổ chức phi tài chính thường được gọi là một trong những dạng “đầu tư ngoài ngành”. “Đầu tư ngoài ngành” là một thuật ngữ thường được hiểu là việc các tổ chức phi tài chính đem vốn đi đầu tư vào các lĩnh vực khác, không nằm trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính của mình, chủ yếu là đầu tư vào lĩnh vực tài chính như chứng khoán, bất động sản, ngân hàng, ngoại hối...

Một vấn đề mang tính thời sự trong năm 2013 và có lẽ còn tiếp diễn trong các năm sau chính là đầu tư ngoài ngành, đặc biệt là ở các tập đoàn, tổng công ty, công ty nhà nước. Điều này không có nghĩa là các công ty cổ phần, công ty tư nhân không đầu tư đa ngành, nhưng với số vốn lớn và quy mô đầu tư lớn, đầu tư ngoài ngành của các tổng công ty, tập đoàn nhà nước gây nên ảnh hưởng rất lớn trong nền kinh tế và xã hội. Thời kỳ “đỉnh cao” mà các tập đoàn, tổng công ty nhà nước đầu tư ngoài ngành là giai đoạn 2005-2008. Tạp chí Tài chính, Cơ quan của Bộ Tài chính có bài báo “Thực trạng doanh nghiệp nhà nước đầu tư ngoài ngành và giải pháp thoái vốn” của Thạc sỹ Dương Thu Phương chỉ ra “Theo số liệu của Bộ Tài chính, tính đến hết năm 2010, các tập đoàn kinh tế nhà nước đầu tư ngoài ngành gần 22.000 tỷ



đồng, trong đó có 3.576 tỷ đồng vào chứng khoán, 2.236 tỷ đồng vào lĩnh vực bảo hiểm, 5.379 tỷ đồng vào bất động sản vào quỹ đầu tư 495 tỷ đồng; riêng lĩnh vực ngân hàng vượt trội với 10.128 tỷ đồng...—những ngành kinh doanh vốn xa lạ với chức năng chính của các DN này...” Có thể thấy chứng khoán là một lĩnh vực được ưa chuộng đối với các công ty khi đầu tư ngoài ngành.

Một phần do khủng hoảng kinh tế 2008 đến 2012, thị trường chứng khoán trải qua thời kỳ giảm mạnh. Từ đỉnh cao hơn 1100 điểm vào tháng 2 năm 2007, VN-Index giảm xuống gần 240 điểm vào tháng 2 năm 2009 và dao động trong khoảng từ 400 đến hơn 500 điểm trong năm 2013. Kết quả kiểm toán báo cáo tài chính năm 2011 của 271 doanh nghiệp thuộc 27 tập đoàn, tổng công ty, công ty nhà nước vừa được hoàn thành vào tháng 5/2013 của Kiểm toán Nhà nước cho thấy “hiệu quả đầu tư của một số đơn vị thấp, nhiều công ty liên doanh, liên kết kinh doanh thua lỗ, mất vốn, đặc biệt là các khoản đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán đều thua lỗ”. Kết quả này có phần ảnh hưởng không nhỏ từ thực trạng thị trường chứng khoán, tuy nhiên, cũng không thể không kể đến việc một số đơn vị đầu tư thiếu kiến thức chuyên môn về thị trường chứng khoán, thiếu quy trình đầu tư chứng khoán khoa học và đặc biệt thiếu một hệ thống kiểm soát rủi ro chứng khoán chặt chẽ.

Như vậy, với các đơn vị phi tài chính, khi quyết định đầu tư vào tài chính nói chung và chứng khoán nói riêng cần trang bị cho mình kiến thức và nguồn nhân lực chất lượng cao trong ngành tài chính. Do bước vào lĩnh vực không phải chuyên môn, nên rủi ro đầu tư ngoài ngành đối với các tổ chức phi tài chính rất cao, việc kiểm soát rủi ro đầu tư ngoài ngành vì thế cần được đặc biệt coi trọng.

3.4. Đầu tư chứng khoán của cá nhân

Các cá nhân có thể lựa chọn các hình thức đầu tư khác nhau căn cứ vào sở thích, khả năng phân tích, xử lý thông tin và khả năng chấp nhận rủi ro. Về cơ bản, nhà đầu tư cá nhân có thể tự mình đầu tư hoặc đầu tư thông qua ủy thác đầu tư hoặc đầu tư thông qua quỹ đầu tư.

3.4.1. Trực tiếp đầu tư

Tùy thuộc vào chứng khoán mua bán niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán, thị trường OTC hay thị trường thứ 3 thì cách mua bán chứng khoán sẽ khác nhau.

Đối với chứng khoán niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán, để thực hiện đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư sẽ thực hiện mở tài khoản giao dịch tại công ty chứng khoán. Tùy thuộc vào quy định của từng nước, mỗi nhà đầu tư có thể mở tài khoản tại duy nhất một công ty hoặc ở nhiều công ty khác nhau. Nhà đầu tư sẽ là người trực tiếp đặt lệnh mua bán chứng khoán. Nhà đầu tư có thể đến trực tiếp Công ty chứng khoán ghi vào phiếu lệnh hoặc đặt lệnh thông qua điện thoại, email hoặc internet. Mỗi hình thức đặt lệnh có ưu và nhược điểm khác nhau. Nhìn chung hình thức đặt lệnh phổ biến vẫn là internet. Lệnh đặt sẽ được kiểm tra và chuyển vào hệ thống giao dịch của Sở để khớp lệnh. Kết quả giao dịch sẽ thông báo cho nhà đầu tư thông qua tin nhắn, email hoặc qua tài khoản giao dịch của nhà đầu tư.

Đối với chứng khoán giao dịch ở thị trường OTC, nhà đầu tư sẽ trực tiếp thương lượng với nhà tạo lập thị trường để thực hiện giao dịch.

Đối với chứng khoán giao dịch ở thị trường thứ 3, nhà đầu tư thường trực tiếp gặp nhau để thương lượng và làm thủ tục thanh toán và chuyển giao tại tổ chức phát hành hoặc tổ chức thứ 3 được ủy quyền.

3.4.2. Ủy thác đầu tư

Ủy thác đầu tư là một trong những sản phẩm tài chính xuất hiện từ lâu trên các thị trường tài chính phát triển và thường được cung cấp bởi các ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư, công ty tài chính. Đây là hình thức đầu tư trong đó nhà đầu tư (Bên Ủy thác) sẽ ủy thác tiền hoặc tài sản của mình cho một tổ chức (Bên nhận ủy thác) quản lý và đầu tư. Người nhận ủy thác đầu tư sẽ không được hưởng lợi tức sinh ra từ tài sản hay khoản đầu tư đó mà chỉ được nhận một khoản phí hoặc một phần lợi nhuận theo thỏa thuận với người ủy thác.

Ở Việt Nam, loại sản phẩm này cũng bắt đầu được thiết kế và cung ứng bởi các công ty chứng khoán thông qua Dịch vụ Ủy thác quản lý tài khoản giao dịch chứng khoán, hoặc công ty Quản lý quỹ với Nghiệp vụ Quản lý Danh mục đầu tư. Một số các quy định hiện nay về hoạt động này bao gồm Luật Thương mại (Ủy thác mua bán hàng hóa, ủy thác xuất nhập khẩu), Luật các tổ chức tín dụng (Ủy thác liên quan đến hoạt động ngân hàng) và Luật Chứng khoán (Ủy thác đầu tư thông qua hoạt động quản lý danh mục đầu tư của công ty chứng khoán và công ty quản lý Quỹ). Về cơ bản, những quy định trên chỉ rõ trách nhiệm của từng bên tham gia hoạt động ủy thác đầu tư cũng như nội dung và phạm vi ủy thác.

Bên Ủy thác đầu tư:

- Lựa chọn bên ủy thác đầu tư và ký kết hợp đồng ủy thác đầu tư (Trust Agreement), giao vốn ủy thác (Trust property) cho bên ủy thác.

- Được hưởng mọi kết quả đầu tư và chịu trách nhiệm.
- Trả phí dịch vụ cho bên nhận ủy thác theo thỏa thuận.

Bên nhận ủy thác đầu tư:

- Thay mặt người ủy thác thực hiện hoạt động quản lý, đầu tư và giám sát vốn ủy thác trong thời hạn hợp đồng nhận ủy thác đầu tư.

- Định kì báo cáo Danh mục đầu tư và kết quả đầu tư thực tế, trả lợi nhuận theo thỏa thuận cho bên ủy thác.

- Hoàn trả vốn ủy thác cho Bên ủy thác khi thời hạn hợp đồng kết thúc.

Phạm vi ủy thác đầu tư bao gồm: Loại chứng khoán giao dịch; Khối lượng tối đa có thể mua, bán cho từng loại chứng khoán; Giá trị tối đa cho từng lệnh giao dịch Tổng giá trị giao dịch tối đa cho một ngày giao dịch; Phương thức giao dịch, loại lệnh giao dịch. Cụ thể, theo quy định tại Điều 61, Luật Chứng khoán, Chứng khoán được phép ủy thác mua, bán là cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán, không bao gồm chứng khoán đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch của công ty đại chúng chưa niêm yết (UpCom).

Với nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường chứng khoán, việc ủy thác đầu tư được hiểu là việc *Ủy thác vốn đầu tư*, hoặc *Ủy thác Danh mục đầu tư* cho công ty chứng khoán hoặc công ty Quản lý quỹ quản lý, quản lý và đầu tư hộ nhằm đạt được mục tiêu đầu tư của nhà đầu tư đó.

Mỗi một nhà đầu tư cá nhân sử dụng dịch vụ Ủy thác đầu tư có một mục tiêu sinh lời và khả năng chịu đựng rủi ro khác nhau, do đó bên nhận ủy thác thường phân tích các đặc điểm đầu tư của nhà đầu tư cá nhân thông qua bản chính sách đầu tư (Investment Policy Statement) nhằm quản lý, đầu tư, giám sát vốn ủy thác đạt được các mục tiêu của nhà đầu tư. Đây cũng là căn cứ để đánh giá hiệu quả quản lý tài sản ủy thác của bên nhận ủy thác.



Mặc dù dịch vụ Ủy thác đầu tư đem lại cho nhà đầu tư cá nhân lợi ích trong việc quản lý vốn và quản lý Danh mục đầu tư một cách chuyên nghiệp hơn, giảm thiểu đi được nhiều chi phí và rủi ro hơn so với việc đầu tư trực tiếp. Tuy nhiên, hoạt động này cũng tiềm ẩn một số rủi ro nhất định: thiếu cơ chế kiểm soát năng lực quản lý, không tách bạch nguồn vốn đầu tư từ đó tạo môi trường cho rủi ro đạo đức của nhân viên đơn vị nhận ủy thác tồn tại, với các hoạt động chiếm dụng vốn, lừa đảo, lạm dụng tín nhiệm và sử dụng vốn ủy thác sai mục đích... Ngoài ra, pháp luật Việt Nam chưa quy định cụ thể, rõ ràng, điều chỉnh các hành vi liên quan tới hoạt động “ủy thác đầu tư”, do vậy khi xảy ra tranh chấp giữa các bên sẽ căn cứ các quy định của hợp đồng và áp dụng tương tự pháp luật để giải quyết. Như vậy, bên ủy thác sẽ gặp nhiều bất lợi và thua thiệt vì pháp luật không có các quy định bảo vệ họ trong các quan hệ này. Thêm vào đó, việc đầu tư không hẳn lúc nào cũng có lợi nhuận, nhất là trong bối cảnh thị trường chứng khoán suy thoái, do đó bên ủy thác đầu tư còn phải chịu thêm các rủi ro khác liên quan trực tiếp đến danh mục đầu tư, vốn đầu tư của mình.

3.4.3. Đầu tư qua Quỹ đầu tư

Đầu tư qua Quỹ đầu tư là hình thức đầu tư gián tiếp theo đó nhà đầu tư thực hiện mua cổ phiếu hoặc chứng chỉ Quỹ đầu tư. Với hình thức này, nhà đầu tư đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân sẽ có được một lợi ích so với đầu tư trực tiếp trên thị trường chứng khoán:

- *Giảm thiểu rủi ro.* Lợi ích này bắt nguồn từ việc: (1) Quỹ đầu tư là một tập hợp vốn của nhiều nhà đầu tư tham gia đầu tư vào Quỹ, do đó nhà đầu tư cá nhân có thể san sẻ rủi ro với các nhà đầu tư khác trong quỹ, vì vậy làm giảm thiểu được rủi ro riêng lẻ của mình; (2) các quỹ đầu tư thường đầu tư 20-30 các công cụ đầu tư với đa dạng

các khu vực ngành nghề và có thể còn có cả hạng mục đầu tư nước ngoài, chưa kể tới việc các hạng mục tài sản trong danh mục có mối tương quan âm với nhau, do đó danh mục của Quỹ đầu tư có tính đa dạng hóa cao; (3) các quỹ đầu tư có quy trình đầu tư chuyên nghiệp với kỹ năng lựa chọn chứng khoán chất lượng, gắn liền với quá trình đánh giá và quản trị rủi ro nhằm đảm bảo cho hoạt động đầu tư có hiệu quả nhất, điều mà nhà đầu tư cá nhân khó thực hiện được.

- *Tiết kiệm chi phí.* Việc giao dịch các chứng khoán cơ sở, dù là nhà đầu tư cá nhân hay nhà đầu tư tổ chức (gồm cả Quỹ đầu tư) phần lớn đều giao dịch thông qua đơn vị trung gian là công ty chứng khoán, do đó các giao dịch đều phải chịu phí môi giới, quy mô giao dịch (giá trị giao dịch) càng lớn thì mức phí môi giới mà nhà đầu tư phải chịu càng nhỏ đi. Do đó với nhà đầu tư cá nhân, thay vì tham gia thị trường chứng khoán với những lần giao dịch giá trị nhỏ, % phí môi giới cao, việc đầu tư thông qua Quỹ đầu tư, nhà đầu tư cá nhân sẽ được giảm thiểu được chi phí này bởi quy mô mua/bán của Quỹ đầu tư mỗi lần rất lớn và do đó mức phí môi giới áp dụng cũng sẽ thấp đi tương đối. Ngoài yếu tố phí môi giới, đầu tư qua quỹ còn giúp nhà đầu tư cá nhân tiết kiệm được chi phí tiền bạc và thời gian trong quá trình bám sát, theo dõi thị trường, nghiên cứu, phân tích các chứng khoán trong danh mục, thị trường, ...

- *Tối đa hóa lợi ích của nhà đầu tư vào Quỹ.* Phần lớn các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán là các cá nhân nhỏ lẻ, thiếu thời gian, thiếu kinh nghiệm, thiếu kỹ năng chuyên nghiệp và thiếu kiến thức chuyên sâu về lĩnh vực tài chính, chứng khoán và các ngành nghề kinh tế khác, do đó sẽ bị hạn chế trong quá trình thực hiện đầu tư cũng như phản ứng không nhanh nhạy trước những thay đổi bất thường của tình hình thị trường, của các ngành, các doanh nghiệp mà nhà đầu tư trực tiếp đầu tư. Trong khi đó, Quỹ đầu tư cung cấp dịch

vụ quản lý đầu tư chuyên nghiệp trực tiếp và trọn gói. Hoạt động đầu tư của các quỹ đầu tư được thực hiện theo những quy trình với sự tham gia của những chuyên gia chuyên sâu trong từng công đoạn thu thập, xử lý thông tin; phân tích và đánh giá thông tin; quyết định đầu tư; giám sát hoạt động đầu tư và quản trị rủi ro. Vì vậy, Quỹ đầu tư giúp các nhà đầu tư, quản lý, giám sát vốn hiệu quả hơn.

Về cơ bản, có rất nhiều loại hình Quỹ đầu tư mà nhà đầu tư cá nhân có thể lựa chọn đầu tư và các quỹ khác nhau có mục tiêu rủi ro và mục tiêu sinh lời khác nhau. Ví dụ: một người có một mức độ chấp nhận rủi ro thấp có thể chọn đầu tư vào một Quỹ đầu tư với rủi ro thấp, ví dụ Quỹ đầu tư thị trường tiền tệ; hay một nhà đầu tư cá nhân giàu có, trẻ tuổi, ưa mạo hiểm và có khả năng chịu đựng rủi ro lớn thì có thể đầu tư vào Quỹ đầu cơ...

3.5. Các chiến thuật đầu tư

Hoạt động đầu tư của các tổ chức do các bộ phận chuyên trách đảm nhận. Bộ phận đầu tư dùng vốn của tổ chức để kinh doanh bằng cách áp dụng các chiến thuật đầu tư khác nhau để nắm giữ các trạng thái đầu tư căn cứ vào các phán đoán thị trường. Hoạt động đầu tư áp dụng cho tất cả các loại sản phẩm tài chính bao gồm cả chứng khoán niêm yết, chứng khoán không niêm yết, các sản phẩm phái sinh.

Ngày nay, rất nhiều bộ phận tự doanh phát triển các chương trình toán “quant trading” để mua bán chứng khoán theo các chiến thuật khác nhau. Các phần mềm máy tính được xây dựng trên nhiều mô hình tài chính định lượng khác nhau, kết hợp giữa thuật toán tin học trong lập trình và các nghiên cứu tài chính thực nghiệm. Các thuật toán này sử dụng rất nhiều mô hình toán phức tạp để xử lý các biến số đầu vào nhằm ra quyết định đầu tư. Các thuật toán này cũng được phát triển cho từng thị trường và được điều chỉnh cho từng thời kỳ. Việc mua bán hoàn toàn tự động do máy tính thực hiện và các nhân viên đầu tư chỉ có nhiệm vụ giám sát các dấu hiệu bất thường để can

thiếp kịp thời. Với sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ thông tin và với việc những công ty truyền thông tài chính hàng đầu như Bloomberg và Thomson Reuters cung cấp các dịch vụ hỗ trợ tích hợp (các thông tin bản, dữ liệu kinh tế mới nhất), các mô hình kinh doanh bằng thuật toán ngày càng được phát triển rộng rãi. Hiện nay, các tổ chức đầu tư lớn ở Châu Âu và Mỹ như các quỹ đầu tư, công ty chứng khoán đều dùng phổ biến các mô hình này.

3.5.1. Chiến thuật đầu tư cổ phiếu {5}

Chiến thuật duy trì trạng thái trường

Chiến thuật duy trì trạng thái “trường” là chiến thuật đầu tư truyền thống qua việc nắm giữ các cổ phiếu với kỳ vọng tăng giá. Nhà đầu tư có thể áp dụng chiến lược này với khung thời gian ngắn hạn trung hoặc dài hạn. Đối với chiến thuật này rủi ro được hạn chế bởi mức vốn đầu tư bỏ ra (khi giá cổ phiếu giảm về 0) song lợi nhuận tiềm năng là vô hạn (khi cổ phiếu tăng giá).

Việc nắm giữ cổ phiếu cho phép nhà đầu tư thu lợi từ cổ tức và chênh lệch giá (lãi vốn). Kết quả lợi nhuận của chiến thuật này có thể khái quát như sau:

$$RoR = \frac{(Div + \Delta P)}{P}$$

RoR: tỷ suất lợi nhuận;

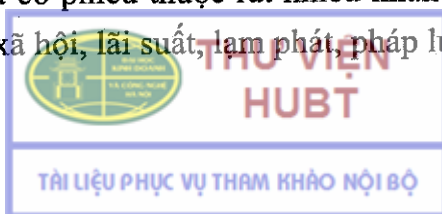
ΔP : sự thay đổi giá;

P: giá cổ phiếu ban đầu;

Div: cổ tức thu được trong kỳ đầu tư.

Trong đó, cổ tức phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và chính sách chia cổ tức.

Chênh lệch giá cổ phiếu thuộc rất nhiều nhân tố từ sự thay đổi tình hình chính trị xã hội, lãi suất, lạm phát, pháp luật, tỷ giá đến kết



quả kinh doanh của doanh nghiệp, sự kiện mua bán sáp nhập đến tâm lý của nhà đầu tư. Vì vậy, việc nhận định xu thế biến động các yếu tố trên sẽ tác động rất lớn đến sự biến động giá cổ phiếu. Về lý thuyết, khi xem xét tác động của từng yếu tố trên đến sự biến động giá cổ phiếu, người ta thường cố định các yếu tố khác. Tuy nhiên, trong thực tế, sự biến giá cổ phiếu chịu tác động tổng hòa của nhiều yếu tố, do vậy nhìn nhận xu thế biến động giá cổ phiếu khi có sự thay đổi các yếu tố trên trở nên khó khăn hơn. Nhà đầu tư cần phân tích và xem xét diễn biến thị trường từng thời điểm để phán đoán yếu tố nào là yếu tố quyết định đến biến động giá cổ phiếu này ở từng giai đoạn. Ví dụ, trong bối cảnh lạm phát đang cao, nhà đầu tư đều lo ngại trước tác động của lạm phát đến sự phát triển nền kinh tế và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, nếu giá xăng dầu được điều chỉnh giảm sẽ có tác động tích cực đến sự tăng giá cổ phiếu bởi lo lắng về áp lực lạm phát giảm đi.

Một số chiến lược giao dịch cổ phiếu sau nhà đầu tư có thể cân nhắc trong lựa chọn cổ phiếu và thời điểm mua cổ phiếu:

+ Hiểu xu hướng chung của thị trường. Nhà đầu tư phải nắm bắt, theo kịp với thị trường đang diễn ra theo xu hướng nào và phải luôn quan sát thị trường. Quan sát để đưa ra những quyết định giao dịch phù hợp với thị trường, đừng giao dịch theo xu hướng ngược với thị trường.

+ Hãy cân nhắc mua những cổ phiếu đang ở mức giá cao mới bởi vì những cổ phiếu này đã trải qua giai đoạn giữ nguyên một mức giá trong một thời gian dài. Tuy nhiên, cần sử dụng chiến thuật thăm dò thị trường để đánh giá việc giao dịch có đúng không (đặc biệt là phát hiện hiện tượng làm giá cổ phiếu) và mua số lượng ngày càng nhiều cổ phiếu đang tăng giá. Nhà đầu tư cần phải lưu ý, cổ phiếu không thể

tăng mãi. Vì vậy, thay vì cân nhắc mua nhà đầu tư cần cân nhắc bán khi cổ phiếu đã đạt mức sinh lời kỳ vọng.

+ Không nên mua quá nhiều cổ phiếu trong danh mục đầu tư của mình. Hãy giao dịch một số ít cổ phiếu và quan sát diễn biến những cổ phiếu này thật cẩn thận. Số lượng cổ phiếu đó là bao nhiêu tùy thuộc vào khả năng phân tích, xử lý thông tin của nhà đầu tư. Đối với nhà đầu tư cá nhân, số lượng cổ phiếu được gợi ý là 5-7 mã, nhà đầu tư chuyên nghiệp số lượng cổ phiếu có thể lên đến 20 mã.

+ Ứng dụng phương pháp CANSLIM trong phân tích và lựa chọn cổ phiếu

Đây là phương pháp phân tích và lựa chọn cổ phiếu của William J. Oneil; được đánh giá là một trong những phương pháp hiệu quả nhất trong vô vàn các công cụ phân tích chứng khoán hiện nay.

Sử dụng nguyên tắc CANSLIM khi đánh giá cổ phiếu là sử dụng 7 yếu tố sau để lựa chọn CP: C, A, N, S, L, I, M. Thực chất phân tích cổ phiếu dựa vào nguyên tắc này là kết hợp phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật từ đó đưa ra quyết định chọn lựa. Các quyết định lựa chọn cổ phiếu cần được dựa trên sự phân tích và phối kết hợp giữa các yếu tố định lượng và định tính. Chìa khoá phân tích trong đầu tư là tìm ra những cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng lớn nhất trong thời điểm bạn mua chúng. Nói cách khác, bạn phải có kỹ năng phán đoán, xem xét và phân tích vấn đề cùng với việc hoạch định một kế hoạch đầu tư thích hợp để xác định thời điểm mua vào những cổ phiếu mạnh và bán đi những cổ phiếu yếu.

1. “C” - Current Quarterly Earnings Per Share (EPS theo quý)

Nguyên tắc sử dụng chữ “C” trong CANSLIM: EPS trong quý tăng trưởng ít nhất 25%; so sánh EPS quý hiện tại so với cùng kỳ năm trước – tỷ lệ gia tăng EPS càng cao càng tốt.

2. “A”- Annual Earnings Increases (sự gia tăng lãi ròng hàng năm)

Nguyên tắc sử dụng chữ “A” trong CANSLIM: Các cổ phiếu có mức gia tăng lợi nhuận hàng năm ổn định và trên 25% trong vòng 3 năm.

3. “N”- New Products, New Management, New Highs (sản phẩm mới, sự quản lý mới, mức giá trần mới)

Cần cân nhắc mua cổ phiếu của những công ty có sản phẩm mới hoặc có sự thay đổi về cách thức quản lý mà bạn cho rằng có thể làm cho công ty mạnh lên. Đặc biệt, trong bối cảnh giá cổ phiếu đạt mức cao mới.

4. “S” - Supply and Demand (nguồn cung và cầu)

Quy luật cung cầu quyết định giá cổ phiếu.

Lượng cung cổ phiếu nhiều hay ít. Giá cổ phiếu của công ty có số lượng cổ phiếu đang lưu hành lớn thường khó tăng giá hơn vì số lượng cung quá lớn. Nó cần phải có một lượng lớn người mua thì mới đủ tăng giá lên được. Ngược lại, nếu một công ty có số lượng cổ phiếu đang lưu hành ít thì chỉ cần một lượng người mua vừa phải thì có thể đẩy giá lên cao rất nhanh. Do vậy, nếu các yếu tố khác là như nhau, cổ phiếu có lượng cổ phần ít hơn sẽ hoạt động mạnh hơn và khả năng bị làm giá lớn hơn. Tuy nhiên, do các cổ phiếu có số lượng cổ phần ít thường không ổn định nên các cổ phiếu này sẽ có mức giảm giá nhanh như khi tăng giá, thậm chí còn giảm nhanh hơn. Nói cách khác, cơ hội càng cao thì càng có nhiều rủi ro.

5. “L” - *Leader and Laggard* (Cổ phiếu hàng dẫn đầu hay cổ phiếu tụt hậu)

Theo mô hình CANSLIM, công ty dẫn dắt thị trường tại vị trí số một không phải là công ty lớn nhất hoặc là tên tuổi nổi tiếng nhất. Có một cách nhanh và dễ dàng nhận biết cổ phiếu đang dẫn đầu hay tụt hậu là kiểm tra tỷ lệ sức mạnh tương đối (đường chỉ báo RS). RS là tỷ lệ tương đối dùng để đo sự biến động của giá cả của một loại cổ phiếu nhất định với các cổ phiếu còn lại trên thị trường trong vòng 52 tuần qua. Mỗi cổ phiếu được xác định tỷ lệ biến động giá từ 1 đến 99, với tỷ lệ 99 là tỷ lệ tốt nhất. Tỷ lệ RS 99 có nghĩa là cổ phiếu đó hoạt động có hiệu quả hơn cổ phiếu khác 99% trong lĩnh vực biến động giá. Nếu tỷ lệ RS của cổ phiếu dưới 70 thì nó đang tụt lại phía sau. Điều đó không có nghĩa là cổ phiếu đó không thể tăng được. Nó chỉ có ý nghĩa là nếu có cơ hội tăng giá thì giá của nó cũng không tăng quá cao. Cổ phiếu xem xét cân nhắc mua là cổ phiếu có tỷ lệ RS cao từ 80 trở lên. Thông tin về tỷ lệ RS được đăng tải trên các bản tin hoặc có thể trực tiếp xem xét biểu đồ về sức mạnh tương đối.

6. “I”- *Institutional Sponsorship* (Sự ủng hộ của các định chế TC và đầu tư)

Cần quan tâm mua cổ phiếu thuộc nhóm ngành rất được sự quan tâm của nhà đầu tư, đặc biệt là của các quỹ đầu tư...

7. “M” - *Market* (Định hướng thị trường)

Yếu tố thị trường là rất quan trọng bởi nó ảnh hưởng mạnh mẽ đến giá cổ phiếu. Thực tế cho thấy, cho dù bạn hoàn toàn chính xác khi nhận định về cả 6 tiêu chí kể trên, nhưng tiêu chí định hướng thị trường bạn mắc phải sai lầm thì sẽ có đến 5 trong số 7 cổ phiếu bạn mua sẽ mất giá và khiến bạn thua lỗ. Khi hàng loạt các cổ phiếu cùng ngành trên thị trường bị mất giá, thì giá cổ phiếu của công ty



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

mà bạn lựa chọn chắc chắn cũng sẽ sụt giảm theo. Ngược lại, nếu giá cổ phiếu của các công ty này tăng theo sự phát triển của thị trường thì cổ phiếu bạn mua vào cũng được “ăn theo” những chỉ số tích cực đó. Do đó, cần nghiên cứu các đồ thị biến động giá chứng khoán theo ngày, theo tuần và theo tháng trước mỗi quyết định đầu tư cổ phiếu.

Chiến thuật duy trì trạng thái “đoản”

Chiến thuật duy trì trạng thái “đoản” là việc bán khống cổ phiếu với kỳ vọng giá chứng khoán sẽ giảm xuống. Bán khống là việc bán cổ phiếu nhà đầu tư chưa sở hữu, nhà đầu tư đi vay cổ phiếu trên thị trường để bán với kỳ vọng sẽ mua lại với giá thấp hơn trong tương lai. Nếu như chiến thuật “trường” gắn với việc “mua rẻ, bán đắt” hoặc “mua cao bán với giá cao hơn” thì chiến thuật “đoản” là việc “bán đắt, mua rẻ”.

Chiến thuật “đoản” được áp dụng khi nhà đầu tư kỳ vọng:

+ Doanh nghiệp phát sinh các khoản lỗ kinh doanh, dẫn đến giảm thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

+ Sự tăng lên của lãi suất, lạm phát và sự bất ổn của kinh tế, chính trị, xã hội...

+ Kế hoạch mua bán, sáp nhập doanh nghiệp không được kết quả như mong đợi

So với chiến thuật “trường” thì chiến thuật “đoản” có mức độ rủi ro cao hơn. Đối với chiến thuật “trường”, rủi ro lớn nhất đối với nhà đầu tư là mất toàn bộ số vốn ban đầu, song lợi nhuận có thể vô hạn. Đối với chiến thuật “đoản”, rủi ro có thể vô hạn khi giá cổ phiếu tăng lên trong khi lợi nhuận bị khống chế ở mức giá bán khống.

Quy trình thực hiện “đoản” cổ phiếu được thực hiện qua các bước cơ bản sau:

1. Nhà đầu tư vay cổ phiếu để bán khống. Nhà đầu tư sẽ phải nộp một khoản tiền ký quỹ (tài sản đảm bảo) và thanh toán chi phí vay cổ phiếu. Trong quá trình vay cổ phiếu, mọi quyền lợi và trách nhiệm liên quan đến cổ phiếu (thanh toán cổ tức) sẽ thuộc về người cho vay.

2. Nhà đầu tư sẽ thực hiện bán khống, thu tiền và sử dụng tiền đầu tư

3. Nhà đầu tư sử dụng số tiền bán khống mua lại cổ phiếu trên thị trường để trả lại cho người cho vay.

Kết quả lợi nhuận của chiến thuật này có thể khái quát như sau:

$$RoR = \frac{(\Delta P + Div + P + Rebate)}{P}$$

RoR: tỷ suất lợi nhuận;

ΔP : Sự thay đổi về giá (giá bán khống – giá mua);

P: Giá cổ phiếu ban đầu;

Div: cổ tức trong quá trình vay chứng khoán (trả lại cho người cho vay cổ phiếu);

Rebate: tiền lãi ký quỹ trừ đi phí vay chứng khoán (có thể âm hoặc dương).

Tỷ suất sinh lời khi thực hiện chiến thuật này có thể đạt cao hơn, bởi trong thực tế số tiền bỏ ra để thực hiện bán khống chính là số tiền ký quỹ chứ không phải là giá chứng khoán ban đầu đã bán.

$$RoR = \frac{(\Delta P + Div + P + Rebate)}{VCSH}$$

Chiến thuật đầu tư chênh lệch chỉ số cổ phiếu (index arbitrage)

Đây là chiến thuật khai thác chênh lệch giá của sản phẩm tiền mặt và sản phẩm phái sinh, hay giá trên thị trường trao ngay và thị trường kỳ hạn. Về nguyên tắc, giá cổ phiếu trên thị trường trao ngay và giá trao đổi kỳ hạn theo hợp đồng tương lai sẽ tiệm tiến gần nhau



theo thời gian và sẽ trùng khớp tại ngày đáo hạn hợp đồng tương lai. Giả định không có chi phí giao dịch thì mức chênh lệch giữa giá hiện tại và giá trao đổi kỳ hạn phải bằng chi phí nắm giữ cổ phiếu (cost of carry). Tuy nhiên, trong thực tế có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến giá hiện tại của cổ phiếu như giá trao đổi kỳ hạn của cổ phiếu dẫn đến các khoản chênh lệch có thể khai thác.

Lợi dụng đặc điểm này, nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu trên thị trường trao ngay và bán cổ phiếu trên thị trường kỳ hạn (bán hợp đồng tương lai). Ngược lại, nhà đầu tư có thể bán khống cổ phiếu trên thị trường trao ngay và mua lại cổ phiếu trên thị trường kỳ hạn (mua hợp đồng tương lai). Với chiến thuật này, nhà đầu tư luôn duy trì trạng thái trung hòa đối với cổ phiếu song có thể khai thác được khoảng chênh lệch giữa chúng sau khi tính toán chi phí nắm giữ và chi phí giao dịch.

Từ việc áp dụng cho cổ phiếu, chiến thuật này được áp dụng cho cả chỉ số cổ phiếu của toàn bộ thị trường. Ví dụ, nhà đầu tư có thể mua danh mục các cổ phiếu thành viên cấu thành chỉ số thị trường trao ngay (danh mục thị trường) đồng thời bán hợp đồng tương lai của chỉ số và ngược lại. Chính vì vậy, chiến lược này có tên gọi chiến thuật đầu tư chênh lệch chỉ số chứng khoán.

Chiến thuật đầu tư chênh lệch chỉ số chứng khoán có vai trò quan trọng trong kết nối thị trường trao ngay với thị trường kỳ hạn (tương lai). Điều này giúp cho thị trường hoạt động hiệu quả hơn và giải quyết các khe hở phát sinh một cách nhanh chóng. Ngày nay, các ngân hàng đầu tư xây dựng các chương trình giao dịch tự động có thể xác định các khe hở giữa 2 thị trường để khai thác một cách tự động.

Chiến thuật đầu tư theo cặp (Pair Trading)

Chiến thuật đầu tư theo cặp là chiến thuật đầu tư dựa vào mối quan hệ giữa 2 cổ phiếu khác nhau nhằm khai thác chênh lệch lợi

nhuận tương đối giữa chúng. Chiến thuật này còn gọi là chiến thuật khai thác giá trị tương đối (relative value).

Trên thị trường có nhiều cổ phiếu cùng ngành và có quan hệ tương tác với nhau chặt chẽ (correlate). Thông thường 2 cổ phiếu này biến động cùng chiều với độ biến động lệch nhau. Vì vậy, khi chúng biến động lệch pha ngắn hạn thì khả năng chúng sẽ hội tụ về gần nhau trong dài hạn. Lợi dụng đặc điểm này, nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu bị định giá thấp và bán không cổ phiếu bị định giá cao nhằm khai thác giá trị chênh lệch tương đối giữa 2 cổ phiếu mà không nhằm vào giá trị tuyệt đối của từng cổ phiếu. Với chiến thuật này, nhà đầu tư trung hoà trạng thái cổ phiếu mà vẫn tạo được lợi nhuận bất kể chiều hướng biến động của thị trường. Chiến lược này cũng được gọi là chiến lược không định hướng (non-directional).

Để chiến lược này đạt được hiệu quả, các nhà đầu tư thường chọn 2 cổ phiếu trong cùng ngành nhằm đạt được sự trung hoà rủi ro hệ số beta của ngành. Beta được hiểu là hệ số biến động của giá chứng khoán trong tương quan với sự biến động của toàn bộ thị trường. Các cổ phiếu cùng ngành thường có hệ số beta tương đương nhau do phản ứng cùng chiều so với biến động thị trường. Trong trường hợp cả 2 cổ phiếu cùng giảm thì nhà đầu tư sẽ lãi trên cổ phiếu “đoản” nhưng lỗ trên cổ phiếu “trường” và vẫn có khả năng có lợi nhuận từ số cổ phiếu chênh lệch. Nếu không có sự trung hoà beta trong cặp cổ phiếu lựa chọn, cổ phiếu “đoản” có thể tăng trong khi cổ phiếu “trường” có thể giảm và nhà đầu tư có thể chịu lỗ lớn.

Chiến thuật này được phát triển từ thập kỷ 1980 và trở thành một chiến thuật được các CTCK, quỹ đầu tư áp dụng với sự hỗ trợ của các mô hình toán định lượng.



Đối với chiến thuật đầu tư theo cặp, có 2 phương pháp thực hiện trung hoà rủi ro như sau:

Trung hoà giá trị đầu tư (dollar neutral): là việc khớp giá trị mua cổ phiếu A bằng giá trị bán không cổ phiếu B. Do đó, số lượng cổ phiếu A và B sẽ tỷ lệ nghịch với giá của 2 cổ phiếu.

$$\frac{N_A}{N_B} = \frac{P_B}{P_A}$$

Trong đó:

N: số lượng cổ phiếu;

A,B: loại cổ phiếu;

P: giá cổ phiếu.

Ví dụ: Giá cổ phiếu A trên thị trường là 50 USD và B là 40 USD. Nhà đầu tư kỳ vọng A sẽ hoạt động tốt hơn B, do đó thực hiện chiến thuật “trường” đối với A và “đoản” đối với B.

1. Vay 2000 USD mua 40 cổ phiếu A. Nhà đầu tư có thể sử dụng 40 cổ phiếu A làm tài sản đảm bảo cho khoản vay thông qua nghiệp vụ repo;

2. Vay 50 cổ phiếu B, bán không thu về 2000 USD. Dùng 2000 USD làm tài sản đảm bảo ký quỹ cho khoản vay 50 cổ phiếu B. Nhà đầu tư sẽ hưởng lãi suất trên số tiền ký quỹ, đồng thời phải trả phí vay cổ phiếu. Phần ròng của 2 khoản này được gọi là rebate.

Như vậy, tổng giá trị mua cổ phiếu A khớp với giá trị bán không cổ phiếu B (2000 USD). Sự biến động giá 2 cổ phiếu sẽ mang lại cho nhà đầu tư mức lãi lỗ nhất định.

Trường hợp giá cổ phiếu A giảm từ 50 USD xuống 49 USD (giảm 2,0%) còn B giảm từ 30 USD xuống 29 USD (giảm 2,5%) tức là tốc độ giảm giá của B cao hơn A. Nhà đầu tư sẽ bán 40 cổ phiếu A thu

về 1960 USD, thanh toán 2000 USD tiền vay, chịu lỗ 40 USD. Đồng thời, mua 50 cổ phiếu B với số tiền 1950 USD, trả khoản vay 50 cổ phiếu và lấy lại số tiền ký quỹ 2000 USD. Số tiền lãi từ bán không là 50 USD. Như vậy, tổng số lãi ròng là $50 - 40 = 10$ USD (chưa tính đến debate). Khoản lợi nhuận này do A giảm giá ít hơn so với B.

Tóm tắt chiến lược như sau:

Cổ phiếu	Cổ phiếu A (USD)	Cổ phiếu B (USD)
Giá thị trường hiện tại	50	40
Thực hiện chiến lược	Vay 2000 USD mua 40 cổ phiếu A	Vay 50 cổ phiếu B và bán không thu về 2000 USD.
Giả định giá cổ phiếu sau 1 tháng	49	39
Kết thúc	Bán 40 cổ phiếu A để trả nợ tiền vay	Mua 50 cổ phiếu B để trả cổ phiếu vay
LN: 10	$1960 - 2000 = -40$	$2000 - 1950 = 50$

Trường hợp cổ phiếu A tăng từ 50 USD lên 51 USD còn B tăng từ 40 USD lên 41 USD tức là tốc độ tăng giá của B cao hơn A. Nhà đầu tư sẽ bán 50 cổ phiếu A thu về 2040 USD, thanh toán 2000 USD tiền vay, lãi 40 USD. Đồng thời mua 40 cổ phiếu B với số tiền 2050 USD, trả khoản vay 50 cổ phiếu và lấy lại số tiền ký quỹ 2000 USD. Số tiền lỗ do bán không chứng khoán là 50 USD. Như vậy, tổng số tiền lỗ ròng là $40 - 50 = -10$. Khoản lỗ này do B tăng giá thấp hơn so với A.

Trung hoà rủi ro beta (beta neutral): Beta được hiểu là hệ số biến động của giá chứng khoán trong tương quan với sự biến động của toàn bộ thị trường. Mức biến động càng lớn thể hiện mức rủi ro và lợi nhuận đi kèm càng cao.

- Beta > 0 có nghĩa là cổ phiếu biến động cùng chiều với thị trường.

- Beta < 0 có nghĩa là cổ phiếu biến động ngược chiều với thị trường.

- Beta = 0 có nghĩa là chứng khoán không có sự tương tác với chiều biến động của thị trường. Ví dụ, các tài sản tiền mặt hoặc trái phiếu chính phủ thường có giá trị ổn định không phụ thuộc vào biến động thị trường.

- 1 > Beta > 0 có nghĩa là chứng khoán có sự tương tác cùng chiều ở mức thấp với thị trường.

- Beta > 1 có nghĩa là chứng khoán biến động mạnh hơn mức bình quân thị trường, thể hiện sự hấp dẫn và mức độ rủi ro của chứng khoán.

$$\frac{N_A}{N_B} = \frac{b_B * P_B}{b_A * P_A}$$

Ví dụ:

Chiến lược này thường áp dụng đối với trường hợp cặp cổ phiếu không cùng một ngành và do đó có mức độ biến động khác nhau so với thị trường. Ví dụ cổ phiếu A thuộc ngành công nghệ và cổ phiếu B thuộc ngành tài chính với các thông số cơ bản như sau:

Cổ phiếu	Giá hiện tại (USD)	Hệ số beta
A	40	0,95
B	20	1,2

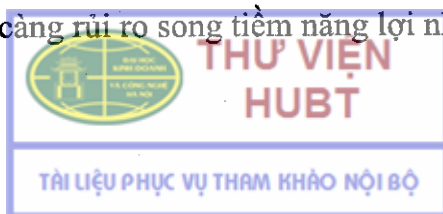
Cả 2 cổ phiếu này đều có tương tác thuận chiều với thị trường song cổ phiếu tài chính có mức độ biến động cao hơn. Để trung hòa rủi ro hệ số beta theo chiến thuật này, số tỷ lệ cổ phiếu A/cổ phiếu B = $1,2/0,95 \times 20/40 = 0,63$

Chiến thuật đầu tư chênh lệch sáp nhập doanh nghiệp (merger arbitrage)

Chiến thuật này là việc áp dụng tận dụng các sự kiện mua bán, sáp nhập, tái cấu trúc doanh nghiệp sắp diễn ra để đầu tư chênh lệch giá. Thông thường, một sự kiện mua bán, sáp nhập, tái cấu trúc doanh nghiệp liên quan đến một doanh nghiệp mua gom cổ phiếu của một doanh nghiệp khác theo một mức giá hay một tỷ lệ trao đổi cổ phiếu cố định, do đó giá cổ phiếu của doanh nghiệp bị mua thường tăng mạnh ngay sau khi có kế hoạch. Giá của doanh nghiệp bị mua vì thế sẽ được đẩy lên tới mức gần bằng mức giá công bố (thông thường cao hơn giá hiện hành). Càng đến gần ngày thực hiện thì giá càng tiến sát về mức giá công bố. Trong trường hợp kế hoạch sáp nhập không được thực hiện thì giá của doanh nghiệp bị sáp nhập sẽ bị rớt xuống mức giá ban đầu.

Chiến thuật đầu tư chênh lệch sáp nhập doanh nghiệp là việc nhà đầu tư mua cổ phiếu của doanh nghiệp bị mua sau khi có tin công bố về kế hoạch sáp nhập và thực hiện hóa lợi nhuận khi kế hoạch sáp nhập hoàn thành. Nhà đầu tư chấp nhận rủi ro của việc kế hoạch sáp nhập bị thất bại làm cho giá cổ phiếu của doanh nghiệp bị mua giảm.

Do khoảng thời gian thực hiện cam kết tuyên bố đối với một cuộc sáp nhập doanh nghiệp thường là rất dài (vài tháng đến hàng năm), phát sinh rất nhiều rủi ro, nhà đầu tư có thể quyết định thời điểm mua cổ phiếu của doanh nghiệp bị mua, dựa theo đánh giá về xác suất thành công của kế hoạch. Cụ thể, nhà đầu tư có thể thực hiện arbitrage ngay từ giai đoạn đầu (thông cáo báo chí, thỏa thuận khung), hoặc giai đoạn giữa (phê duyệt của cơ quan chức năng) hoặc giai đoạn cuối (các thỏa thuận tài chính, nghị quyết đại hội cổ đông). Thời điểm gia nhập càng sớm thì càng rủi ro song tiềm năng lợi nhuận càng lớn.



Chiến thuật đầu tư chênh lệch sáp nhập doanh nghiệp cũng được gọi là “risk arbitrage” tức là chiến thuật đầu tư chênh lệch rủi ro.

Ví dụ minh họa 1: Mua bán sáp nhập dùng tiền mặt mua cổ phiếu.

Doanh nghiệp A công bố kế hoạch mua lại doanh nghiệp B theo nguyên tắc dùng tiền mua cổ phiếu B với giá 60.000 VND. Tại thời điểm công bố, giá cổ phiếu trên thị trường của doanh nghiệp bị mua (B) là 50.000 VND/cổ phiếu. Như vậy công ty A chấp nhận trả 20% thặng dư (premium) so với mức giá hiện hành.

Giả sử ngay sau khi công bố thông tin, giá cổ phiếu công ty B tăng mạnh lên 58.000 VND/cổ phiếu. Mức giá này không thể tăng ngay đến 60.000 do rủi ro thất bại của việc sáp nhập.

Nhà đầu tư có thể thực hiện chiến thuật ăn chênh lệch arbitrage bằng cách mua cổ phiếu B theo các bước sau:

1. Vay 58.000, mua 1 cổ phiếu B.
2. Khi kế hoạch sáp nhập thực hiện, bán 1 cổ phiếu B cho A lấy 60.000 VND.
3. Tại 58.000 vay tại bước 1.

Số tiền lãi ròng là $60.000 \text{ VND} - 58.000 \text{ VND} = 2.000 \text{ VND}$. Khoản lợi nhuận này không phụ thuộc vào giá của B biến động như thế nào tại thời điểm thực hiện sáp nhập.

Trong trường hợp kế hoạch sáp nhập thất bại, giá cổ phiếu B sẽ giảm về 50.000, do đó nhà đầu tư chịu lỗ 8.000.

Ví dụ minh họa 2: Mua bán sáp nhập doanh nghiệp dùng cổ phiếu đổi cổ phiếu.

Hai doanh nghiệp công bố kế hoạch sáp nhập theo nguyên tắc cổ phiếu đổi cổ phiếu với tỷ lệ 1 cổ phiếu B sẽ nhận được 2 cổ phiếu A. Tại thời điểm công bố, giá cổ phiếu trên thị trường như sau:

Doanh nghiệp đi mua (A): 30.000 VND/cổ phiếu

Doanh nghiệp bị mua (B): 50.000 VND/cổ phiếu.

Giả sử ngay khi công bố thông tin, giá cổ phiếu B tăng mạnh lên 58.000 VND/cổ phiếu. Mức giá này không thể tăng ngay đến 60.000 VND do rủi ro thất bại của kế hoạch sáp nhập.

Nhà đầu tư có thể thực hiện chiến thuật ăn chênh lệch bằng cách bán khống 2 cổ phiếu A và mua 1 cổ phiếu B theo các bước như sau:

1. Vay 58.000 VND, mua 1 cổ phiếu B, sử dụng B làm tài sản đảm bảo.

2. Vay 2 cổ phiếu A, bán khống cả thu về 60.000 VND. Đồng thời dùng 60.000 VND vay làm tài sản đảm bảo cho khoản vay 2 cổ phiếu A.

3. Khi kế hoạch sáp nhập được thực hiện, đổi 1 cổ phiếu B lấy 2 cổ phiếu A.

4. Trả 2 cổ phiếu A đi vay, thu về 60.000 VND tài sản đảm bảo.

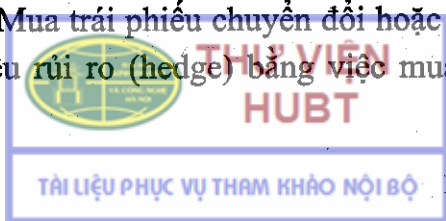
5. Trả 58.000 VND vay tại bước 1.

6. Số tiền lãi ròng là $60.000 \text{ VND} - 58.000 \text{ VND} = 2.000 \text{ VND}$. Khoản lợi nhuận này không phụ thuộc vào giá của A và B biến động như thế nào tại thời điểm thực hiện sáp nhập.

Trong trường hợp kế hoạch sáp nhập thất bại, bước 3 không thực hiện được. Do đó nhà đầu tư vẫn nắm 1 cổ phiếu B và đi vay 2 cổ phiếu A. Do kế hoạch sáp nhập thất bại nên giá của B sẽ trở về mức 50.000 VND và mua 2 cổ phiếu A với giá 60.000 VND. Sau khi trả khoản vay 58.000 VND thì nhà đầu tư sẽ chịu lỗ 8.000 VND.

Chiến thuật đầu tư chênh lệch trái phiếu chuyển đổi (Convertible Arbitrage)

Chiến thuật 1: Mua trái phiếu chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi đồng thời giảm thiểu rủi ro (hedge) bằng việc mua bán khống cổ



phiếu hình thành từ trái phiếu chuyển đổi (cổ phiếu ưu đãi). Chiến thuật này có ý nghĩa như sau:

- Phát sinh chi phí vốn vay để mua trái phiếu chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi.
- Phát sinh thu nhập tiền lãi từ việc nắm giữ trái phiếu chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi.
- Chi phí vay cổ phiếu để thực hiện việc mua bán không cổ phiếu. Tuy nhiên khoản chi phí này về cơ bản được bù đắp bởi khoản thu nhập từ việc tái đầu tư tiền bán không cổ phiếu.
- Xét về mặt trạng thái đầu tư, do trái phiếu chuyển đổi và cổ phiếu ưu đãi sẽ được chuyển đổi sang cổ phiếu, kết hợp với việc bán không cổ phiếu sẽ tạo ra một trạng thái trung hòa cổ phiếu. Kết quả này tạo ra một chiến thuật không định hướng (non-directional), tức giá cổ phiếu lên hay xuống đều không ảnh hưởng đến kết quả giao dịch.
- Các loại trái phiếu lựa chọn thường là các loại có định mức tín nhiệm trung bình (BB) nhằm có tỷ lệ lợi suất cao. Trong trường hợp trái phiếu không có khả năng thanh toán thì nhà đầu tư cũng đã giảm thiểu rủi ro bằng cách bán không cổ phiếu hình thành từ trái phiếu chuyển đổi đi rồi.

Ví dụ minh họa:

Cổ phiếu của công ty A hiện tại là 120.000 VND. Nhà đầu tư bỏ ra 12.500.000 VND mua trái phiếu chuyển đổi của công ty A (mệnh giá 12.000.000 VND) cho phép chuyển đổi thành 100 cổ phiếu sau thời hạn một năm. Công ty A được S&P định mức tín nhiệm là BB.

Giá trái phiếu cùng loại không có tính năng chuyển đổi là 11.000.000 VND (lợi suất 8%). 1.500.000 VND là phần thặng dư

phải trả cho quyền chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. Nhà đầu tư thực hiện bán khống 80 cổ phiếu thu được 9.600.000 VND. Nhà đầu tư không nhất thiết phải bán toàn bộ 100 cổ phiếu tùy theo chiến thuật cụ thể. Trong trường hợp này số tiền bỏ ra thực tế là:

$$12.500.000 \text{ VND} - 9.600.000 \text{ VND} = 2.900.000 \text{ VND}$$

Nếu một năm sau giá cổ phiếu tăng lên 150.000 VND, trái phiếu sẽ được chuyển thành 100 cổ phiếu tương đương 15.000.000 VND và tiền lãi thu được từ trái phiếu là:

$12.000.000 \times 8\% = 960.000 \text{ VND}$. Nhà đầu tư phải thanh toán khoản vay 80 cổ phiếu bán khống là 12.000.000 VND. Như vậy số tiền còn lại là:

$$15.000.000 \text{ VND} + 960.000 \text{ VND} - 12.000.000 \text{ VND} = 3.960.000 \text{ VND}.$$

Số lãi thực tế là: $3.960.000 \text{ VND} - 2.900.000 \text{ VND} = 1.060.000 \text{ VND}$.

Nếu một năm sau giá cổ phiếu công ty A giảm xuống 90.000 VND. Nhà đầu tư sẽ xét xem việc có thực hiện quyền chuyển đổi trái phiếu hay không. Ví dụ nếu trái phiếu có thể bán được mức giá 11.000.000 VND và tiền lãi thu được từ trái phiếu là:

$12.000.000 \times 8\% = 960.000 \text{ VND}$. Nhà đầu tư phải thanh toán khoản vay 80 cổ phiếu bán khống là 7.200.000 VND. Như vậy số tiền còn lại là:

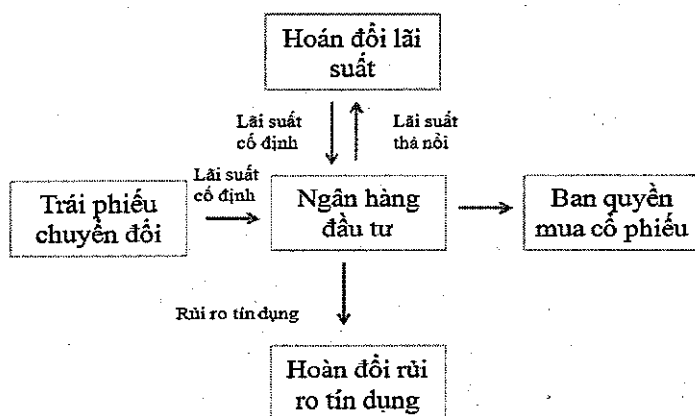
$$11.000.000 \text{ VND} + 960.000 \text{ VND} - 7.200.000 \text{ VND} = 4.760.000 \text{ VND}$$

Số lãi thực tế là: $4.760.000 \text{ VND} - 2.900.000 \text{ VND} = 1.860.000 \text{ VND}$.

Ví dụ trên cho thấy trong trường hợp giá cổ phiếu lên thì phần giá trị tăng lên từ trái phiếu chuyển đổi (do giá trị quyền chuyển đổi tăng lên) sẽ bù lại phần chi phí tăng của việc bán khống. Trong trường hợp giá cổ phiếu giảm thì nhà đầu tư chịu thiệt do giá trị trái phiếu chuyển đổi giảm (giá trị quyền chuyển đổi bằng 0) song thu lợi nhuận từ việc bán khống cổ phiếu. Trong cả hai trường hợp, nhà đầu tư đều có thể tạo được các khoản lợi nhuận chênh lệch mà không phụ thuộc vào chiều hướng biến động của cổ phiếu.

Chiến thuật 2: Một chiến thuật có thể khai thác chênh lệch giá trị của trái phiếu chuyển đổi có thể thực hiện bằng cách mua trái phiếu chuyển đổi và bán quyền chọn mua cổ phiếu.

Hình 3.1: Chiến thuật đầu tư chênh lệch trái phiếu chuyển đổi



Cụ thể các bước tiến hành như sau:

1. Mua trái phiếu chuyển đổi. Giá phí đầu tư gồm 2 phần đó là trái phiếu thông thường và quyền chọn mua cổ phiếu (quyền chuyển đổi). Để có vốn thực hiện đầu tư, nhà đầu tư thực hiện repo trái phiếu và chỉ phải bỏ ra một khoản tiền ký quỹ nhỏ. Nhà đầu tư trả lãi của một khoản vay có đảm bảo trong khi vẫn thu lãi từ trái phiếu chuyển đổi.

2. Thực hiện hợp đồng hoán đổi lãi suất nhằm giảm thiểu (hedge) rủi ro lãi suất. Giả sử trái phiếu chuyển đổi thanh toán lãi suất cố định, nhà đầu tư có thể hoán đổi trả lãi suất cố định, nhận lãi suất thả nổi. Thu nhập lãi suất thả nổi sẽ phù hợp đối với lãi suất thả nổi với khoản vay repo.

3. Thực hiện hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng CDS nhằm đảm bảo rủi ro tín dụng của trái phiếu. Nhà đầu tư phải chi trả một khoản phí bảo hiểm cho rủi ro tín dụng.

4. Bán quyền chọn mua cổ phiếu. Kết quả của việc này là trung hòa quyền mua số cổ phiếu. Nhà đầu tư sẽ thu được một khoản phí bù đắp cho giá phí đầu tư. Nếu số tiền bán được cao hơn chi phí bỏ ra thì nhà đầu tư sẽ có lãi.

3.5.2. Chiến thuật đầu tư chứng khoán nợ {5}

Đầu tư chứng khoán nợ gắn với nhiều rủi ro, đặc biệt là rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất. Để hạn chế rủi ro cũng như có chênh lệch giá từ đầu tư chứng khoán nợ, nhà đầu tư cần thực hiện một số chiến thuật sau:

Chiến thuật đầu tư trạng thái “trường”

Chiến thuật đầu tư trạng thái “trường” hay “mua và nắm giữ” là chiến thuật đầu tư truyền thống bằng việc mua và nắm giữ các loại chứng khoán nợ và chờ lên giá. Khi nắm giữ chứng khoán nợ, nhà đầu tư sẽ nhận được các khoản lãi định kỳ và sự thay đổi giá trị thị trường của chứng khoán (lãi/lỗ vốn). Như đã trình bày ở phần trên, giá trị thị trường của chứng khoán nợ phụ thuộc vào các nhân tố quyết định đến lợi suất của trái phiếu như lãi suất thị trường, biên độ tín dụng, tính thanh khoản của chứng khoán và các nhân tố khác.

$$RoR = (\Delta P + \text{Coupon} - \text{Carry}) / P_0$$



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

RoR: tỷ suất lợi nhuận

ΔP : sự thay đổi về giá ($P_1 - P_0$);

P_0 : giá trái phiếu thời điểm mua;

Coupon: cuống lãi suất thu được trong quá trình đầu tư;

Carry: chi phí tài chính cho việc nắm giữ trái phiếu. (tương đương lãi suất repo).

Đầu tư chứng khoán nợ có mức độ rủi ro thấp hơn so với các loại chứng khoán vốn. Đối với các loại chứng khoán nợ giản đơn, nhà đầu tư có thể chịu rủi ro giảm giá thị trường song họ vẫn có thể thu hồi giá vốn đầu tư vào kỳ đáo hạn. Vì vậy, tiềm năng lợi nhuận với chứng khoán nợ nói chung cũng bị hạn chế.

Nhà đầu tư thường nắm giữ trạng thái “trường” đối với chứng khoán nợ có thể vì do chính sách đầu tư liên quan quản trị rủi ro như hạn mức đầu tư hay nhu cầu đa dạng hóa rủi ro, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư tổ chức. Chiến thuật này cũng được áp dụng trong các trường hợp đầu cơ lên giá như:

- Tình hình kinh doanh của chủ thể phát hành dẫn đến khả năng thăng hạng định mức tín nhiệm, là giảm biên độ tín dụng.
- Khả năng cắt giảm lãi suất thị trường.
- Các sự kiện làm tăng giá chứng khoán nợ như mua bán, sáp nhập doanh nghiệp.

Chiến thuật đầu tư trạng thái “đoản”

Chiến thuật đầu tư trạng thái “đoản” là việc bán khống, thông qua đó duy trì một trạng thái “đoản” với kỳ vọng giá chứng khoán sẽ giảm xuống. Bán khống là việc bán chứng khoán nhà đầu tư chưa sở hữu, do đó nhà đầu tư phải đi vay chứng khoán trên thị trường

với kỳ vọng sẽ mua lại với giá thấp hơn trong tương lai. Như vậy, nếu như chiến thuật trường làm việc mua rẻ, bán đắt thì chiến thuật “đoản” là bán đắt, mua rẻ.

Chiến thuật “đoản” được áp dụng với các chứng khoán nợ trong các trường hợp sau:

- Tình hình kinh doanh của chủ thể phát hành dẫn đến khả năng xuống hạng định mức tín nhiệm, làm tăng biên độ tín dụng.
- Khả năng tăng lãi suất thị trường.
- Các sự kiện làm giảm giá chứng khoán như mua bán, sáp nhập doanh nghiệp.

Quy trình thực hiện “đoản” trái phiếu được thực hiện thông qua các bước cơ bản sau:

1. Nhà đầu tư vay trái phiếu muốn bán khống. Việc này thường được thực hiện thông qua nghiệp vụ reverse repo hoặc buy/sell back (mua và bán lại).

2. Nhà đầu tư sẽ thực hiện bán khống và mua lại trái phiếu trên thị trường để trả lại người cho vay.

3. Trong quá trình vay trái phiếu, mọi quyền lợi và trách nhiệm liên quan đến trái phiếu (lãi suất) sẽ thuộc về người cho vay.

Kết quả lợi nhuận của chiến thuật này có thể khái quát như sau:

$$\text{RoR} = (-\Delta P - \text{Coupon} + \text{Lãi cho vay}) / \text{Giá}$$

RoR: tỷ suất lợi nhuận;

ΔP : sự thay đổi về giá, kỳ vọng là sự thay đổi giảm giá;

P: giá trái phiếu ban đầu;



Coupon: lãi suất trong quá trình vay trái phiếu, phải trả lại cho người cho vay trái phiếu;

Lãi cho vay: tiền cho vay thông qua reverse repo.

Chiến thuật đầu tư chênh lệch đường cong lợi suất (Yield Curve Arbitrage)

Chiến thuật đầu tư chênh lệch đường cong lợi suất là chiến thuật buôn bán các trái phiếu khác nhau có các kỳ đáo hạn khác nhau trên đường cong lãi suất. Nhà đầu tư sẽ duy trì trạng thái “trường” đối với các trái phiếu “rẻ” và trạng thái “đoản” đối với trái phiếu “đắt” của cùng một chủ thể phát hành trên một đường cong lợi suất dựa vào các kỳ hạn khác nhau.

Nếu chiến thuật này thành công, nhà đầu tư sẽ thu được lợi nhuận trên cơ sở tất toán các trạng thái sản phẩm của mình khi đường cong lợi suất trở về trạng thái bình thường:

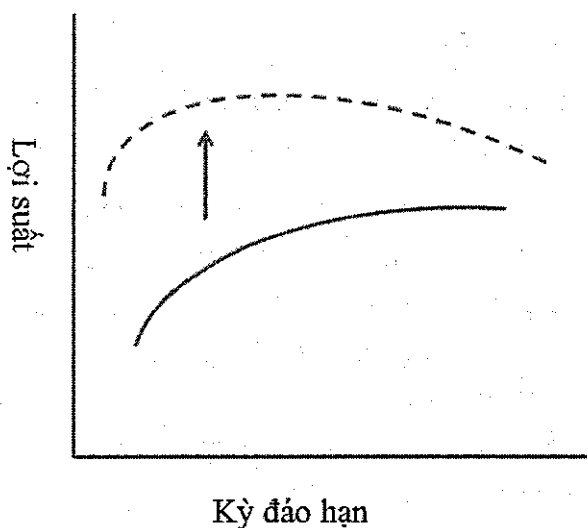
- Trái phiếu đoản giảm giá do lợi suất tăng lên.
- Trái phiếu trường tăng giá do lợi suất giảm xuống.
- Cả hai điều trên cùng xảy ra.

Rủi ro của chiến thuật này xảy ra khi đường lợi suất xuất biến động theo chiều ngược lại, tức lợi suất của trái phiếu đoản giảm (tăng giá), đồng thời lợi suất của trái phiếu trường tăng (giảm giá)

Việc đồng thời cùng duy trì trạng thái trường và đoản đối với cùng một đường cong lợi suất, nhà đầu tư đã giảm thiểu (hedge) rủi ro trong trường hợp đường cong lợi suất chuyển động song song lên hoặc xuống. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư không cá cược vào sự tăng giảm lãi suất trên thị trường dẫn đến việc dịch chuyển đường cong lợi suất. Nhà đầu tư chỉ cá cược vào sự biến động lợi suất của các kỳ hạn khác nhau trên cùng một đường cong lợi suất.

Chiến thuật này có thể áp dụng rất tốt trong trường hợp khi đường cong lợi suất chuyển động từ dạng lồi (normal) sang lõm (inverted) và ngược lại. Trong trường hợp này, nền kinh tế chuẩn bị chuyển sang thời kỳ khủng hoảng về thanh khoản dẫn đến nhu cầu huy động vốn ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể bán khống trái phiếu có kỳ hạn ngắn và mua trái phiếu có kỳ hạn dài. Khi khủng hoảng xảy ra, lãi suất thị trường tăng lên làm dịch chuyển cả đường cong lợi suất lên trên theo trục tung. Tuy nhiên, tốc độ tăng lợi suất của trái phiếu ngắn hạn sẽ cao hơn so với trái phiếu dài hạn. Do đó tốc độ giảm giá của trái phiếu ngắn hạn sẽ cao hơn so với tốc độ giảm giá của trái phiếu dài hạn. Lúc đó nhà đầu tư sẽ xác định thời điểm tắt toán giao dịch và các trạng thái đầu tư, thu lợi nhuận chênh lệch.

Hình 3.2: Đường lợi suất lồi chuyển sang lợi suất lõm



Ngày nay, các ngân hàng đầu tư phát triển các công cụ phần mềm phức tạp nhằm phát hiện ra các khoản chênh lệch bất thường xuất hiện trên đường cong lợi suất nhằm nhanh chóng tận dụng cơ hội này.

Chiến thuật chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền

Chiến thuật chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng tiền (interest arbitrage) là việc đầu tư trạng thái “trường” và “đoản” đồng thời với 2 loại chứng khoán nợ có gốc tiền tệ khác nhau nhằm ăn chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng tiền. Nhà đầu tư sẽ duy trì trạng thái “trường” đối với đồng tiền có lợi suất cao hơn và duy trì trạng thái “đoản” đối với đồng tiền có lợi suất thấp. Công cụ tài chính phù hợp đối với chiến thuật này thường là sản phẩm chứng khoán nợ có lãi suất cố định và có tính thanh khoản cao như trái phiếu kho bạc.

Nhà đầu tư có thể quyết định giảm thiểu rủi ro ngoại hối hoặc không giảm thiểu rủi ro ngoại hối. Trong trường hợp giảm thiểu rủi ro ngoại hối, chiến thuật đầu tư này gọi là “covered interest arbitrage”. Trong trường hợp không giảm thiểu rủi ro ngoại hối, chiến thuật đầu tư này gọi là “uncovered interest arbitrage”.

Chiến thuật chênh lệch lãi suất có giảm thiểu rủi ro ngoại hối (Covered Interest Arbitrage)

Đây là chiến thuật arbitrage “hoàn hảo” bởi nhà đầu tư có thể xác định chính xác khoản chênh lệch tại thời điểm thực hiện hợp đồng.

Để giảm thiểu rủi ro ngoại hối, nhà đầu tư có thể sử dụng một số sản phẩm phái sinh như hợp đồng mua bán ngoại tệ có kỳ hạn, hợp đồng tương lai ngoại tệ, hợp đồng hoán đổi hối đoái và hợp đồng quyền chọn ngoại tệ. Trong đó, hợp đồng hoán đổi hối đoái là thông dụng nhất. Hợp đồng hoán đổi hối đoái được hiểu là sự kết hợp 2 giao dịch mua bán giao ngay (spot) và hợp đồng có kỳ hạn (forward). Trạng thái ngoại tệ nhà đầu tư sẽ “trung hòa” đối với hợp đồng hoán đổi hối đoái, do đó loại bỏ rủi ro ngoại hối.

Ví dụ minh họa 1:

Một nhà đầu tư Mỹ có 1000 USD. Nếu nhà đầu tư trái phiếu kho bạc nhà nước Mỹ trong 6 tháng với lãi suất 4%/năm, anh ta sẽ thu được $1000 \times (1 + 4\% \times 180/360) = 1.020$ USD.

Tuy nhiên do VND có lãi suất (10% năm) cao hơn USD (4% năm) nên anh ta thực hiện chiến thuật chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng tiền bằng cách muốn chuyển đổi 1000 USD sang VND để mua trái phiếu chính phủ. Đồng thời giảm thiểu rủi ro ngoại hối bằng việc thực hiện giao dịch hoán đổi hối đoái.

- 1000 USD đổi sang được 18.000.000 VND (tỷ giá giao ngay USD/VND 18.000). Đồng thời cam kết hợp đồng có kỳ hạn mua USD bán VND sau 6 tháng với tỷ giá 18.200;

- Đầu tư 18.000.000 VND vào trái phiếu kho bạc lãi suất 10%/năm trong 6 tháng thu được $18.000.000 \times (1 + 10\% \times 180/360) = 18.900.000$ VND.

- Chuyển số tiền VND sang USD theo hợp đồng có kỳ hạn đã ký kết, thu được $18.900.000/18.200 = 1038,5$ USD. Như vậy so với việc đầu tư tại Mỹ, anh ta thu được khoản chênh lệch là: $1.038,5 - 1.020 = 18,5$ USD. Khoản chênh lệch này được lượng hóa ngay tại thời điểm đầu tư và hoàn toàn chắc chắn do nhà đầu tư đã phòng tránh rủi ro tỷ giá thông qua hợp đồng hoán đổi ngoại hối.

Dựa vào ví dụ minh họa trên, nhà đầu tư sẽ đạt điểm hòa vốn (không có arbitrage) khi tương quan lãi suất và tỷ giá giữa 2 đồng tiền được các định cân bằng như sau:

$$Y_f = Y_s + \left(\frac{S}{F} - 1 \right) \times \frac{360}{T}$$

Y_f : lãi suất của trái phiếu có gốc ngoại tệ;

Y_s : lãi suất của trái phiếu có gốc nội tệ;

S : tỷ giá giao giữa 2 đồng tiền;

F: tỷ giá có kỳ hạn giữa 2 đồng tiền;

T: thời hạn đầu tư tính theo ngày.

Chiến thuật này khai thác sự chênh lệch giữa lãi suất và tỷ giá ngoại hối có kỳ hạn nhằm tạo lợi nhuận cho nhà đầu tư.

Nếu $vế\ trái > vế\ phải$, lúc đó cơ hội chênh lệch bắt đầu xuất hiện và nhà đầu tư lập tức có thể khai thác bằng cách chuyển đổi nội tệ sang ngoại tệ để đầu tư trái phiếu ngoại tệ. Ngược lại, nhà đầu tư có thể vay ngoại tệ để đầu tư trái phiếu nội tệ.

Công thức trên chưa tính đến chi phí giao dịch, rủi ro quốc gia và giả định việc lưu chuyển tiền tệ giữa 2 quốc gia cũng như hợp đồng hedge rủi ro ngoại hối được thực hiện dễ dàng. Trong thực tế các nhà đầu tư có nhiều rào cản pháp lý để tận dụng các cơ hội chênh lệch.

Chiến thuật chênh lệch lãi suất không giảm thiểu rủi ro ngoại hối (Uncovered Interest Arbitrage)

Đối với chiến thuật “Uncovered Interest Arbitrage”, nhà đầu tư không hedge rủi ro ngoại hối. Nhà đầu tư tính toán được phần lợi nhuận từ chênh lệch lãi suất danh nghĩa giữa hai đồng tiền song không tính được chi phí rủi ro biến động tỷ giá. Tùy theo biến động tỷ giá tại thời điểm tắt toán hợp đồng so với thời điểm ban đầu, nhà đầu tư có thể kết thúc giao dịch với khoản lãi hoặc lỗ ròng. Do đó chiến thuật này tương đối rủi ro.

Chiến thuật này phát huy hiệu quả nếu khoản chênh lệch lãi suất có thể bù đắp được tốc độ mất giá của đồng tiền trong khoảng thời gian thực hiện chiến thuật.

Về mặt lý thuyết, tỷ giá giữa hai đồng tiền luôn được điều chỉnh dựa theo lãi suất theo nguyên tắc cân bằng lãi suất (interest rate parity). Nếu lý thuyết này hoạt động một cách hiệu quả thì khoản chênh lệch này sẽ bị thị trường triệt tiêu nhanh chóng. Nói một cách khác, phần

chênh lệch lãi suất bị triệt tiêu bởi phần lỗ do chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên trong thực tế, thị trường không hoạt động hiệu quả hoàn toàn nên việc áp dụng chiến lược chênh lệch lãi suất không giảm thiểu rủi ro ngoại hối vẫn có thể mang lại lợi nhuận.

Ví dụ minh họa 2:

Sử dụng dữ liệu trong ví dụ minh họa 1 song nhà đầu tư không giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Do đó nhà đầu tư không ký hợp đồng hoán đổi hối đoái. Sau 6 tháng, nhà đầu tư thu được số tiền 18.900.000 VND và sẽ chuyển đổi sang USD để chuyển về nước. So với số tiền thu được nếu đầu tư USD trong nước là 1020 USD thì tỷ giá hòa vốn là $1 \text{ USD} = 18.530 \text{ VND}$. Nếu tỷ giá thực tế $\text{USD/VND} < 18.530$ thì nhà đầu tư sẽ lãi và ngược lại.

Trong trường hợp nhà đầu tư vay một đồng tiền để đầu tư vào một đồng tiền khác, chiến thuật này được gọi là “carry trade”. Lãi suất vay đồng tiền được gọi là “carry cost”. Chiến thuật “carry trade” thường áp dụng cho cặp đồng tiền chênh lệch và tỷ giá ổn định. Đồng tiền vay thông dụng nhất là JPY do lãi suất thấp và đồng tiền đầu tư thường là USD, EUR và AUD. Ngày nay “carry trade” trở nên rất thông dụng và được các quỹ đầu cơ sử dụng với quy mô lớn tạo ra các dòng tiền thông minh chảy qua lại giữa các quốc gia.

Chiến thuật đầu tư chênh lệch hội tụ (Convergence Arbitrage)

Chiến thuật đầu tư chênh lệch hội tụ là việc khai thác cơ hội chênh lệch trên thị trường trong quá trình tiệm tiến về điểm cân bằng. Các nhà đầu tư theo chiến thuật này có quan điểm rằng thị trường hoạt động tương đối hiệu quả, tức là thị trường có thể định giá mọi thông tin vào trong giá chứng khoán trong một thời gian ngắn. Tuy nhiên cũng có những giai đoạn thị trường không hoàn toàn hiệu quả và lợi nhuận có thể được khai thác trong quá trình thị trường tiệm tiến về điểm cân bằng.



Ví dụ minh họa:

Salomon Brothers (nay thuộc Citigroup) là một ngân hàng đầu tư với thế mạnh kinh doanh trái phiếu trong những năm 1980. Năm 1988, Salomon Brothers nhận thấy sự lo ngại trên thị trường tín dụng bất động sản nhà ở cho giá trái phiếu có gốc tín dụng bất động sản (MBS) sụt giảm mạnh so với trái phiếu chính phủ có cùng kỳ hạn. Biên độ tín dụng tăng từ 1% lên 1,5%. Salomon Brothers tin tưởng thị trường bình ổn lại, MBS sẽ tăng giá trở lại mức bình thường.

Chiến thuật: Salomon Brothers đã tiến hành mua trái phiếu MBS và bán không trái phiếu kho bạc để cân đối luồng tiền và trung hòa rủi ro lãi suất. Trong quá trình đầu cơ, Salomon Brothers thu lợi suất cao trên trái phiếu MBS và trả lợi suất thấp trên trái phiếu kho bạc. Khi thị trường hồi phục, giá MBS tăng mạnh hơn so với giá trái phiếu kho bạc. Salomon Brothers tất toán giao dịch bằng việc bán trái phiếu MBS và mua trái phiếu kho bạc để cân bằng trạng thái sản phẩm.

Rủi ro: Rủi ro lớn nhất đối với chiến thuật này nếu xảy ra khủng hoảng thị trường tín dụng làm cho giá trái phiếu MBS tiếp tục giảm. Một rủi ro nữa là lãi suất thị trường giảm làm cho việc thanh toán sớm gốc trái phiếu MBS. Trong trường hợp này, Salomon Brothers có thể bị rủi ro tái đầu tư.

Kết quả thực tế: Salomon Brothers mua 5 tỷ USD MBS, lợi suất 10,5%. Bán không 5 tỷ USD trái phiếu kho bạc, lợi suất 9%. Đồng thời để giảm thiểu rủi ro lãi suất, Salomon Brothers mua quyền chọn lãi suất với mức phí 0,5%/giá trị giao dịch (25 triệu USD)/năm. Sau mỗi năm, MBS mang lại 75 triệu USD thu nhập lãi suất chênh lệch. Trừ đi phí mua quyền chọn lãi suất 25 triệu USD còn lại 50 triệu USD. Tổng sau 3 năm phần chênh lãi suất thu được 150 triệu USD. Khi biên độ tín dụng trở về mức thông thường (1%), Salomon Brothers tiến hành

tất toán giao dịch bằng cách bán MBS và mua trái phiếu kho bạc. Do giá MBS tăng lên, phần lãi vốn tổng cộng là 125 triệu USD. Như vậy tổng cộng chiến thuật này mang lại số lợi nhuận 275 triệu USD.

Chiến thuật đầu tư chênh lệch từ cơ cấu sản phẩm (Structured Arbitrage)

Chiến thuật đầu tư chênh lệch từ cơ cấu sản phẩm còn được gọi là đầu tư chênh lệch trên thị trường sơ cấp. Mục tiêu của chiến thuật này là tìm ra và khai thác các cơ hội chênh lệch lợi nhuận thông qua cơ cấu và lai ghép các sản phẩm mới trên thị trường sơ cấp.

Một ví dụ đơn giản về cơ cấu chứng khoán nợ đó là sản phẩm STRIPS.

**Strips (Separate trading of Registered interest and principal Securities) là việc gia công chế biến các dòng tiền phát sinh từ gốc và lãi trái phiếu và kỳ phiếu kho bạc (với lãi suất trả sau) thành các trái phiếu có lãi suất trả trước nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư của khách hàng. Strips không phải do Chính phủ phát hành mà do các Ngân hàng đầu tư phát hành dựa trên các kỳ phiếu và trái phiếu kho bạc. Việc thanh toán Strips được đảm bảo như đối với trái phiếu và kỳ phiếu kho bạc, do đó gần như không có rủi ro tín dụng. Có 2 loại Strips đó là Strips gốc và Strips lãi.*

Đặc điểm của Strips:

- + Kỳ hạn trên 1 năm
- + Gần như không có rủi ro tín dụng (được đảm bảo bởi trái phiếu và kỳ phiếu kho bạc)
- + Trả lãi trước, do đó loại bỏ được rủi ro tái đầu tư

Ngân hàng đầu tư đã thiết kế ra các trái phiếu giảm thiểu rủi ro tái đầu tư, đáp ứng nhu cầu thị trường và thông qua đó, khai thác được



lợi nhuận chênh lệch. Lợi suất của STRIPS được định giá thấp hơn so với trái phiếu kho bạc có kỳ hạn tương đương và đó là cách khai thác chênh lệch giá của ngân hàng đầu tư.

Chứng khoán hóa cũng là một nghiệp vụ điển hình về các sáng tạo cơ cấu tài chính hình thành nên các loại sản phẩm mới nhằm đáp ứng các nhu cầu của thị trường.

Ngân hàng đầu tư với vai trò trung gian có thể kiếm được cái khoản lợi nhuận khổng lồ thông qua việc cơ cấu sản phẩm.

3.5.3. Chiến thuật đầu tư chứng khoán phái sinh {12}

Chiến thuật đầu tư quyền chọn

Hợp đồng lựa chọn hay hợp đồng quyền chọn (options) là một công cụ chứng khoán phái sinh, trong đó người sở hữu có quyền, không phải nghĩa vụ, mua hoặc bán một lượng nhất định hàng hoá hoặc tài sản cơ sở (underlying asset) với mức giá xác định trước trong một khoảng thời gian hoặc vào một thời điểm nhất định trong tương lai.

Tài sản cơ sở có thể là các chứng khoán, các chỉ số chứng khoán, các ngoại tệ, công cụ nợ, hàng hoá, hoặc thậm chí là các loại hợp đồng tương lai.

Về cơ bản, có hai loại hợp đồng lựa chọn. Hợp đồng quyền mua (call option) cho phép người nắm giữ có quyền mua tài sản cơ sở trong một khoảng thời gian hoặc vào một thời điểm xác định trong tương lai với một mức giá ấn định trước. Mức giá được ấn định sẽ mua hoặc bán tài sản tại một thời điểm trong tương lai được gọi là *giá thực hiện* (exercise price hoặc strike price); ngày của hợp đồng gọi là *ngày hết hạn* (expiration date), *ngày thực hiện* (exercise date) hoặc *ngày đáo hạn* (maturity date). Người sở hữu hợp đồng quyền mua sẽ thực hiện hợp đồng khi mức giá thực hiện thấp hơn mức giá cổ phiếu

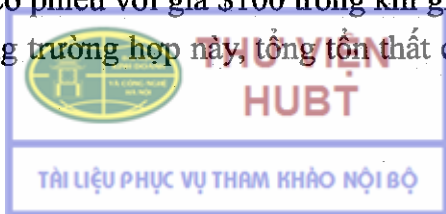
trên thị trường tại thời điểm thực hiện hợp đồng. Trong trường hợp mức giá thực hiện cao hơn mức giá cổ phiếu hiện tại trên thị trường thì người sở hữu sẽ để hợp đồng hết hạn mà không thực hiện quyền.

Ngược lại, hợp đồng quyền bán (put option) cho phép người nắm giữ có quyền bán tài sản cơ sở trong một khoảng thời gian hoặc vào một ngày xác định trong tương lai với một mức giá xác định, thường được mong đợi là cao hơn mức giá hiện tại. Người sở hữu quyền chọn bán sẽ thực hiện hợp đồng khi giá thực hiện cao hơn mức giá cổ phiếu hiện tại trên thị trường và sẽ không thực hiện hợp đồng nếu xảy ra trường hợp ngược lại.

Hợp đồng quyền chọn kiểu Mỹ cho phép người nắm giữ có thể thực hiện quyền vào bất cứ lúc nào kể từ khi mua hợp đồng cho đến hết ngày hết hạn còn Hợp đồng quyền chọn kiểu Châu Âu chỉ cho phép người nắm giữ thực hiện quyền vào ngày hết hạn. Hợp đồng quyền chọn kiểu châu Âu thường dễ phân tích hơn Hợp đồng quyền chọn kiểu Mỹ do có tính ổn định cao hơn.

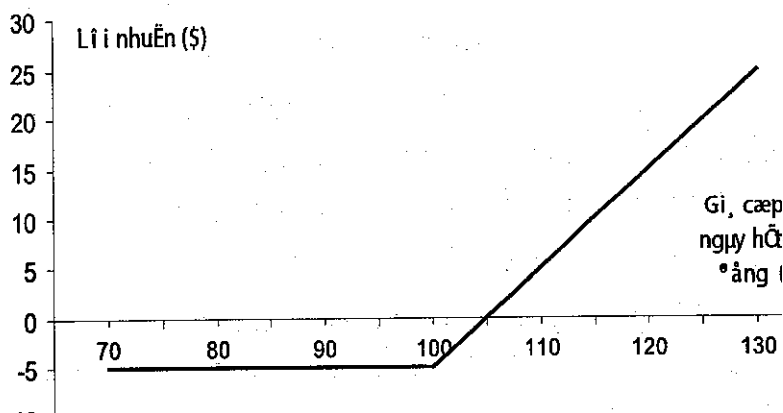
Một điểm đáng lưu ý của Hợp đồng quyền chọn là người nắm giữ hợp đồng có thể lựa chọn việc thực hiện hoặc không thực hiện nghĩa vụ, đây là điểm khác biệt căn bản của Hợp đồng quyền chọn với các hợp đồng tương lai hoặc hợp đồng kỳ hạn.

Ví dụ về hợp đồng quyền chọn: Một người đầu tư mua 100 Hợp đồng quyền chọn mua kiểu châu Âu để mua cổ phiếu IBM với giá \$100. Giả sử giá cổ phiếu hiện thời là \$98, hợp đồng sẽ hết hạn trong 2 tháng và giá của hợp đồng quyền chọn là \$5. Do là hợp đồng quyền chọn kiểu châu Âu nên người mua chỉ được phép mua cổ phiếu IBM vào ngày kết thúc hợp đồng. Nếu giá cổ phiếu IBM vào ngày đó dưới \$100 thì người đầu tư sẽ không thực hiện quyền. (Không người đầu tư nào lại mua một cổ phiếu với giá \$100 trong khi giá trên thị trường lại dưới \$100). Trong trường hợp này, tổng tổn thất của người đầu tư



là \$500 (tương ứng với giá trị của 100 hợp đồng quyền chọn, giá mỗi hợp đồng là \$5). Nếu giá của cổ phiếu vào ngày thanh toán hợp đồng tăng cao trên \$100 thì người đầu tư sẽ thực hiện hợp đồng. Giả sử giá cổ phiếu lúc đó là \$115. Khi thực hiện hợp đồng, người đầu tư sẽ mua được cổ phiếu với giá \$100. Nếu cổ phiếu được bán ngay lập tức thì người đầu tư thu lợi \$15 mỗi cổ phiếu hay \$1500, bỏ qua chi phí giao dịch. Khi trừ đi chi phí mua hợp đồng quyền chọn (với giá \$5/hợp đồng) thì lợi nhuận ròng của người đầu tư sẽ là \$10 cho mỗi hợp đồng, tức là \$1000 cho 100 hợp đồng (bỏ qua giá trị theo thời gian của đồng tiền). Sơ đồ dưới đây mô tả kết quả ròng (lãi hoặc lỗ) trên một hợp đồng biến thiên phụ thuộc vào giá thị trường của cổ phiếu.

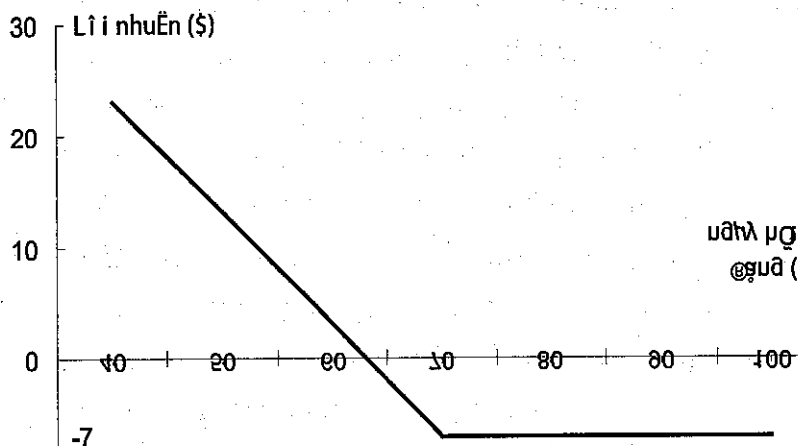
Hình 3.3. Lợi nhuận từ việc mua một hợp đồng quyền chọn mua cổ phiếu IBM kiểu châu Âu: giá hợp đồng quyền chọn = \$5, giá thực hiện = \$100



Một điểm đáng chú ý là trong một số trường hợp tuy lỗ nhưng người đầu tư vẫn thực hiện hợp đồng vì nếu không thực hiện thì số lỗ sẽ còn lớn hơn. Ví dụ, trường hợp giá cổ phiếu là \$103 vào ngày hết hạn, nếu thực hiện hợp đồng thì nhà đầu tư sẽ lỗ \$200 (mức lỗ = \$103 - \$105 - \$5 = -\$2 trên mỗi hợp đồng). Song kết quả này còn tốt hơn mức lỗ \$500 do không thực hiện hợp đồng (vì giá mỗi hợp đồng là \$5).

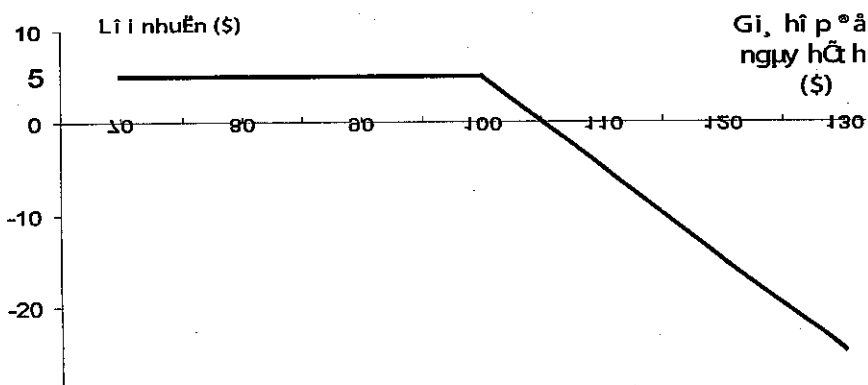
Ngược lại so với hợp đồng quyền chọn mua, người mua hợp đồng quyền chọn bán hy vọng là giá cổ phiếu sẽ giảm trong tương lai. Một người đầu tư mua một hợp đồng quyền chọn bán kiểu châu Âu để bán cổ phiếu Exxon với giá \$70. Giả sử giá của cổ phiếu hiện thời là \$66 và hợp đồng sẽ hết hạn sau 3 tháng, giá của hợp đồng quyền chọn là \$7. Do đây là hợp đồng quyền chọn bán kiểu châu Âu nên người sở hữu hợp đồng này chỉ thực hiện quyền bán nếu vào ngày hết hạn hợp đồng, giá cổ phiếu giảm xuống dưới \$70. Giả sử vào ngày đó, giá cổ phiếu giảm xuống đến \$50. Khi đó, người đầu tư mua 100 cổ phiếu với giá \$50 trên thị trường và thực hiện quyền chọn bán để bán ngay cổ phiếu đó với giá \$70 và thu chênh lệch \$20 mỗi cổ phiếu, hay \$2000 cho 100 cổ phiếu (trong trường hợp này chi phí giao dịch cũng được bỏ qua). Khi tính cả chi phí mua hợp đồng quyền chọn, thu nhập ròng của người đầu tư sẽ là \$13 mỗi cổ phiếu, tương đương \$1300 cho 100 cổ phiếu. Dĩ nhiên là đến ngày thực hiện quyền mà giá cổ phiếu tăng cao hơn \$70 thì người đầu tư sẽ để hợp đồng hết hạn mà không thực hiện quyền, tổn thất sẽ là \$7 cho mỗi quyền chọn, tương đương \$700.

Hình 3.4. Lợi nhuận từ việc mua một hợp đồng quyền chọn bán cổ phiếu Exxon kiểu châu Âu: giá hợp đồng quyền chọn = \$7, giá thực hiện = \$70

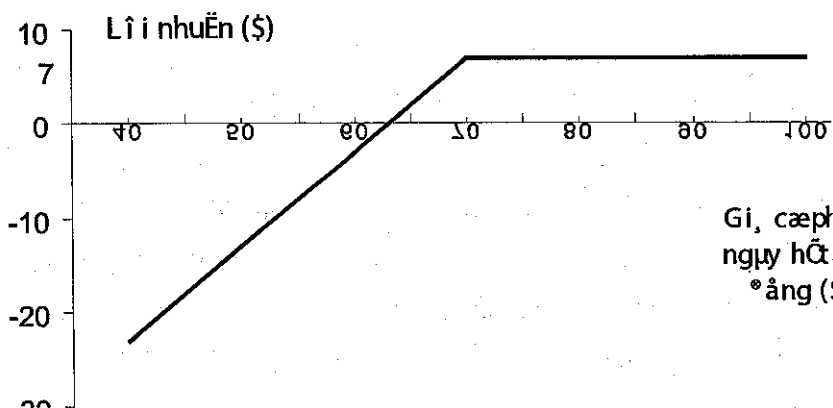


Trên đây chúng ta đã phân tích ví dụ về hợp đồng quyền chọn trên giác độ của người mua các hợp đồng này. Xét trên giác độ của người bán những hợp đồng quyền chọn kể trên, Hình 3. 3 và 3. 4 sẽ thể hiện lợi nhuận từ việc bán hợp đồng quyền chọn mua và chọn bán tương ứng.

Hình 3.5. Lợi nhuận từ việc bán một hợp đồng quyền chọn mua cổ phiếu IBM kiểu châu Âu: giá hợp đồng quyền chọn = \$5, giá thực hiện = \$100



Hình 3.6. Lợi nhuận từ việc bán một hợp đồng quyền chọn bán cổ phiếu Exxon kiểu châu Âu: giá hợp đồng quyền chọn = \$7, giá thực hiện = \$70



Các loại hợp đồng quyền chọn

Các hợp đồng quyền chọn thường được phân loại dựa theo tài sản cơ sở cho hợp đồng. Tương ứng với mỗi một loại tài sản có một hợp đồng quyền chọn nhất định. Các loại hợp đồng quyền chọn thường gặp bao gồm hợp đồng quyền chọn mua bán cổ phiếu, hợp đồng quyền chọn mua bán ngoại tệ, hợp đồng quyền chọn mua bán chỉ số chứng khoán, hợp đồng quyền chọn mua bán hợp đồng tương lai.

a) Hợp đồng quyền chọn mua bán cổ phiếu (Stock Options)

Như tên gọi đã chỉ ra, hợp đồng này cho phép người sở hữu có quyền, không phải nghĩa vụ, mua bán một loại cổ phiếu nhất định với một mức giá định trước trong một khoảng thời gian hoặc vào một thời điểm trong tương lai.

Tại Mỹ, theo quy định, mỗi hợp đồng cho phép người sở hữu có quyền mua hoặc bán 100 cổ phiếu với mức giá xác định trước. Việc quy định như vậy tạo thuận lợi cho việc giao dịch hợp đồng quyền chọn bởi vì bản thân các cổ phiếu làm tài sản cơ sở được

giao dịch trên các sở giao dịch chứng khoán cũng có đơn vị lô chuẩn là 100 cổ phiếu.

b) Hợp đồng quyền chọn mua bán ngoại tệ (Foreign Currency Options)

Loại hợp đồng này phổ biến là các hợp đồng quyền chọn mua bán kiểu châu Âu và kiểu Mỹ trên đồng đô la Úc, bảng Anh, đô la Canada, mark Đức, franc Pháp, yen Nhật và franc Thụy Sĩ. Quy mô của mỗi hợp đồng phụ thuộc vào loại ngoại tệ. Ví dụ, trong trường hợp đồng bảng Anh, mỗi hợp đồng quyền chọn cho phép người sở hữu mua hoặc bán 31.250 bảng, trong trường hợp đồng yen Nhật, mỗi hợp đồng cho phép người sở hữu mua hoặc bán 6,25 triệu yen theo mức giá xác định trước.

c) Hợp đồng quyền chọn mua bán chỉ số chứng khoán (Index Options)

Có nhiều loại hợp đồng quyền chọn mua bán chỉ số chứng khoán được giao dịch. Chẳng hạn tại Mỹ, các chỉ số phổ biến nhất là chỉ số S&P 100 và S&P 500. Hợp đồng quyền chọn mua bán chỉ số S&P 500 là hợp đồng kiểu châu Âu trong khi Hợp đồng quyền chọn mua bán chỉ số S&P 100 là hợp đồng kiểu Mỹ. Mỗi hợp đồng cho phép người sở hữu có quyền mua hoặc bán $100 \times$ chỉ số tại mức giá xác định trước. Việc thanh toán được thực hiện bằng tiền mặt thay vì việc chuyển giao các chứng khoán thuộc danh mục chỉ số. Ví dụ, một hợp đồng quyền chọn mua chỉ số S&P 100 với mức giá 280. Nếu hợp đồng này được thực hiện khi chỉ số đạt 292 điểm, người bán hợp đồng quyền chọn trả cho người mua $(292-280) \times 100 = \$1.200$.

d) Hợp đồng quyền chọn mua bán hợp đồng tương lai (Futures Options)

Đối với hợp đồng quyền chọn mua bán hợp đồng tương lai, tài sản cơ sở là một hợp đồng tương lai. Hiện nay hợp đồng quyền chọn

mua bán hợp đồng tương lai khá phổ biến đối với hầu hết các loại tài sản có hợp đồng tương lai. Khi một người sở hữu một hợp đồng quyền chọn mua hợp đồng tương lai thực hiện quyền, người này sẽ sở hữu một hợp đồng tương lai cộng với một khoản tiền mặt bằng với khoản chênh lệch giữa giá của hợp đồng tương lai và giá thực hiện của hợp đồng quyền chọn. Khi một người sở hữu một hợp đồng quyền chọn bán hợp đồng tương lai thực hiện quyền, người này sẽ bán hợp đồng tương lai và thu về khoản chênh lệch giữa giá thực hiện hợp đồng quyền chọn và giá của hợp đồng tương lai. Trong cả hai trường hợp, nếu hợp đồng tương lai có giá trị bằng không sẽ bị tất toán ngay lập tức. Khi đó, thu nhập từ hợp đồng quyền chọn mua bán hợp đồng tương lai tương tự như thu nhập từ hợp đồng quyền chọn mua bán cổ phiếu với giá cổ phiếu được thay bằng giá của hợp đồng tương lai. Hợp đồng quyền chọn mua bán hợp đồng tương lai được thực hiện nhiều nhất là hợp đồng quyền chọn mua bán tương lai trái phiếu kho bạc. Các hợp đồng về ngô, đậu, dầu thô, gia súc sống vàng, đô la châu Âu và một số loại tiền cũng khá phổ biến.

Ví dụ, một người đầu tư mua một hợp đồng quyền chọn mua hợp đồng tương lai có các yếu tố sau: giá thực hiện của hợp đồng quyền chọn là \$90, giá của hợp đồng quyền chọn là \$3. Trong trường hợp giá của hợp đồng tương lai trên thị trường là \$100, người đầu tư sẽ thực hiện quyền mua hợp đồng tương lai với giá \$90. Nếu ngay sau đó, người đầu tư bán lại hợp đồng tương lai này với giá \$100 thì sẽ thu được \$10 trên mỗi hợp đồng, trừ chi phí mua hợp đồng quyền chọn là \$3, lợi nhuận trên mỗi hợp đồng là \$7. Nếu người này mua 100 hợp đồng thì tổng lợi nhuận sẽ là \$700.

Trong số các hợp đồng nêu trên, hợp đồng quyền chọn mua bán cổ phiếu là tiêu biểu và phổ thông nhất. Vì vậy, trong các nội dung tiếp theo, chúng ta chỉ tập trung nghiên cứu sâu về hợp đồng quyền chọn mua bán cổ phiếu.



Các nhân tố ảnh hưởng tới giá của hợp đồng quyền chọn

Có sáu yếu tố ảnh hưởng tới giá của Hợp đồng quyền chọn cổ phiếu, bao gồm:

- Giá hiện thời của cổ phiếu;
- Giá thực hiện;
- Thời gian đến khi đáo hạn;
- Mức độ biến động của giá cổ phiếu;
- Lãi suất phi rủi ro;
- Cổ tức dự kiến được nhận trong suốt thời gian nắm giữ hợp đồng quyền chọn.

Sau đây, chúng ta sẽ lần lượt xem xét các yếu tố ảnh hưởng tới mức giá của hợp đồng quyền chọn trong điều kiện giữ nguyên các yếu tố khác không đổi. Kết quả được tổng hợp trong Bảng 3.1 dưới đây.

Giá cổ phiếu và giá thực hiện

Nếu được thực hiện vào một thời điểm trong tương lai thì thu nhập của hợp đồng quyền chọn mua được xác định là khoản chênh lệch giữa giá hiện hành của cổ phiếu và giá thực hiện. Vì thế, hợp đồng quyền chọn mua càng có giá cao khi giá hiện tại của cổ phiếu tăng và giảm giá trị khi giá thực hiện tăng. Đối với hợp đồng quyền bán thì thu nhập của nó bằng với khoản chênh lệch giữa giá thực hiện và giá cổ phiếu trên thị trường hiện tại. Do đó, hợp đồng quyền chọn bán sẽ ngược với hợp đồng quyền chọn mua, giá trị của nó sẽ giảm khi giá cổ phiếu tăng và tăng khi giá thực hiện tăng.

Bảng 3.1. Các yếu tố ảnh hưởng tới giá của Hợp đồng quyền chọn cổ phiếu trong điều kiện tăng một yếu tố và giữ các yếu tố khác không đổi

Các yếu tố	Khi yếu tố thay đổi	Hợp đồng quyền mua Châu Âu	Hợp đồng quyền bán Châu Âu	Hợp đồng quyền mua kiểu Mỹ	Hợp đồng quyền bán kiểu Mỹ
Giá cổ phiếu	+	+	-	+	-
Giá thực hiện	+	-	+	-	+
Thời gian đến khi hết hạn	+	N/A	N/A		+
Mức độ biến động giá cổ phiếu	+	+	+	+	+
Lãi suất phi rủi ro	+	+	-	+	-
Cổ tức	+	-	+	-	+

Thời gian đến khi đáo hạn

Cả hợp đồng quyền chọn mua và chọn bán kiểu Mỹ đều càng giảm giá trị khi càng gần đến ngày hết hạn. Để phân tích, chúng ta sẽ xem xét hai hợp đồng quyền chọn có các yếu tố giống nhau chỉ trừ thời gian tính đến khi đáo hạn. Vì là hợp đồng quyền chọn kiểu Mỹ cho phép người sở hữu thực hiện quyền vào bất kỳ thời điểm nào nên hợp đồng quyền chọn nào có kỳ hạn càng dài thì càng có nhiều cơ hội để người sở hữu thực hiện hợp đồng với các mức sinh lợi hấp dẫn. Vì

thế giá trị của hợp đồng quyền chọn phải cao hơn hoặc ít nhất là bằng với giá của hợp đồng quyền chọn ngắn hạn.

Đối với hợp đồng quyền chọn kiểu châu Âu, thời gian đến khi đáo hạn không ảnh hưởng tới giá của hợp đồng vì người sở hữu chỉ được thực hiện hợp đồng vào ngày hết hạn.

Biến động giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu biến động mạnh có nghĩa có nhiều khả năng giá cổ phiếu hoặc là tăng rất cao hoặc là giảm rất thấp. Đối với người nắm giữ cổ phiếu thì hai trạng thái này có xu hướng bù trừ cho nhau. Tuy nhiên, điều này không đúng đối với người sở hữu hợp đồng quyền chọn mua hoặc hợp đồng quyền chọn bán. Người sở hữu hợp đồng quyền chọn mua sẽ thu càng nhiều lợi khi cổ phiếu càng tăng giá nhưng chỉ bị lỗ trong một giới hạn nhất định khi giá cổ phiếu giảm vì tổn thất lớn nhất chỉ là giá (chi phí mua) của hợp đồng quyền chọn mà thôi. Tương tự, người sở hữu hợp đồng quyền chọn bán sẽ thu lợi nhiều khi giá cổ phiếu giảm nhiều và trong trường hợp giá cổ phiếu tăng thì tổn thất chỉ giới hạn trong giá mua hợp đồng quyền chọn bán mà thôi. Vì vậy, giá trị của hợp đồng quyền chọn bán và của hợp đồng quyền chọn mua tăng khi độ biến động giá cổ phiếu tăng.

Lãi suất phi rủi ro

Tác động của lãi suất phi rủi ro tới giá của một hợp đồng quyền chọn không thể hiện rõ ràng như đối với các yếu tố khác. Khi lãi suất trong nền kinh tế tăng, tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng của giá cổ phiếu có xu hướng tăng lên. Tuy nhiên, khi lãi suất tăng thì giá trị hiện tại của luồng tiền tương lai của người nắm giữ hợp đồng quyền chọn lại giảm xuống. Cả hai nhân tố này đều có xu hướng làm giảm giá của hợp đồng quyền chọn bán. Do đó, giá của hợp đồng quyền chọn bán giảm khi lãi suất tăng. Trong trường hợp của hợp đồng quyền chọn mua,

nhân tố thứ nhất có xu hướng làm tăng giá của hợp đồng quyền chọn mua trong khi nhân tố thứ hai làm giảm giá của hợp đồng quyền chọn mua. Nhân tố thứ nhất thường được thấy là có tác động mạnh tới giá của hợp đồng quyền chọn mua hơn nhân tố thứ hai, làm cho giá của hợp đồng quyền chọn mua tăng khi lãi suất phi rủi ro tăng.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng nhận định trên đây được dựa trên giả định các điều kiện khác không thay đổi. Song trên thực tế thì khi lãi suất tăng (giảm), giá cổ phiếu thường có xu hướng giảm (tăng). Kết quả ròng của ảnh hưởng từ thay đổi lãi suất và thay đổi giá cổ phiếu có thể sẽ khác với kết quả nêu trên đây.

Cổ tức

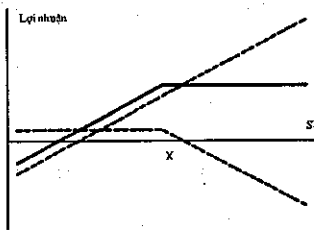
Giá chứng khoán sẽ giảm vào ngày hết quyền nhận cổ tức. Điều này không có lợi cho hợp đồng quyền chọn mua song lại có lợi cho hợp đồng quyền chọn bán. Vì thế, giá trị của hợp đồng quyền chọn mua tỷ lệ nghịch trong khi giá trị của hợp đồng quyền chọn bán tỷ lệ thuận với lượng cổ tức được trả.

Một số chiến lược giao dịch hợp đồng quyền chọn

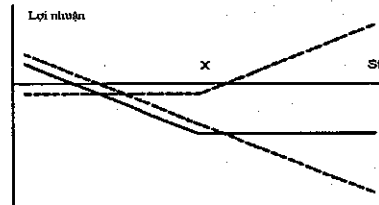
a. Chiến lược sử dụng một hợp đồng quyền chọn và một cổ phiếu

Có một số chiến lược khác nhau mà trong đó sử dụng một hợp đồng quyền chọn và một cổ phiếu, được minh họa trong các sơ đồ sau. Trong đó đường liền nét biểu hiện mối quan hệ giữa tổng lợi nhuận của việc sử dụng kết hợp một cổ phiếu và một hợp đồng quyền chọn với giá cổ phiếu còn đường đứt đoạn thể hiện mối quan hệ giữa thu nhập của việc mua/bán riêng rẽ cổ phiếu và mua/bán hợp đồng quyền chọn với giá cổ phiếu.

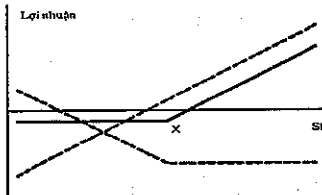
Sơ đồ 3.1. Lợi nhuận của các chiến lược sử dụng một hợp đồng quyền chọn và một cổ phiếu



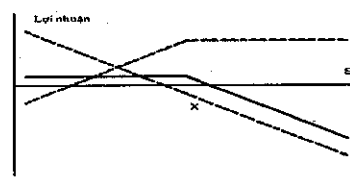
(a). Mua một cổ phiếu và bán một hợp đồng quyền chọn mua



(b). Bán một cổ phiếu và mua một hợp đồng quyền chọn mua



(c). Mua một cổ phiếu và mua một hợp đồng quyền chọn bán



(d). Bán một cổ phiếu và bán một hợp đồng quyền chọn bán

Trong đó X là giá thực hiện

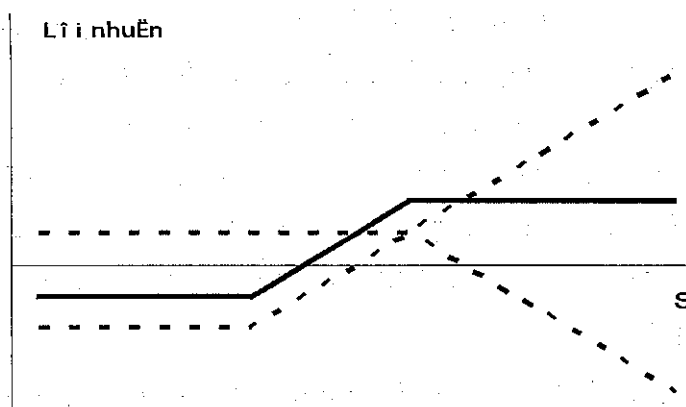
b. Chiến lược dàn trải (Spreads)

Chiến lược dàn trải là chiến lược sử dụng ít nhất hai loại hợp đồng quyền chọn cùng loại, ví dụ hai hợp đồng quyền chọn mua hoặc hai hợp đồng quyền chọn bán.

Chiến lược mua một hợp đồng quyền chọn mua và bán một hợp đồng quyền chọn mua với giá thực hiện cao hơn (Bull spreads)

Bull spread là chiến lược dàn trải phổ biến nhất bằng cách mua một hợp đồng quyền chọn mua một cổ phiếu với một mức giá thực hiện nhất định (X_1) và bán một hợp đồng quyền chọn mua cũng cổ phiếu đó với mức giá thực hiện cao hơn (X_2). Cả hai hợp đồng này cùng có ngày hết hạn. Đường liền nét là tổng lợi nhuận thu được từ việc sử dụng Bull Spreads. Các đường đứt đoạn thể hiện đường thu nhập từ việc sử dụng các hợp đồng quyền chọn mua với giá thực hiện là X_1 và X_2 .

Sơ đồ 3.2. Lợi nhuận từ việc sử dụng Bull Spreads với hợp đồng quyền chọn mua

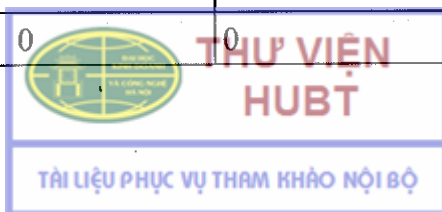


Bảng 3.2. Lợi nhuận từ việc sử dụng Bull Spreads

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận khi mua một hợp đồng quyền chọn mua	Lợi nhuận khi bán một hợp đồng quyền chọn mua	Tổng lợi nhuận
$S_T \geq X_2$	$S_T - X_1$	$X_2 - S_T$	$X_2 - X_1$
$X_1 < S_T < X_2$	$S_T - X_1$	0	$S_T - X_1$
$S_T \leq X_1$	0	0	0

Ví dụ, giả sử hợp đồng quyền chọn mua thứ nhất có giá thực hiện là \$50, hợp đồng quyền chọn mua thứ hai có giá thực hiện là \$60. Kết quả lợi nhuận đối với ví dụ này như sau.

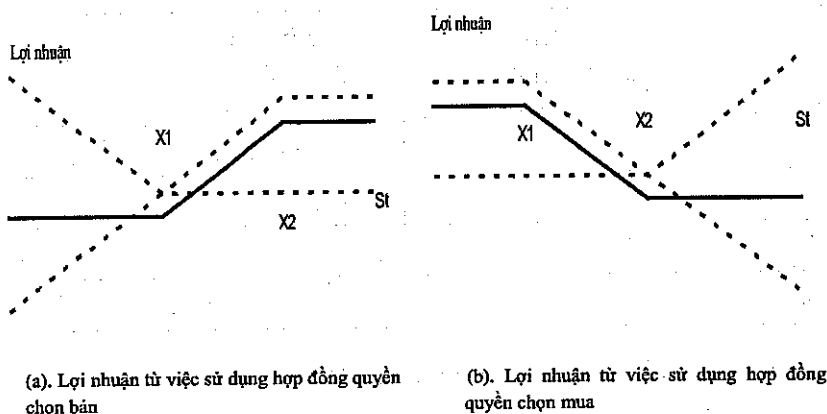
Giá cổ phiếu	Lợi nhuận khi mua một hợp đồng quyền chọn mua	Lợi nhuận khi bán một hợp đồng quyền chọn mua	Tổng lợi nhuận
$S_T \geq 60$	$S_T - 50$	$60 - S_T$	$60 - 50 = 10$
$50 < S_T < 60$	$S_T - 50$	0	$S_T - 50$
$S_T \leq 50$	0	0	0



Chiến lược mua một hợp đồng quyền chọn mua và bán một hợp đồng quyền chọn mua với giá thực hiện thấp hơn (Bear Spreads)

Khác với người sử dụng Bull Spreads với hy vọng giá cổ phiếu sẽ lên trong tương lai, người sử dụng Bear Spreads kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ giảm. Người sử dụng Bear Spreads sẽ mua một hợp đồng quyền chọn mua với một mức giá thực hiện nhất định và bán một hợp đồng quyền chọn mua có giá thực hiện thấp hơn. Đường liền nét là tổng lợi nhuận còn đường đứt đoạn thể hiện lợi nhuận của các hợp đồng riêng lẻ.

Sơ đồ 3.3. Lợi nhuận từ việc sử dụng Bear Spreads với hợp đồng quyền chọn bán



Bảng 3.3. Lợi nhuận từ việc sử dụng Bear Spreads

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận khi mua một hợp đồng quyền chọn mua	Lợi nhuận khi bán một hợp đồng quyền chọn mua	Tổng lợi nhuận
$S_T \geq X_2$	$S_T - X_2$	$X_1 - S_T$	$-(X_2 - X_1)$
$X_1 < S_T < X_2$	0	$X_1 - S_T$	$-(S_T - X_1)$
$S_T \leq X_1$	0	0	0

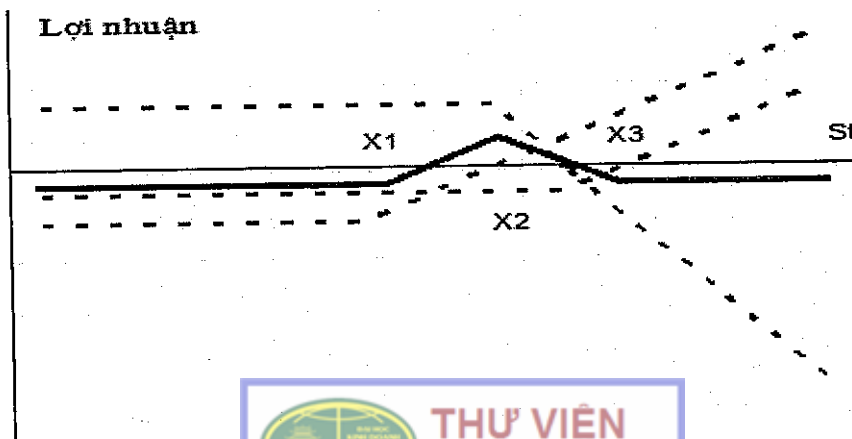
Ví dụ, một người đầu tư bán một hợp đồng quyền chọn mua với giá thực hiện là $X_1 = \$40$, đồng thời mua một hợp đồng quyền chọn mua với giá $X_2 = \$50$, lợi nhuận của người đầu tư này khi sử dụng Bear spreads được tổng hợp trong bảng sau.

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận khi mua một hợp đồng quyền chọn mua	Lợi nhuận khi bán một hợp đồng quyền chọn mua	Tổng lợi nhuận
$S_T \leq 40$	$S_T - 40$	$50 - S_T$	$-(40 - 50) = \$10$
$40 < S_T < 50$	0	$50 - S_T$	$-(S_T - 50)$
$S_T \geq 50$	0	0	0

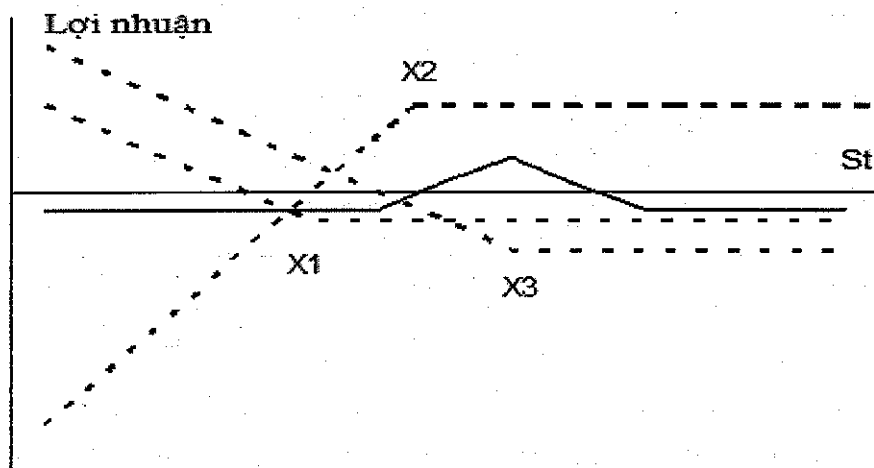
Chiến lược sử dụng ba hợp đồng có ba mức giá thực hiện khác nhau (Butterfly Spreads)

Một hợp đồng Butterfly Spread là việc sử dụng các hợp đồng quyền chọn có ba mức giá thực hiện khác nhau. Ví dụ mua một hợp đồng quyền chọn mua với giá thực hiện tương đối thấp X_1 , mua một hợp đồng quyền chọn mua với mức giá thực hiện tương đối cao X_3 và bán hai hợp đồng quyền chọn mua với giá thực hiện $X_2 = (X_1 + X_3)/2$. Thông thường X_2 gần với giá cổ phiếu hiện thời.

Sơ đồ 3.4. Lợi nhuận từ việc sử dụng Butterfly Spreads



(a) Lợi nhuận khi sử dụng Butterfly với các hợp đồng quyền chọn mua



(b) Lợi nhuận từ việc sử dụng Butterfly với các hợp đồng quyền chọn bán

Bảng 3.4. Lợi nhuận từ việc sử dụng Butterfly Spreads với hợp đồng quyền chọn mua

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận khi mua hợp đồng quyền chọn mua thứ nhất	Lợi nhuận khi mua hợp đồng quyền chọn mua thứ hai	Lợi nhuận khi bán 2 hợp đồng quyền chọn mua	Tổng lợi nhuận
$S_T \leq X_1$	0	0	0	0
$X_1 < S_T \leq X_2$	$S_T - X_1$	0	0	$S_T - X_1$
$X_2 < S_T \leq X_3$	$S_T - X_1$	0	$-2(S_T - X_2)$	$X_3 - S_T$
$S_T > X_3$	$S_T - X_1$	$S_T - X_3$	$-2(S_T - X_2)$	0

Ví dụ, giá thực hiện của hợp đồng thứ nhất là \$40, giá thực hiện của hợp đồng thứ ba là \$50, giá thực hiện của hợp đồng thứ hai là \$45

$(= (\$40 + \$50)/2)$, tổng lợi nhuận của chiến lược này được tổng hợp trong bảng sau.

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận khi mua hợp đồng quyền chọn mua thứ nhất	Lợi nhuận khi mua hợp đồng quyền chọn mua thứ hai	Lợi nhuận khi bán 2 hợp đồng quyền chọn mua	Tổng lợi nhuận
$S_T \leq 40$	0	0	0	0
$40 < S_T \leq 45$	$S_T - 40$	0	0	$S_T - 40$
$45 < S_T \leq 50$	$S_T - 40$	0	$-2(S_T - 45)$	$50 - S_T$
$S_T > 50$	$S_T - 40$	$S_T - 50$	$-2(S_T - 45)$	0

Các chiến lược dàn trải khác

Ngoài một số chiến lược dàn trải thường dùng trên, người ta còn có một số chiến lược dàn trải phức tạp hơn. Ví dụ, chiến lược kết hợp các hợp đồng quyền chọn có ngày hết hạn khác nhau (Calendar Spreads). Trong các ví dụ trên, chúng ta đều xem xét các chiến lược sử dụng các hợp đồng quyền chọn có cùng ngày hết hạn. Trong khi đó, Calendar Spreads là cách sử dụng các hợp đồng quyền chọn có ngày hết hạn khác nhau. Ví dụ, ta có thể bán một hợp đồng quyền chọn mua với một mức giá thực hiện nhất định và mua một hợp đồng quyền chọn mua khác có thời gian hết hạn muộn hơn nhưng có cùng mức giá thực hiện. Bên cạnh đó, người ta cũng sử dụng các chiến lược dàn trải chéo (Diagonal Spreads), theo đó, các hợp đồng quyền chọn không những có giá thực hiện khác nhau mà còn có ngày đáo hạn khác nhau.

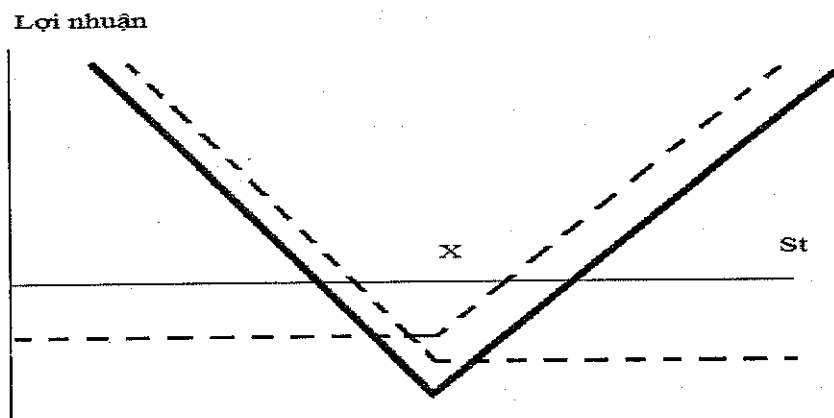
c. Chiến lược sử dụng kết hợp cả quyền chọn mua và quyền chọn bán đối với cùng một cổ phiếu

Chiến lược sử dụng một quyền chọn mua và một quyền chọn bán (Straddle)



Straddle là cách sử dụng đồng thời hai loại hợp đồng quyền chọn đối với cùng một cổ phiếu, ví dụ như mua một hợp đồng quyền chọn mua và một hợp đồng quyền chọn bán có cùng kỳ hạn và cùng mức giá thực hiện (Sơ đồ 3.6 và Bảng 3.7)

Sơ đồ 3.5. Straddle



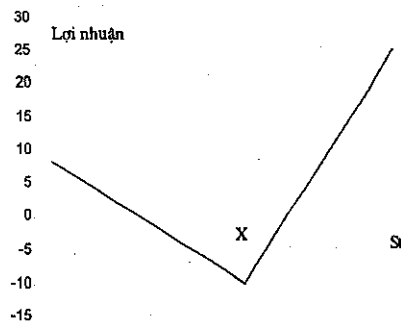
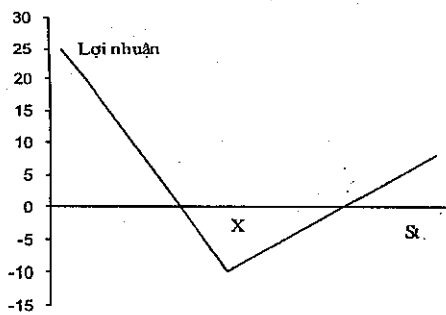
Bảng 3.5. Lợi nhuận của Straddle

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận của hợp đồng quyền chọn mua	Lợi nhuận của hợp đồng quyền chọn bán	Tổng lợi nhuận
$S_T \leq X$	0	$X - S_T$	$X - S_T$
$S_T > X$	$S_T - X$	0	$S_T - X$

Chiến lược sử dụng một hợp đồng quyền chọn mua và hai hợp đồng quyền chọn bán cùng giá thực hiện (Strips) và chiến lược sử dụng hai hợp đồng quyền mua và một hợp đồng quyền chọn bán cùng giá thực hiện (Straps)

Một strip được thực hiện bằng cách mua một hợp đồng quyền chọn mua và hai hợp đồng quyền chọn bán có cùng ngày hết hạn và cùng giá thực hiện. Một strap được tạo ra bằng cách mua hai hợp đồng quyền chọn mua và một hợp đồng quyền chọn bán có cùng ngày hết hạn và cùng giá thực hiện (Sơ đồ 3.6).

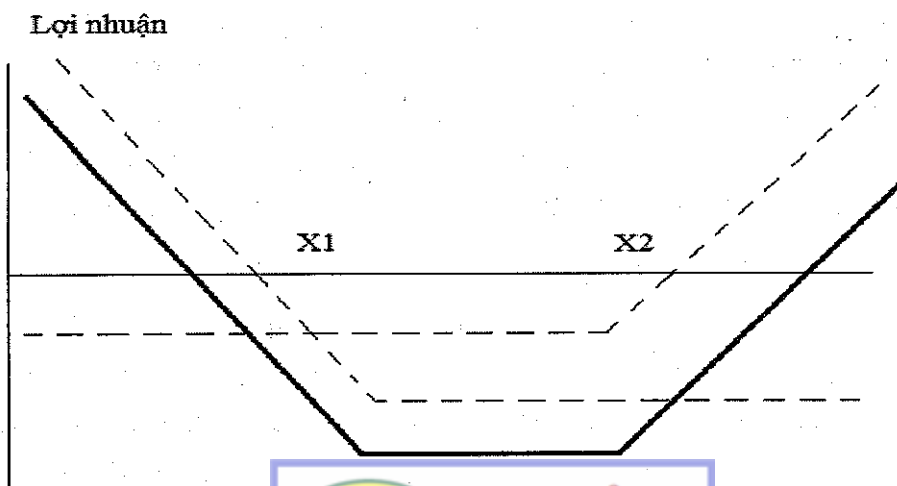
Sơ đồ 3.6. Lợi nhuận từ việc sử dụng strips và straps



Chiến lược sử dụng hợp đồng quyền chọn bán và hợp đồng quyền chọn mua cùng ngày hết hạn nhưng khác giá thực hiện (Strangles)

Khi sử dụng strangles, người đầu tư mua một hợp đồng quyền chọn bán và một hợp đồng quyền chọn mua có cùng ngày hết hạn nhưng khác giá thực hiện. Trong ví dụ sau giá thực hiện của hợp đồng quyền chọn mua X_2 cao hơn giá thực hiện của hợp đồng quyền chọn bán là X_1 .

Sơ đồ 3.7. Lợi nhuận từ việc sử dụng Strangle



Bảng 3.6. Lợi nhuận từ việc sử dụng Strangle

Giá cổ phiếu	Lợi nhuận của hợp đồng quyền chọn mua	Lợi nhuận của hợp đồng quyền chọn bán	Tổng lợi nhuận
$S_T \leq X_1$	0	$X_1 - S_T$	$X_1 - S_T$
$X_1 < S_T < X_2$	0	0	0
$S_T \geq X_2$	$S_T - X_2$	0	$S_T - X_2$

Tóm lại, có một số chiến lược giao dịch hợp đồng quyền chọn thường được sử dụng. Thứ nhất đó là việc dùng kết hợp một cổ phiếu với một hợp đồng quyền chọn. Ví dụ để phòng ngừa rủi ro trong việc bán một hợp đồng quyền chọn mua thì người ta có thể thực hiện việc mua một cổ phiếu và bán một hợp đồng quyền chọn bán. Trong khi đó, để đảm bảo một hợp đồng quyền chọn bán thì người ta mua một cổ phiếu và mua một hợp đồng quyền chọn bán. Thứ hai là việc sử dụng kết hợp các hợp đồng quyền chọn. Các loại thường sử dụng nhiều là spreads (dùng các hợp đồng quyền chọn cùng loại, ví dụ, từ hai hợp đồng quyền chọn mua hoặc hai hợp đồng quyền chọn bán trở lên), hay việc dùng kết hợp cả hai loại hợp đồng quyền chọn như straddle (mua một hợp đồng quyền chọn bán và một hợp đồng quyền chọn mua có cùng ngày hết hạn và giá thực hiện), strip (mua một hợp đồng quyền chọn mua và hai hợp đồng quyền chọn bán có cùng giá thực hiện và ngày hết hạn), strap (mua hai hợp đồng quyền chọn mua và một hợp đồng quyền chọn bán với cùng giá thực hiện và ngày hết hạn), strangle (mua một hợp đồng quyền chọn mua và một hợp đồng quyền chọn bán có cùng ngày hết hạn nhưng khác giá thực hiện).

Hợp đồng tương lai

Có nhiều định nghĩa khác nhau về hợp đồng tương lai. Một cách tổng quát nhất, có thể hiểu hợp đồng tương lai là một thoả thuận mua và bán một loại hàng hóa hoặc một công cụ tài chính nào đó vào một thời điểm trong tương lai mà giá cả, số lượng, chất lượng và mẫu mã của hàng hóa được xác định rõ vào thời điểm mở hợp đồng.

Không giống như hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai là một ràng buộc. Rủi ro đối với người mua và bán là vô hạn. Giao dịch tương lai là một “trò chơi có tổng bằng không”, nghĩa là số tiền mất và được của mỗi bên tham gia là tương đương nhau và trái dấu.

Hiện nay trên thế giới đã phát triển nhiều loại hình hợp đồng tương lai. Một cách tổng quát, có thể phân chia hợp đồng tương lai thành hai loại chủ yếu, đó là:

- *Hợp đồng tương lai về hàng hoá*: Trên thị trường có nhiều loại hợp đồng tương lai cho các sản phẩm hàng hóa “thực”, bao gồm hợp đồng tương lai của các loại nông sản (lúa mì, ngô, đậu tương, đường, cacao, cà phê...), kim loại (vàng, bạc, platium, nhôm, thiếc ...), năng lượng (dầu thô, khí ga...).

- *Hợp đồng tương lai về tài chính*: Là loại hợp đồng tương lai dựa trên tài sản cơ sở là các tài sản tài chính. Hợp đồng tương lai về tài chính bao gồm các loại như: hợp đồng tương lai trái phiếu (trái phiếu kho bạc ngắn hạn, trung hạn, các loại chứng chỉ ký thác), hợp đồng tương lai ngoại tệ, hợp đồng tương lai về lãi suất, hợp đồng tương lai các chứng khoán, hợp đồng tương lai của chỉ số chứng khoán v.v.

Các đặc tính của hợp đồng tương lai

Một đặc điểm ưu việt của giao dịch hợp đồng tương lai so với giao dịch kỳ hạn là các hợp đồng tương lai được chuẩn hóa để giao dịch trên thị trường. Cụ thể là, một hợp đồng tương lai cần xác định rõ các đặc tính của tài sản cơ sở, quy mô hợp đồng, việc yết giá, thời gian và địa điểm giao hàng và phương thức thanh toán.

Tài sản cơ sở

Khi một tài sản cơ sở là một hàng hóa, cùng một loại sản phẩm sẽ có nhiều chủng loại và chất lượng hàng hóa khác nhau trên thị



trường. Do vậy, khi xác định tài sản cơ sở cho hợp đồng tương lai, Sở giao dịch cần phải qui định rõ về các đặc tính của hàng hóa. Ví dụ, Sở giao dịch Bolsa NewYork đã xác định tài sản cơ sở “hợp đồng tương lai nước cam” như sau:

“Loại A, với giá trị Brix không dưới 57 độ, có tỷ lệ Brix trên axit không ít hơn 13 trên 1 và không lớn hơn 19 trên 1, với các yếu tố màu và mùi vị có chỉ số bằng hoặc lớn hơn 37 điểm”.

Đối với một số loại hàng hóa, có thể có một số loại có chất lượng khác nhau được giao dịch. Trong trường hợp này, mức giá hợp đồng tương lai sẽ được điều chỉnh tùy thuộc vào chất lượng. Chẳng hạn, với hợp đồng tương lai của ngô tại Sở giao dịch hàng hóa Chicagô, hàng hóa tiêu chuẩn cho hợp đồng là “Ngô vàng loại số 2”. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng có thể chọn các hợp đồng tương lai ngô ở chất lượng khác, với mức chênh lệch giá do Sở giao dịch công bố.

Đối với các hợp đồng tương lai tài sản tài chính, thông thường các sản phẩm cơ sở đã được xác định rất rõ ràng. Chẳng hạn, chúng ta đương nhiên không phải xác định “chất lượng, chủng loại” cho sản phẩm đồng Yên Nhật Bản trong hợp đồng tương lai của tài sản tài chính này.

Quy mô hợp đồng

Quy mô hợp đồng tương lai xác định khối lượng/số lượng của hàng hóa sẽ được giao trong một hợp đồng. Việc quyết định một quy mô hợp đồng hợp lý là vô cùng quan trọng đối với một Sở giao dịch. Nếu quy mô của một hợp đồng quá lớn, nhiều nhà đầu tư nhỏ, muốn dùng hợp đồng tương lai để tiến hành rào chắn rủi ro (hedging) ở mức độ nhỏ lẻ sẽ không thể tới Sở giao dịch để thực hiện việc này. Mặt khác, nếu quy mô hợp đồng quá nhỏ, giao dịch trên Sở sẽ có chi phí cao, vì mỗi hợp đồng giao dịch sẽ nảy sinh những khoản phí nhất định.

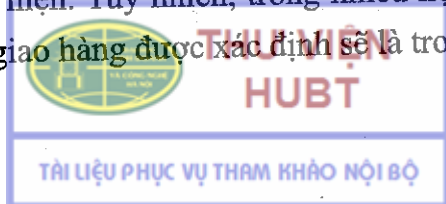
Quy mô của hợp đồng như thế nào sẽ phải được thiết kế dựa vào nhu cầu của thị trường. Chẳng hạn như, đối với các hợp đồng tương lai các sản phẩm nông nghiệp, giá trị một hợp đồng thường vào khoảng 10.000 đến 20.000 đô-la. Trong khi đó, giá trị một hợp đồng tương lai tài sản tài chính lớn hơn nhiều. Hợp đồng tương lai về trái phiếu kho bạc trên Sở giao dịch Chicagô có mệnh giá là 100.000 đô-la.

Điều khoản giao hàng

Trong thực tế, phần lớn các hợp đồng tương lai được ký kết sẽ không dẫn đến việc giao hàng hóa thực, do đặc thù của việc dùng hợp đồng tương lai để thực hiện rào chắn rủi ro giá cả, hoặc đầu cơ (sẽ đề cập sâu hơn ở phần sau). Tuy nhiên, các điều khoản về giao hàng trong hợp đồng cũng rất cần phải xác định cụ thể, để hiểu được mối quan hệ giữa giá tương lai và giá giao ngay.

Sở giao dịch sẽ phải xác định địa điểm mà việc giao hàng được thực hiện. Điều này đặc biệt quan trọng cho các hợp đồng tương lai về hàng hóa, bởi chi phí vận chuyển là một khoản đáng kể. Trong một hợp đồng có thể xác định một số địa điểm giao hàng khác nhau. Giá hợp đồng của người giữ vị thế bán có thể được điều chỉnh tùy theo địa điểm giao hàng mà người đó lựa chọn. Ví dụ như, trong hợp đồng tương lai ngô của Sở giao dịch Chicagô, các địa điểm giao hàng được xác định là tại Chicagô, Burns Harbor, Toledo, St. Louis. Nếu xác định việc giao hàng tại Toledo và St. Louis, giá sẽ được điều chỉnh giảm 4 cents một thùng so với giá hợp đồng giao hàng tại Chicagô.

Hợp đồng tương lai cũng phải xác định thời gian đáo hạn, thường được thông báo theo tháng đáo hạn (tháng giao hàng) và năm. Sở giao dịch sẽ phải xác định thời gian cụ thể trong tháng đó mà việc giao hàng sẽ phải thực hiện. Tuy nhiên, trong nhiều hợp đồng tương lai, khoảng thời gian giao hàng được xác định sẽ là trong cả tháng.



Các tháng giao hàng của hợp đồng tương lai được xác định tùy loại hợp đồng, theo thực tế thị trường. Ví dụ như, hợp đồng tương lai ngoại tệ tại Sở giao dịch hàng hóa Chicagô có các tháng giao hàng là tháng 3, tháng 6, tháng 9 và tháng 12; hợp đồng tương lai ngô tại Sở giao dịch Chicagô có các tháng giao hàng là tháng 3, tháng 5, tháng 7, tháng 9 và tháng 12. Tại mỗi thời điểm, nhà đầu tư có thể mua bán các hợp đồng tương lai với tháng giao hàng gần nhất trên thị trường và các hợp đồng tương lai xa hơn. Sở giao dịch xác định tại mỗi thời điểm sẽ có các hợp đồng tương lai cho tới thời gian nào (ví dụ, tại thời điểm tháng 6 năm 2004, xác định hợp đồng tương lai ngô xa nhất là hợp đồng tương lai tháng 9 năm 2005). Sở giao dịch cũng phải xác định ngày giao dịch cuối cùng của một loại hợp đồng tương lai cụ thể, thường là một vài ngày trước ngày giao hàng xác định trong hợp đồng tương lai đó.

Phân biệt hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai

Về cơ bản chúng ta có thể dựa vào mức độ chuẩn hoá của hợp đồng để phân thành hợp đồng kỳ hạn (Forward contract) và hợp đồng tương lai (Future contract). Về bản chất, hai loại hợp đồng này là như nhau, theo đó chúng đều là một thoả thuận trong đó có một người mua và một người bán chấp thuận thực hiện một giao dịch tại một thời điểm xác định trong tương lai với một mức giá được ấn định vào ngày hôm nay. Tuy nhiên, về mặt kỹ thuật thì hai loại hợp đồng này có một số điểm khác biệt như sau.

Tính chuẩn hoá

Các hợp đồng kỳ hạn có thể được thảo ra với hàng hoá bất kỳ, khối lượng, chất lượng, thời gian giao hàng bất kỳ, theo thoả thuận chung giữa hai bên bán, mua. Tuy nhiên các hợp đồng tương lai đòi hỏi việc giao nhận một khối lượng chuẩn đối với một loại hàng hoá

cụ thể đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng tối thiểu, theo một thời hạn được ấn định trước. Ví dụ một hợp đồng chuẩn về lúa mì có khối lượng chuẩn là 5000 thùng và thời gian giao hàng vào các tháng 6, tháng 7, tháng 9 và tháng 10.

Hình thức giao dịch

Hợp đồng kỳ hạn (Forward): vì là hợp đồng trực tiếp giữa bên bán và mua và các hợp đồng này không theo một khối lượng chuẩn nào nên các bên thường giao dịch trực tiếp đồng thời, đến thời hạn thực hiện hợp đồng thì thường là hai bên giao nhận tiền và hàng hoá cho nhau. Đối với hợp đồng tương lai (futures) là loại được thiết kế theo chuẩn nên được giao dịch trên thị trường chứng khoán (Sở giao dịch hoặc thị trường OTC), thường là đến thời điểm thực hiện hợp đồng thì bên mua hoặc bên bán chỉ thanh toán hoặc được nhận phần chênh lệch lỗ chứ không cần trao tiền và hàng hoá cụ thể như trường hợp hợp đồng kỳ hạn.

Giảm thiểu rủi ro thanh toán

- Giao dịch hợp đồng kỳ hạn gây ra nhiều rủi ro cho các bên tham gia hợp đồng. Rủi ro trực tiếp từ đối tác là một đặc tính của giao dịch hợp đồng kỳ hạn. Trong trường hợp người mua hoặc người bán phá sản, không thực hiện được hợp đồng, phía đối tác sẽ phải chịu thiệt hại mà không có bồi hoàn. Nhiều trường hợp khác, do biến động bất lợi của thị trường, một bên tham gia có thể sẽ không thực hiện hợp đồng gây thiệt hại cho đối tác (ví dụ vào thời điểm giao hàng, giá thực tế lên rất cao so với giá hợp đồng đã ký kết, bên bán trong hợp đồng kỳ hạn sẽ không giao hàng theo hợp đồng kỳ hạn đã ký kết mà đem hàng hóa ra bán trên thị trường giao ngay để thu lời, gây thiệt hại cho bên mua).

Đối với các giao dịch hợp đồng tương lai được niêm yết trên thị trường chứng khoán, cả hai bên bán và mua đều không bao giờ biết về người phía bên kia của giao dịch. Công ty thanh toán bù trừ sẽ phục vụ như một trung gian trong tất cả các giao dịch.

Người bán thì bán cho công ty thanh toán bù trừ và người mua thì mua qua công ty thanh toán bù trừ. Nếu nhà chế biến nông sản có phá sản, thì người nông dân vẫn được trả tiền và ngược lại. Việc thực hiện các hợp đồng tương lai được đảm bảo bằng uy tín của những người chủ sở hữu Sở giao dịch và công ty thanh toán bù trừ, thường là những hãng môi giới lớn nhất trên thế giới.

Điều chỉnh theo giá thị trường (Marking to the Market)

Hợp đồng kỳ hạn được ký kết giữa hai bên đối tác trực tiếp với nhau nên không phải điều chỉnh giá trị cho thị trường hàng ngày. Đối với hợp đồng tương lai, do đặc thù các bên tham gia giao dịch không biết nhau mà chỉ giao dịch thông qua Sở giao dịch hoặc thị trường OTC công ty thanh toán bù trừ sẽ làm đối tác trung tâm. Do vậy, để phòng ngừa rủi ro trong thanh toán, hợp đồng tương lai đòi hỏi các bên tham gia giao dịch phải thực hiện ký quỹ tiền theo tỉ lệ quy định về ký quỹ ban đầu, ký quỹ duy trì và tiến hành điều chỉnh giá trị ký quỹ theo tỉ lệ đã quy định nhằm đảm bảo được việc thanh toán hợp đồng. Các yêu cầu ký quỹ này được đề cập cụ thể tại điểm 4 dưới đây.

Bảng 3.7. So sánh một số điểm khác nhau giữa hợp đồng tương lai và hợp đồng kỳ hạn

Các tiêu chuẩn	Hợp đồng tương lai	Hợp đồng kỳ hạn
1. Việc thế chấp (ký quỹ)	Có	Không
2. Giá trị hợp đồng điều chỉnh theo thị trường	Điều chỉnh hàng ngày	Không

Các tiêu chuẩn	Hợp đồng tương lai	Hợp đồng kỳ hạn
3. Bán lại	Giao dịch sôi động trên thị trường chứng khoán	Hạn chế
4. Các điều khoản hợp đồng	Đã tiêu chuẩn hoá	Thực hiện theo quy ước của hai bên đối tác
5. Việc giao hàng	Thường không phải giao hàng (thanh toán theo kết quả chênh lệch lỗ hoặc lãi)	Thường là phải giao hàng
6. Quy mô thị trường	Rộng lớn, đại chúng và người mua, người bán không biết nhau	Nhỏ bé, cá nhân và người tham gia hiểu biết lẫn nhau

Giao dịch trên thị trường tương lai

Một đặc điểm giao dịch của thị trường tương lai khác biệt so với thị trường cổ phiếu, trái phiếu là khi mua / bán hợp đồng tương lai, người mua bán thường không phải trả (không thu về) toàn bộ giá trị hợp đồng mà chỉ thanh toán (hoặc nhận về) số chênh lệch lỗ (hoặc lãi). Thị trường tương lai sử dụng các biện pháp ký quỹ, nhằm đảm bảo việc thực hiện hợp đồng cho tới khi đáo hạn, đồng thời giúp các nhà giao dịch hợp đồng tương lai có thể dễ dàng tính toán khoản lãi / lỗ của mình theo biến động liên tục của thị trường và bán lại hợp đồng tương lai (rút ra khỏi hợp đồng) khi họ muốn. Phương thức giao dịch trên thị trường tương lai được khái quát như sau.

Tỷ lệ ký quỹ ban đầu

Để mua và bán hợp đồng tương lai, một nhà đầu tư phải mở một tài khoản hợp đồng tương lai ở một công ty môi giới. Tài khoản này sẽ là một tài khoản riêng biệt đối với các tài khoản khác mà nhà đầu tư có tại công ty (như tài khoản tiền mặt ...). Khi một hợp đồng tương lai được ký kết, cả người mua và người bán sẽ phải đặt tỷ lệ ký quỹ ban đầu. Mục đích của việc này là đảm bảo người mua và người bán



có những khoản đặt cọc đảm bảo rằng họ sẽ thực hiện trách nhiệm của mình; do vậy, tỷ lệ ký quỹ ban đầu thường được gọi là ký quỹ thực hiện hợp đồng. Tỷ lệ này vào khoảng 5% đến 15% tổng giá giao dịch của hợp đồng tương lai.

Ví dụ như, một hợp đồng tương lai “lúa mì tháng 7”: 5.000 thùng với giá \$4 một thùng, như vậy tổng trị giá hợp đồng là 20.000 đô la. Với tỷ lệ ký quỹ ban đầu là 5%, người mua B và người bán S sẽ đều phải ký quỹ 1.000 đô la. Việc ký quỹ thông thường trên các thị trường có thể được thực hiện bằng tiền mặt hoặc giấy tờ có giá.

Tuy nhiên, chúng ta cũng biết rằng việc ký quỹ ban đầu chỉ đáp ứng được một phần công việc phòng chống rủi ro đối với Trung tâm bù trừ. Cũng theo ví dụ trên, nếu giá lúa mì thực sự tăng lên tới \$5 một thùng vào tháng 7, Trung tâm bù trừ sẽ phải đối mặt với rủi ro tiềm tàng là 5.000 đô la ($1\$/\text{thùng} \times 5.000 \text{ thùng}$). Trong khi đó, họ chỉ có thể lấy được nhanh chóng 1.000 đô la từ số tiền ký quỹ. Do vậy, trên thị trường tương lai, người ta phải sử dụng tới các khái niệm về điều chỉnh giá trị theo thị trường (marking to market) và yêu cầu ký quỹ duy trì (maintenance margin). Những công cụ này đáp ứng việc phòng chống rủi ro cần thiết trên thị trường.

Điều chỉnh giá trị theo thị trường (marking to market)

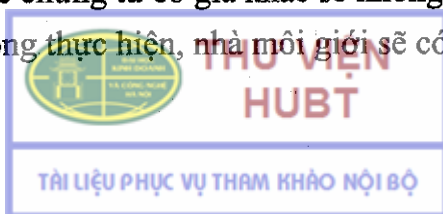
Để tìm hiểu về khái niệm điều chỉnh giá trị theo thị trường (marking to market), chúng ta sẽ tiếp tục với ví dụ trước – người mua B và người bán S, thực hiện một giao dịch tương lai mua bán 5000 thùng lúa mì với giá tương lai 4\$/thùng. Giả sử rằng vào ngày giao dịch thứ hai, giá của hợp đồng tương lai lúa mì tháng 7 này tăng lên thành 4.10\$ một thùng. Trong trường hợp này, người bán S đã “mất” 500\$ trên sổ sách do sự tăng giá của lúa mì từ 4\$ lên 4.10\$ một thùng, trong khi đó người mua B đã “được” 500\$ trên sổ sách. Như vậy giá trị tài khoản của S sẽ bị giảm đi 500\$, trong khi giá trị tài khoản của

B tăng lên 500\$. Do trước đó, tỷ lệ ký quỹ của B và S bằng nhau và bằng 1.000\$, sau ngày giao dịch thứ hai, tài khoản của S sẽ chỉ còn 500\$ và tài khoản của B là 1.500\$. Quá trình điều chỉnh giá trị tài khoản của nhà đầu tư, nhằm phản ánh biến động về giá thực hiện của hợp đồng tương lai gọi là “điều chỉnh giá trị theo thị trường”.

Trong ví dụ này, nếu giá lúa mì tháng 7 theo hợp đồng tương lai này giảm xuống còn 3,95\$ một thùng vào ngày thứ ba (lưu ý rằng vào ngày thứ hai, giá lúa mì tháng 7 theo hợp đồng tương lai này là 4,10\$), chúng ta thấy người mua B đã “mất” 750\$ [= 5.000 x (4,10\$ - 3,95\$)], trong khi đó người bán S đã “được” 750\$ vào ngày thứ ba này. Khi các tài khoản của người mua và người bán được điều chỉnh theo giá thị trường vào cuối ngày, giá trị tài khoản của B đã giảm từ 1.500\$ xuống còn 750\$, còn giá trị tài khoản của S đã tăng từ 500\$ lên 1.250\$.

Tỷ lệ ký quỹ duy trì

Đây là một khái niệm quan trọng khác khi tìm hiểu giao dịch trên thị trường tương lai. Theo yêu cầu về tỷ lệ ký quỹ duy trì, một nhà đầu tư phải giữ giá trị tài khoản của mình bằng hoặc lớn hơn một tỷ lệ phần trăm nhất định của số tiền ký quỹ ban đầu. Đây là một thông lệ được áp dụng ở nhiều thị trường tương lai của các nước. ở Mỹ, tỷ lệ này là 65%. Như vậy, một nhà đầu tư sẽ phải duy trì giá trị tài khoản của mình ít nhất là bằng hoặc lớn hơn 65% giá trị ký quỹ ban đầu. Trong trường hợp thị trường tương lai biến động làm cho giá trị tài khoản của nhà đầu tư nhỏ hơn 65% giá trị ký quỹ ban đầu, công ty chứng khoán sẽ yêu cầu nhà đầu tư ký quỹ thêm tiền mặt (margin call), nhằm đảm bảo giá trị tài khoản tương đương với giá trị ký quỹ ban đầu. Trong trường hợp này, nhà đầu tư chỉ có thể nộp tiền mặt vào tài khoản và các chứng từ có giá khác sẽ không được chấp nhận. Nếu nhà đầu tư không thực hiện, nhà môi giới sẽ có quyền thực hiện



một “giao dịch đảo chiều” (reversing trade) với tài khoản của nhà đầu tư, nhằm đóng số dư tài khoản hợp đồng tương lai hiện có của nhà đầu tư đó.

Quay lại ví dụ ở trên, trong ngày thứ hai giao dịch, giá lúa mì tương lai tháng 7 tăng lên 4,10\$. Giá trị tài khoản của người mua B tăng lên thành 1.500\$, trong khi giá trị tài khoản của người bán S giảm xuống còn 500\$. Như vậy, tài khoản của B tăng lên cao hơn giá trị ký quỹ ban đầu và B không phải thực hiện việc ký quỹ thêm. Hơn nữa, B có thể rút một khoản tiền mặt đôi ra so với giá trị ký quỹ ban đầu, do biến động của thị trường (ở đây là 500\$).

Trong khi đó, người bán hợp đồng tương lai S bị “lỗ” 500\$ vào ngày giao dịch thứ hai này, do vậy giá trị tài khoản của S đã giảm xuống còn 500\$ - dưới mức 65% giá trị ký quỹ ban đầu (650\$). Nếu S từ chối nộp thêm tiền vào tài khoản, công ty chứng khoán sẽ thực hiện một giao dịch đảo chiều – mua lại hợp đồng tương lai mà S là người bán ở mức giá thị trường, kết thúc vị thế hợp đồng tương lai của S. Trong trường hợp này, S sẽ chỉ nhận lại số tiền là 500\$ và chịu lỗ 500\$.

Vào ngày thứ ba, giá sử lúa mì tháng 7 được giao dịch với giá thị trường là 3,95\$ một thùng, giá này sẽ làm B lỗ 750\$ và S được 750\$. Do vậy, giá trị tài khoản của B sẽ giảm xuống dưới mức sàn và B sẽ bị yêu cầu ký quỹ thêm 750\$. Còn S, ngược lại có thể rút 750\$ tiền lời từ biến động thị trường hôm đó.

Bảng sau đây sẽ cho thấy rõ hơn phương thức hoạt động trên thị trường tương lai, trong hai trường hợp: có và không có tỷ lệ ký quỹ duy trì

Bảng 3.8. Phương thức hoạt động trên thị trường tương lai

			Người mua (B)		Người bán (S)	
Ngày	Giá lúa mì	Hành động	Số tiền	Giá trị tài khoản	Số tiền	Giá trị tài khoản
(a) Không yêu cầu ký quỹ duy trì						
1	4\$	Ký quỹ ban đầu	1.000	1.000	1.000	1.000
2	4,10\$	Điều chỉnh theo thị trường	+500	1.500	-500	500
3	3,95\$	Điều chỉnh theo thị trường	-750	750	+750	1.250
4	4,15\$	Điều chỉnh theo thị trường	+1.000	1.750	-1.000	250
(b) Có yêu cầu ký quỹ duy trì						
1	4\$	Ký quỹ ban đầu	1.000	1.000	1.000	1.000
2	4,10\$	Điều chỉnh theo thị trường	+500	1.500	-500	500
		Người mua rút tiền mặt	-500	1.000		
		Người bán ký quỹ thêm tiền mặt			+500	1.000
3	3,95\$	Điều chỉnh theo thị trường	-750	250	+750	1.750
		Người mua ký quỹ thêm tiền mặt	+750	1.000		
		Người bán rút tiền mặt			-750	1.000
4	4,15\$	Điều chỉnh theo thị trường	+1.000	2.000	-1.000	0
		Giao dịch đóng vị thế và rút tiền mặt	-2.000	0		



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Ứng dụng của hợp đồng tương lai

Ứng dụng của hợp đồng tương lai – Rào chắn rủi ro và đầu cơ

Người tham gia giao dịch trên thị trường hợp đồng tương lai thường có hai mục tiêu, đó là đầu cơ (speculating) và rào chắn rủi ro (hedging). Những nhà đầu cơ mua và bán hợp đồng tương lai chỉ với một mục đích duy nhất là kiếm lời dựa vào việc mua đi bán lại hợp đồng khi thấy có lời. Những người này không phải là những người có hoạt động kinh doanh liên quan đến tài sản cơ sở của hợp đồng (ví dụ, họ sẵn sàng giao dịch hợp đồng tương lai về lúa gạo, dù rằng họ không hề quan tâm đến tình hình thị trường gạo, miễn là có thể kiếm lời từ biến động của giá cả thị trường). Ngược lại, những người tìm kiếm rào chắn rủi ro mua và bán hợp đồng tương lai để bảo vệ họ khỏi những rủi ro biến động về giá cả giao ngay. Họ là những người tham gia trên thị trường hàng hóa thực, chẳng hạn như những nhà sản xuất nông nghiệp hay những thương gia trên thị trường kim loại.

Ví dụ về rào chắn rủi ro

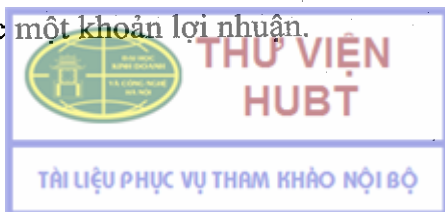
Chúng ta lấy ví dụ về một hợp đồng tương lai về lúa mì. Một người nông dân thấy rằng giá của hợp đồng lúa mì tương lai với thời điểm giao hàng cuối vụ là vào khoảng 4\$ một thùng và giá cả này là hợp lý, bảo đảm cho anh ta có lời trong mùa vụ. Người nông dân sẽ có hai lựa chọn là bán một hợp đồng tương lai về lúa mì vào ngày hôm nay, hoặc là đợi tới khi thu hoạch và bán vào thời điểm thu hoạch. Nếu người nông dân đợi tới cuối vụ mới bán, anh ta sẽ đối mặt với một rủi ro là giá giao ngay của lúa mì vào thời điểm đó có thể giảm (ví dụ: xuống còn 3\$ một thùng). Ngược lại, bán hợp đồng tương lai lúa mì vào thời điểm này có thể đảm bảo cho anh ta một mức giá 4\$, là mức giá chấp nhận được, loại bỏ rủi ro về giá cả cho người nông dân. Việc người nông dân thực hiện chiến lược này trên thị trường tương lai gọi là “rào chắn rủi ro”.

Ngược lại, một người muốn mua hợp đồng tương lai lúa mì này có thể là một xưởng sản xuất bánh mì, sử dụng nguyên liệu là lúa mì. Hiện tại, xưởng này đang có đủ lúa mì để sử dụng cho tới vụ thu hoạch tới. Họ cũng dự báo được rằng nguyên liệu trong kho sẽ hết vào thời điểm đó và họ có thể mua hợp đồng tương lai lúa mì với giá 4\$ trên thị trường hiện tại. Một lựa chọn khác là xưởng này đợi đến lúc hết nguyên liệu mới tiến hành mua trên thị trường giao ngay lúc đó. Tuy nhiên, có một khả năng xảy ra là giá lúa mì sẽ tăng lên (ví dụ: 5\$ một thùng) vào thời điểm đó. Nếu giá lúa mì nguyên liệu tăng, xưởng có thể sẽ bị lỗ. Do vậy, nếu xưởng bánh mì cân nhắc thấy mức giá nguyên liệu 4\$ một thùng là hợp lý và có thể đảm bảo cho họ một khoản lợi nhuận, họ sẽ ký hợp đồng tương lai mua lúa mì, để tránh rủi ro về giá cả. Như vậy, họ cũng đã tiến hành việc “rào chắn rủi ro”

Ví dụ về đầu cơ

Mặc dù có những công thức tính toán cơ bản, song giá tương lai của một hàng hóa (sản phẩm) luôn biến động bởi nhiều yếu tố không dự đoán trước được và những yếu tố ngẫu nhiên. Chính những kỳ vọng về giá tương lai khác nhau của những người tham gia thị trường là yếu tố hình thành và thúc đẩy thị trường. Một người đầu cơ là một người tham gia giao dịch trên thị trường với kỳ vọng sự biến động về giá tương lai giống những dự đoán của anh ta, do vậy anh ta có thể kiếm lời từ những dự đoán đó.

Nếu một người đầu cơ nghĩ rằng giá của lúa mì sẽ tăng đáng kể trong tương lai, anh ta sẽ mua hợp đồng tương lai lúa mì. Vào thời điểm trong tương lai, người này sẽ tiến hành một giao dịch đảo chiều (giao dịch bán). Nếu dự đoán của anh ta chính xác, nghĩa là giá lúa mì vào thời điểm bán thực sự cao hơn giá lúc người đầu cơ mua vào, anh ta sẽ kiếm được một khoản lợi nhuận.



Ví dụ một người đầu cơ kỳ vọng rằng giá lúa mì giao ngay sẽ tăng ít nhất là 1\$ một thùng trong tương lai. Một cách để anh ta thực hiện giao dịch kiếm lời là mua lúa mì, tích trữ và đợi đến lúc lên giá để bán. Tuy nhiên, nhờ có thị trường tương lai, anh ta có thể thực hiện một phương pháp đơn giản và tiết kiệm hơn là mua hợp đồng tương lai về lúa mì với giá thị trường là 4\$ một thùng. Vào thời gian sau, giả sử giá giao ngay của lúa mì thực sự tăng lên 1\$ một thùng, nhà đầu cơ có thể tiến hành một giao dịch đảo chiều và bán hợp đồng tương lai với giá 5\$ một thùng (lý thuyết và thực tế cho thấy, nếu giá giao ngay lúa mì tăng 1\$ cũng sẽ làm giá tương lai tăng một khoản xấp xỉ 1\$). Hành động này đem lại cho nhà đầu cơ lợi nhuận 1\$ một thùng (hoặc 5000\$ nếu một hợp đồng tương lai lúa mì dựa trên tài sản cơ sở chuẩn là 5000 thùng). Thêm vào đó, lúc mua hợp đồng tương lai, người đầu cơ không phải đầu tư toàn bộ số tiền ($5000 \text{ thùng} \times 4\$ = 20.000\$$), mà chỉ phải đặt cọc ký quỹ khoảng 1000\$ (xem thêm phần giao dịch hợp đồng tương lai). Như vậy, lãi suất trên vốn đầu tư của người này rất lớn (500%) so với tỷ lệ tăng thực sự của giá lúa mì (25%).

Chiến lược kinh doanh hợp đồng tương lai

Để xác định giá một hợp đồng tương lai, một nguyên tắc cơ bản của thị trường là mức giá tương lai sẽ là mức mà tại đó không có cơ hội để kiếm được lợi nhuận chênh lệch, hay là không có cơ hội cho người giao dịch dựa trên chênh lệch giá (arbitrager). Tuy nhiên, điều kiện để tiến hành định giá là phải có đủ những thông tin cần thiết và có một số giả định cơ sở. Những thông tin và giả định đó bao gồm:

- (1) Giá của tài sản trên thị trường giao ngay.
- (2) Mức lợi suất lợi nhuận từ việc nắm giữ tài sản trong suốt thời gian có hiệu lực của hợp đồng, với giả định rằng thu nhập tài sản chỉ được nhận vào cuối kỳ đầu tư.

(3) Lãi suất vay và cho vay áp dụng cho khoảng thời gian tính từ thời điểm bắt đầu tham gia giao dịch tương lai cho đến ngày hợp đồng hết hạn. Lãi suất vay cũng như lãi suất cho vay được xem là chi phí tài trợ và ta giả định chúng là bằng nhau (để tiện tính toán, vì hai mức này chênh lệch không đáng kể). Ngoài ra, lãi tiền vay được trả vào cuối kỳ cùng với số vốn gốc.

Để đơn giản, ta ký hiệu :

r : là chi phí tài trợ (lãi suất đi vay tài sản P);

y : là lợi suất do tài sản mang lại (mức sinh lời bằng tiền);

P : là giá của tài sản, ví dụ tài sản XYZ, trên thị trường giao ngay;

F : là hợp đồng tương lai với tài sản cơ sở là XYZ.

Một nhà đầu cơ có thể theo đuổi một trong hai chiến lược sau:

(1) Chiến lược thứ nhất:

- Bán hợp đồng tương lai với giá F .
- Mua tài sản XYZ với giá P .
- Vay số tiền P cho đến ngày hợp đồng tương lai đáo hạn với lãi suất vay là r .

Tại thời điểm thanh toán hợp đồng, chiến lược này có kết quả như sau:

* Từ việc thanh toán hợp đồng tương lai:	
Số tiền thu được từ việc bán tài sản XYZ theo hợp đồng tương lai	F
Số tiền thu được từ việc đầu tư vào tài sản XYZ trong thời hạn hiệu lực của hợp đồng tương lai	yP
Tổng số tiền thu được trong giao dịch tương lai	
F + yP	
* Từ khoản vay:	
Số vốn gốc hoàn phải trả	P
Số lãi vay phải trả	rP
Tổng chi phí	
P + rP	

Khoản lợi nhuận thu được sẽ là:

Lợi nhuận = Tổng số tiền thu được – Tổng chi phí

$$= F + yP - (P + rP)$$

Giá hợp đồng tương lai mà giá tại đó lợi nhuận của chiến lược bằng 0 hay là không còn cơ hội cho hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. Do đó, để đạt được điểm cân bằng, phương trình sau phải thoả mãn:

$$0 = F + yP - (P + rP)$$

Chuyển về phía phương trình ta được:

$$F = P + P(r - y)$$

(2) Chiến lược thứ hai:

- Mua hợp đồng tương lai.
- Bán (không) tài sản XYZ với giá P.
- Đầu tư (hoặc cho vay) số tiền P với lãi suất r với kỳ đầu tư bằng thời hạn hiệu lực của hợp đồng.

Cũng tại thời điểm thanh toán, chiến lược thu được kết quả như sau:

* Từ việc thanh toán hợp đồng tương lai:	
Số tiền phải trả để mua tài sản XYZ theo hợp đồng tương lai	F
Số tiền phải trả cho người vay tài sản XYZ	yP
Tổng chi phí	F + yP
* Từ khoản đầu tư (cho vay):	
Số vốn gốc được nhận lại khi khoản đầu tư đáo hạn	P
Số lãi nhận được	rP
Tổng số tiền thu được	P + rP

Khoản lợi nhuận thu được là:

Lợi nhuận = Tổng số tiền thu được – Tổng chi phí

$$= P + rP - (F + yP)$$

Đặt lợi nhuận bằng 0 để loại bỏ hoạt động kinh doanh chênh lệch giá và giải phương trình, ta nhận được giá hợp đồng tương lai như sau:

$$F = P + P(r - y)$$

Ví dụ: chúng ta có một tài sản XYZ với các đặc điểm sau:

(1) XYZ đang bán với giá 100\$ trên thị trường giao ngay.

(2) XYZ trả cho người nắm giữ nó (một cách chắc chắn) 12\$ mỗi năm bằng việc thanh toán từng quý 3\$ và việc thanh toán quý tiếp theo là 3 tháng kể từ bây giờ.

(3) Hợp đồng tương lai yêu cầu giao hàng sau 3 tháng kể từ bây giờ.

(4) Tỷ lệ lãi suất 3 tháng hiện tại ở mức mà vốn có thể được vay hay cho vay là 8% mỗi năm.



Giá của hợp đồng tương lai này sẽ là bao nhiêu?

Giả sử giá hợp đồng tương lai là 107\$. Xem xét chiến lược này:

Bán hợp đồng tương lai với mức giá 107\$.

Mua tài sản XYZ trên thị trường giao ngay với mức giá 100\$.

Vay 100\$ trong ba tháng với mức lãi suất 8% năm.

Tiền đi vay được sử dụng để mua tài sản XYZ, kết quả là không có khoản tiền mặt chi tiêu nào đầu tiên cho chiến lược này. Vào ngày kết thúc của ba tháng, người nắm giữ tài sản sẽ nhận được 3\$ từ việc nắm giữ tài sản XYZ. Ba tháng kể từ bây giờ, tài sản XYZ phải được giao để thanh toán hợp đồng tương lai và khoản đi vay phải được thanh toán. Chiến lược này tạo ra một khoản thu nhập như sau:

1. Từ việc thanh toán hợp đồng tương lai
Khoản tiền thu được từ việc bán tài sản XYZ để thanh toán hợp đồng tương lai = \$107 Khoản thanh toán nhận được từ việc đầu tư vào tài sản XYZ trong 3 tháng = \$3
Tổng số tiền thu được = \$110
2. Từ việc đi vay
Thanh toán lại khoản vay gốc = \$100 Tiền lãi đi vay (2% cho 3 tháng) = \$2
Tổng số chi phí = \$102 Lợi nhuận = \$8

Lưu ý chiến lược này sẽ bảo đảm một khoản lợi nhuận 8\$. Hơn nữa, lợi nhuận này được tạo ra với việc không cần khoản tiền đầu tư nào bởi vì những khoản tiền thu được để mua tài sản XYZ đã được đi vay. Khoản lợi nhuận thu được không cần biết đến mức giá hợp đồng tương lai vào ngày thanh toán là bao nhiêu. Như vậy, đây là

một khoản lợi nhuận chênh lệch giá phi rủi ro. Rõ ràng là trong một thị trường hoạt động hiệu quả, các nhà kinh doanh chênh lệch giá sẽ bán hợp đồng tương lai và mua tài sản XYZ, ép giá hợp đồng tương lai giảm xuống và nâng giá của tài sản XYZ lên để nhằm loại bỏ lợi nhuận này.

Giả sử giá hợp đồng tương lai là 92\$ thay vì 107\$. Chúng ta cùng xem xét chiến lược sau:

Mua hợp đồng tương lai với mức giá 92\$.

Bán (bán khống) tài sản XYZ với mức giá 100\$.

Đầu tư (cho vay) 100\$ trong ba tháng với lãi suất 8%/năm.

Cũng không có khoản chi tiêu tiền mặt nào đầu tiên cho chiến lược này. Ba tháng kể từ bây giờ, tài sản XYZ phải được mua để thanh toán cho bên có vị thế dài trong hợp đồng tương lai. Tài sản XYZ được chấp nhận để giao hàng sau đó sẽ được sử dụng để trang trải cho vị thế ngắn hạn (ví dụ, nhằm trang trải cho việc bán khống tài sản XYZ trên thị trường giao ngay). Bằng việc bán khống tài sản XYZ, người bán khống trả cho người cho vay tài sản XYZ. Khoản thu nhập trong ba tháng sẽ là như sau:

Khoản lợi nhuận 7\$ từ chiến lược này là một khoản lợi nhuận chênh lệch giá phi rủi ro. Nó không cần đòi hỏi khoản chi phí tiền mặt nào đầu tiên và một lần nữa khoản lợi nhuận sẽ thu được không cần biết đến mức giá tương lai là bao nhiêu vào ngày thanh toán.

Có một mức giá hợp đồng tương lai mà sẽ loại bỏ lợi nhuận chênh lệch giá phi rủi ro hay không? Câu trả lời có. Không có khoản lợi nhuận chênh lệch giá nếu giá hợp đồng tương lai là 99\$. Hãy cùng xem xét điều gì xảy ra nếu hai chiến lược trước xảy ra, giả sử mức giá hợp đồng tương lai là 99\$.



1. Từ việc thanh toán hợp đồng tương lai	
Khoản tiền phải trả cho người mua tài sản XYZ để thanh toán hợp đồng tương lai = \$92	
Khoản tiền trả cho người cho vay tài sản XYZ để vay tài sản	= \$3
Tổng số chi phí = \$95	
2. Từ việc đi vay	
Khoản tiền nhận được cuối thời điểm đầu tư	= \$100
Tiền lãi thu được từ khoản đầu tư cho vay 3 tháng (2% cho 3Tháng)	= \$2
Tổng số tiền thu được = \$10	
Lợi nhuận = \$7	

Trước tiên xem xét chiến lược:

Bán hợp đồng tương lai với mức giá \$99.

Mua tài sản XYZ với mức giá 100\$.

Vay 100\$ trong 3 tháng với mức lãi suất 8%/năm

1. Từ việc thanh toán hợp đồng tương lai	
Khoản tiền thu được từ việc bán tài sản XYZ để thanh lý hợp đồng tương lai = \$99	
Khoản thanh toán nhận từ việc đầu tư vào tài sản XYZ trong 3 tháng	= \$3
Tổng số tiền thu được = \$102	
2. Từ việc đi vay	
Thanh toán lại khoản vay gốc = \$100	
Tiền lãi đi vay (2% cho 3 tháng)	= \$2
Tổng số chi phí = \$102	
Lợi nhuận	

Không có lợi nhuận chênh lệch giá với chiến lược này.

Xem tiếp theo chiến lược:

Mua hợp đồng tương lai với mức giá 99\$.

Bán (bán khống) tài sản XYZ với mức giá 100\$.

Đầu tư (cho vay) 100\$ trong ba tháng với mức lãi suất 8%/năm

Khoản thu nhập trong ba tháng sẽ như sau:

1. Từ việc thanh toán hợp đồng tương lai	
Khoản tiền phải trả cho người mua tài sản XYZ để thanh toán đồng tương lai = 99\$	
Khoản tiền trả cho người cho vay tài sản XYZ để vay tài sản	= \$3
Tổng số chi phí = \$95	
2. Từ việc đi vay	
Khoản tiền nhận được cuối thời điểm đầu tư = \$100	
Tiền lãi thu được từ khoản đầu tư cho vay 3 tháng (2% cho 3 Tháng) = \$2	
Tổng số tiền thu được = \$102	
Lợi nhuận = \$0	

Chúng ta thấy, cả hai chiến lược này đều không đưa đến một khoản lợi nhuận chênh lệch giá. Do đó, một mức giá hợp đồng tương lai 99\$ là mức giá cân bằng bởi vì bất kỳ mức giá hợp đồng tương lai cao hơn hay thấp hơn sẽ cho phép một khoản lợi nhuận chênh lệch giá phi rủi ro

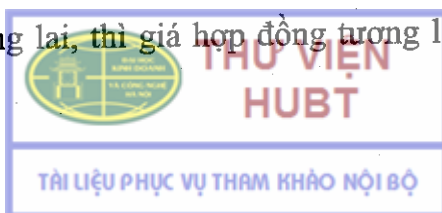
Áp dụng công thức tính giá hợp đồng tương lai theo nguyên tắc phân trên:

$$F = P + P(r - y)$$

$$\text{với } r = 0,02; y = 0,03; P = 100\$$$

Chúng ta cũng có được kết quả giá hợp đồng tương lai là $F = 100\$ - 100\$ (0,03 - 0,02) = 99\$$. Điều này đúng với mức giá hợp đồng tương lai hoà vốn như ví dụ nêu trên.

Như vậy, cho dù nhà đầu tư thực hiện chiến lược nào, mua hay bán hợp đồng tương lai, thì giá hợp đồng tương lai cũng được xác



định theo một công thức chung, phụ thuộc vào giá giao ngay, chi phí tài trợ và lợi suất đầu tư vào tài sản làm cơ sở cho hợp đồng. Giá tương lai có thể ở mức tăng so với giá giao ngay (tức là giá cao hơn trên giá thị trường giao ngay) tùy thuộc vào tích $P(r-y)$, mà cụ thể hơn tùy thuộc vào độ lớn chi phí đi vay so với lợi suất đầu tư. Chênh lệch giữa chi phí đi vay và lợi suất đầu tư $(r-y)$ được gọi là chi phí tài trợ ròng hay là chi phí nắm giữ (cost of carry). Chi phí nắm giữ là dương khi lợi suất thu được lớn hơn chi phí tài trợ. Trong trường hợp ngược lại, mức lợi suất không cao bằng chi phí tài trợ, chi phí nắm giữ được xem là âm. Mỗi quan hệ giữa chi phí và giá hợp đồng tương lai được mô tả bằng bảng sau.

Chi phí nắm giữ tương lai	Giá hợp đồng
Dương ($y > r$)	ở mức thấp hơn so với giá trên thị trường giao ngay ($F < P$)
Âm ($y < r$)	ở mức cao hơn so với giá trên thị trường giao ngay ($F > P$)
Bằng 0 ($r = y$)	ở mức bằng với giá trên thị trường giao ngay ($F = P$)

Chi phí nắm giữ và các yếu tố ảnh hưởng đến giá hợp đồng tương lai

Chi phí nắm giữ có một ý nghĩa vô cùng lớn trong việc định giá trên thị trường tương lai. Trên thực tế, việc tính toán chi phí nắm giữ bằng khoản chênh lệch giữa chi phí vay vốn và lợi suất đầu tư $(r-y)$ như trên chỉ là một sự đơn giản hóa về mặt lý thuyết. Có nhiều yếu tố tác động khác ảnh hưởng tới các khoản mục chi phí và lợi nhuận trong quá trình nắm giữ một hợp đồng tương lai cho tới khi đáo hạn. Trong những trường hợp mà lợi nhuận từ việc nắm giữ là không thể biết trước một cách chính xác - là những trường hợp phổ biến trong giao dịch nhiều loại hợp đồng tương lai - chi phí nắm giữ còn phụ

thuộc vào kỳ vọng của người nắm giữ về mức lợi suất tương lai của sản phẩm cơ sở, cũng như các thay đổi về chi phí phát sinh không thể biết trước.

Một số lý do phổ biến khiến cho giá thực tế của hợp đồng tương lai không giống với giá lý thuyết. Đó là:

- *Các luồng tiền xuất hiện giữa kỳ*: Trong mô hình, chúng ta đã giả định rằng không có các luồng tiền xuất hiện vào giữa kỳ do yêu cầu ký quỹ biến đổi. Bên cạnh đó, mọi khoản thanh toán cổ tức hay lãi trái phiếu đều được thực hiện vào ngày đáo hạn hợp đồng chứ không phải vào một ngày nào đó trong kỳ. Tuy nhiên, việc các dòng tiền xuất hiện vào giữa kỳ là có hoàn toàn khả năng xảy ra, có thể do nhà đầu tư nộp khoản ký quỹ bổ sung, hoặc tiền lãi và cổ tức được trả vào cuối kỳ. Do ta giả định không có yêu cầu về ký quỹ biến đổi nên về mặt kỹ thuật, giá lý thuyết hợp đồng tương lai cũng chính là giá lý thuyết của hợp đồng kỳ hạn vì hợp đồng kỳ hạn không điều chỉnh theo giá thị trường vào cuối mỗi ngày giao dịch nên không đòi hỏi có quỹ bổ sung.

- *Chênh lệch giữa lãi suất vay và cho vay*: Nói chung, trong thực tế, lãi suất vay và lãi suất cho vay không trùng nhau mà thông thường lãi suất vay lớn hơn lãi suất cho vay. Khi đó, với mô hình kinh doanh chênh lệch giá, ta không thể xác định được chính xác giá hợp đồng tương lai mà chỉ tìm được phạm vi dao động của nó.

Nếu ký hiệu r_B là lãi suất vay và r_L là lãi suất cho vay, ta có $r_B > r_L$. Nếu chiến lược thứ nhất được áp dụng (bán hợp đồng tương lai), thì giá tương lai không tạo ra lợi nhuận arbitrage là:

$$F = P + P(r_B - y)$$

Còn nếu thực hiện chiến lược thứ hai (mua hợp đồng tương lai), giá tương lai cân bằng sẽ là:



$$F = P + P(r_L - y)$$

Hai phương trình trên kết hợp lại tạo ra một khoảng giới hạn của mức giá cân bằng. Giá hợp đồng tương lai sẽ nằm trong khoảng

$$P + P(L - y) < F < P + P(B - y)$$

- *Chi phí giao dịch*: Một giả định nữa của chúng ta khi xây dựng mô hình định giá hợp đồng tương lai là không có chi phí giao dịch phát sinh trong quá trình tạo dựng một vị thế; tức là nhà đầu tư không phải trả tiền để được tham gia vào một giao dịch với tư cách bán hay là người mua. Tuy nhiên, trong thực tế, các chi phí để đảm nhận hoặc được kết thúc một vị thế trên thị trường giao ngay cũng như chi phí giao dịch quay vòng đối với các hợp đồng tương lai đều có ảnh hưởng đến giá hợp đồng tương lai. Chi phí này làm cho khoảng giới hạn của giá tương lai mở rộng hơn.

- *Số tiền thu được từ việc bán khống tài sản*: Trong chiến lược có liên quan đến hành vi bán khống tài sản, ta đã giả định rằng nhà đầu tư nhận được toàn bộ số tiền bán khống và tái đầu tư số tiền đó. Trên nhiều thị trường, các nhà đầu tư cá nhân không được phép rút về số tiền thu được trong giao dịch; hơn nữa, họ còn nộp một khoản ký quỹ thì mới được bán khống tài sản. Với những nhà đầu tư có tổ chức, tài sản bán khống có thể đi vay nhưng họ phải bỏ ra chi phí vay. Chi phí này sẽ làm giảm mức lợi suất do tài sản mang lại.

- *Tài sản được chuyển giao và ngày thanh toán chưa được biết trước*: Trong trường hợp giao dịch hợp đồng tương lai đối với trái phiếu chính phủ, để thoả mãn một hợp đồng, bên giao có thể nhận một trong số nhiều loại trái phiếu có đủ điều kiện và họ có quyền lựa chọn trái phiếu đó. Do đó, người mua trong hợp đồng tương lai không biết trước mình sẽ nhận được được tài sản nào. Ngoài ra, cũng trong

hợp đồng này, người bán được quyền chọn thời điểm cụ thể trong thanh toán để giao tài sản. Các yếu tố chưa biết trước này đều có ảnh hưởng đến giá hợp đồng tương lai.

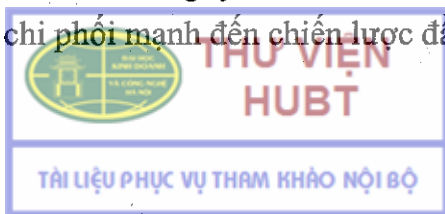
- *Tài sản cơ sở là một rủi ro chứng khoán*: Trong một số trường hợp, công cụ cơ sở của một hợp đồng tương lai không phải là một tài sản đơn lẻ mà là một rủi ro các tài sản, hoặc là một chỉ số các hợp đồng tương lai về chỉ số cổ phiếu hay hợp đồng tương lai chỉ số trái phiếu chính quyền địa phương. Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá đối với các loại hợp đồng này vấp phải một vấn đề là việc mua hay bán toàn bộ các tài sản trong chỉ số đòi hỏi một chi phí quá tốn kém. Vì vậy, hay vào đó, người ta xây dựng một danh mục gồm số tài sản ít hơn để mô phỏng chỉ số đó. Nhưng như vậy, nghiệp vụ kinh doanh chênh lệch giá không còn là phi rủi ro nữa vì lúc này xuất hiện rủi ro danh mục không mô phỏng chính xác chỉ số. Rủi ro này dẫn đến các chi phí giao dịch cao hơn và không chắc chắn đối với kết quả kinh doanh chênh lệch giá.

3.6. Nhân tố ảnh hưởng tới lựa chọn chiến lược đầu tư chứng khoán

Có nhiều chiến lược, chiến thuật đầu tư chứng khoán khác nhau. Để đầu tư thành công, mỗi nhà đầu tư cần lựa chọn chiến lược đầu tư phù hợp. Có nhiều nhân tố ảnh hưởng tới việc sử dụng chiến lược đầu tư chứng khoán, trong đó phải kể đến là mục tiêu đầu tư, năng lực tài chính, sự đa dạng công cụ đầu tư, môi trường pháp lý, khả năng thu thập, phân tích và xử lý thông tin...

- Mục tiêu đầu tư

Mỗi chủ thể đều có mục tiêu đầu tư riêng tùy thuộc vào nhu cầu, tính cách hoặc quy định của công ty... Mục tiêu sinh lời và khả năng chấp nhận rủi ro sẽ chi phối mạnh đến chiến lược đầu tư của mỗi chủ



thể. Khả năng chấp nhận sinh lời cao với mức chấp nhận rủi ro cao thường lựa chọn danh mục cổ phiếu có mức độ biến động giá cao, sử dụng kết hợp với đòn bẩy tài chính trong đầu tư.

- Năng lực tài chính

Một nhà đầu tư có năng lực tài chính mạnh thường đầu tư với quy mô lớn hơn so với nhà đầu tư nhỏ. Chiến lược đầu tư của họ sẽ linh hoạt hơn. Khi thị trường hoảng loạn và sợ hãi, nhà đầu tư lớn có cơ hội để bắt đáy tốt hơn...

- Sự đa dạng công cụ đầu tư

Khả năng đa dạng danh mục đầu tư, khả năng ứng dụng kết hợp đầu tư chứng khoán đơn lẻ với quyền chọn hay khả năng kết hợp nhiều quyền chọn khác tùy thuộc vào các công cụ đầu tư sẵn có trên thị trường. Hay nói cách khác, sự đa dạng các công cụ đầu tư sẵn có trên thị trường chi phối khá lớn đến chiến lược đầu tư, chiến lược bảo hiểm rủi ro của mỗi chủ thể.

- Môi trường pháp lý

Tùy thuộc vào từng giai đoạn phát triển thị trường, luật các nước quy định cho phép hay không cho phép thực hiện giao dịch ký quỹ, bán khống, được sử dụng các hình thức bảo lãnh phát hành nào và công cụ phái sinh nào được phép giao dịch, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu tối đa của mỗi chủ thể đối với từng công ty là bao nhiêu, giao dịch mua bán đồng thời cùng một mã chứng khoán được thực hiện hay không... Các quy định pháp lý đó sẽ chi phối đến khả năng ứng dụng các chiến lược đầu tư của mỗi chủ thể...

- Khả năng thu thập, phân tích, xử lý thông tin

Mỗi chủ thể có khả năng thu thập thông tin, khả năng phân tích và xử lý thông tin khác nhau. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ với khả năng thu

thập thông tin hạn chế, khả năng phân tích và hiểu biết không nhiều có thiên hướng thực hiện đầu tư thông qua ủy thác đầu tư hoặc đầu tư thông qua quỹ đầu tư nhằm lợi dụng thế mạnh của các chủ thể này và kỳ vọng kết quả đầu tư cao hơn so với trực tiếp đầu tư. Đối với các tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với khả năng thu thập thông tin, phân tích và xử lý thông tin tốt, với công nghệ hỗ trợ mạnh thường đầu tư trực tiếp và khả năng ứng dụng đa dạng các chiến lược đầu tư tốt hơn.

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Đầu tư chứng khoán hay còn gọi là đầu tư tài chính được thể hiện dưới hình thức người đầu tư bỏ tiền mua các công cụ tài chính nhằm mục đích hưởng lợi tức hoặc kiếm lợi do việc tăng giá của các công cụ đó.

***Đầu tư chứng khoán có đặc điểm như tài sản đầu tư là chứng khoán**, hoạt động đầu tư chứng khoán có tính nhạy cảm cao và luôn chịu sự giám sát chặt chẽ của luật pháp, chủ thể đầu tư chứng khoán rất đa dạng, hoạt động đầu tư chứng khoán có khả năng sinh lời và rủi ro lớn.*

Để đầu tư chứng khoán thành công, các chủ thể đầu tư thường phải tuân thủ một số nguyên tắc như xây dựng chính sách đầu tư, lựa chọn chứng khoán và thời điểm đầu tư dựa trên phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, đa dạng hóa danh mục đầu tư, nguyên tắc cắt lỗ trong đầu tư, có thói quen đánh giá sai lầm và đầu tư theo xu hướng.

Mỗi chủ thể tham gia thị trường chứng khoán có thể lựa chọn nhiều cách thức đầu tư khác nhau, có thể trực tiếp đầu tư hoặc đầu tư thông qua quỹ đầu tư.

Tự doanh là một trong nghiệp vụ kinh doanh của CTCK. Theo đó, tự doanh là việc CTCK mua hoặc bán chứng khoán cho chính mình. Hoạt động tự doanh được thực hiện trên cơ sở tuân thủ một số nguyên tắc nhất định như hoạt động đầu tư tự doanh phải bảo toàn và phát triển vốn; hoạt động đầu tư tự doanh trong phạm vi danh mục và hạn mức đầu tư đó được cấp có thẩm quyền phê duyệt trong từng thời kỳ và trong giới hạn rủi ro cho phép; không làm ảnh hưởng đến các hoạt động kinh doanh khác của công ty; đảm bảo các mục tiêu

phát triển chung của công ty; hoạt động đầu tư tự doanh phải phù hợp với các quy định của pháp luật, Điều lệ công ty, Quy chế Đầu tư Tự doanh và Quy trình Tự doanh của công ty; nguyên tắc bảo mật.

* Nhằm hạn chế rủi ro cho tổ chức kinh doanh chứng khoán, luật chứng khoán ở các nước đều có một số quy định hạn chế đầu tư như không được phép đầu tư quá một tỷ lệ nhất định vào chứng khoán của một tổ chức phát hành...

* Các tổ chức kinh doanh chứng khoán thường xây dựng quy trình cho hoạt động tự doanh như: Xây dựng kế hoạch đầu tư và thiết kế danh mục đầu tư; quy trình mua, bán; quản lý và báo cáo danh mục; đánh giá danh mục đầu tư.

* Các chiến thuật kinh doanh cổ phiếu bao gồm: chiến thuật nắm giữ trạng thái “trường”, chiến thuật nắm giữ trạng thái “đoàn”, chiến thuật đầu tư chênh lệch chỉ số cổ phiếu, chiến thuật đầu tư theo cặp, chiến thuật đầu tư chênh lệch sáp nhập doanh nghiệp, chiến thuật đầu tư chênh lệch trái phiếu chuyển đổi.

- Các chiến thuật kinh doanh trái phiếu bao gồm: chiến thuật đầu tư trạng thái “trường”, chiến thuật đầu tư trạng thái “đoàn”, chiến thuật đầu tư chênh lệch đường cong lãi suất, chiến thuật chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền, chiến thuật đầu tư chênh lệch hội tụ, chiến thuật đầu tư chênh lệch từ cơ cấu sản phẩm.

- Chiến thuật đầu tư chứng khoán phái sinh bao gồm chiến thuật kinh doanh quyền chọn, chiến thuật kinh doanh hợp đồng tương lai.

* Có nhiều nhân tố ảnh hưởng tới việc sử dụng chiến lược đầu tư chứng khoán, trong đó phải kể đến là mục tiêu đầu tư, năng lực tài chính, sự đa dạng công cụ đầu tư, môi trường pháp lý, khả năng thu thập, phân tích và xử lý thông tin.



MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Nguyên tắc đầu tư	Investment Principles
Ủy thác đầu tư	Entrusted Investment
Chiến lược kinh doanh trạng thái “trường”	“long” position strategy
Chiến lược kinh doanh trạng thái “đoản”	“short” position strategy
Chiến lược chênh lệch đường cong lãi suất	Yield curve arbitrage
Chiến lược chênh lệch lãi suất hai đồng tiền	Interest arbitrage
Chiến lược kinh doanh quyền chọn	Option Trading Strategies
Chiến lược đầu tư chênh lệch chỉ số	Index arbitrage
Chiến thuật đầu tư theo cặp	Pair Trading
Chiến thuật đầu tư chênh lệch mua bán sáp nhập doanh nghiệp	Merger arbitrage

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 3

1. Cho biết khái niệm, mục đích và nguyên tắc đầu tư chứng khoán.

2. So sánh sự khác biệt giữa nghiệp vụ tự doanh và môi giới chứng khoán.

3. Sự khác biệt khi đầu tư qua ủy thác đầu tư và đầu tư qua quỹ đầu tư.

4. Nêu nội dung các chiến thuật kinh doanh cổ phiếu, trái phiếu và chứng khoán phái sinh.

5. Hãy trình bày và phân tích một số chiến thuật giao dịch cổ phiếu của một số nhà đầu tư thành công trên thế giới.

6. Với số tiền 500 triệu VNĐ, bạn hãy cho biết chiến lược kinh doanh chứng khoán và xây dựng danh mục đầu tư của mình như thế nào?

7. Phân tích và liên hệ thực tiễn về các nhân tố ảnh hưởng đến chiến lược kinh doanh chứng khoán.

CHƯƠNG 4

BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

Để phát hành chứng khoán thành công, các tổ chức phát hành thường được một tổ chức hoặc nhóm các tổ chức làm bảo lãnh phát hành. Đây là nghiệp vụ đòi hỏi kiến thức và kỹ năng nghề nghiệp cao. Vậy, bảo lãnh phát hành chứng khoán là gì, vai trò của tổ chức bảo lãnh phát hành như thế nào? Nội dung này sẽ được làm rõ trong phần đầu của chương. Các chủ thể tham gia bảo lãnh phát hành khá đa dạng từ Ban giám đốc, Hội đồng quản trị đến các tổ chức bảo lãnh, đại lý phân phối, tổ chức kiểm toán, tổ chức tư vấn pháp lý. Mỗi chủ thể có nhiệm vụ riêng. Nhiệm vụ của các chủ thể cũng như các hình thức bảo lãnh phát, quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán sẽ được giới thiệu ở phần còn lại của chương.

4.1. Khái niệm và vai trò của bảo lãnh phát hành chứng khoán

4.1.1. Khái niệm về bảo lãnh phát hành chứng khoán

Pháp luật của hầu hết các nước trên thế giới cũng như hoạt động thực tế của thị trường chứng khoán quốc tế đều thừa nhận rằng bảo lãnh phát hành là việc một hoặc một nhóm chủ thể nhất định giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục để phát hành chứng khoán và giúp chứng khoán được giao dịch trên TTCK.

Theo đạo luật về thị trường vốn và dịch vụ đầu tư tài chính của Hàn Quốc thì bảo lãnh phát hành có nghĩa là bất cứ những công việc nào sau đây được tiến hành trong việc chào bán cổ phiếu ra công chúng, phát hành riêng lẻ, hay bán chứng khoán ra công chúng:

(i) Mua tất cả hoặc một phần chứng khoán với dự kiến sẽ có các bên thứ ba mua những chứng khoán đó và

(ii) Ký kết hợp đồng với điều khoản là nếu không có các bên thứ ba sẵn sàng mua tất cả hoặc một phần số chứng khoán đó thì bên mua trong hợp đồng sẽ nắm giữ tất cả số chứng khoán còn lại.

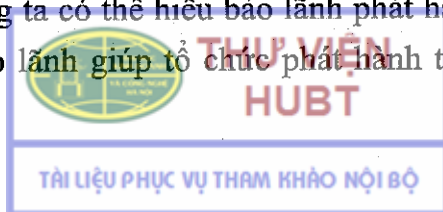
Theo quy định của Indonesia thì: “Bảo lãnh phát hành chứng khoán là người ký hợp đồng với tổ chức phát hành để bán các chứng khoán của tổ chức phát hành hoặc quản lý những người gia nhập tổ chức phát hành với mục đích phát hành chứng khoán ra công chúng...” Hay theo luật chứng khoán Thái Lan quy định: “Bảo lãnh có nghĩa là một chủ thể đảm bảo việc bán chứng khoán ra công chúng...”

Theo quy định của Anh thì bảo lãnh phát hành chứng khoán là việc đảm nhận cam kết chắc chắn để mua một khối lượng xác định chứng khoán mới phát hành vào một ngày cụ thể và ở mức giá định trước nếu không có ai mua.

Và ở các nước khác cũng có những quy định tương tự, tại Việt Nam theo quy định tại Luật chứng khoán thì: Bảo lãnh phát hành chứng khoán là việc tổ chức bảo lãnh phát hành cam kết với tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, nhận mua một phần hay toàn bộ chứng khoán của tổ chức phát hành để bán lại hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết của tổ chức phát hành hoặc hỗ trợ tổ chức phát hành trong việc phân phối chứng khoán ra công chúng.

Tổ chức bảo lãnh phát hành được hưởng phí bảo lãnh hoặc một tỷ lệ hoa hồng nhất định trên số tiền thu được từ đợt phát hành. Mức phí phụ thuộc tính chất của đợt phát hành. Một nhà bảo lãnh phát hành có thể đảm đương toàn bộ số cổ phiếu của đợt phát hành. Nhưng nếu đợt phát hành là của công ty lớn và số lượng chứng khoán vượt quá khả năng của một nhà bảo lãnh phát hành thì các tổ chức bảo lãnh có thể lập nên tổ hợp bảo lãnh phát hành.

Như vậy, chúng ta có thể hiểu bảo lãnh phát hành chứng khoán là việc tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ



tục trước khi chào bán chứng khoán, tổ chức việc phân phối chứng khoán, nhận mua một phần hay toàn bộ chứng khoán còn lại chưa phân phối hết và giúp bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu sau khi phát hành.

4.1.2. Vai trò của bảo lãnh phát hành

- **Đối với tổ chức phát hành**

Thứ nhất, qua hoạt động tư vấn tài chính, tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành xem xét lại công tác quản lý tài chính, phát hiện ra các mặt tích cực cũng như các yếu kém, từ đó tư vấn cho tổ chức phát hành các biện pháp hoàn thiện công tác quản lý tài chính, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn huy động được từ đợt phát hành. Mặt khác với các doanh nghiệp đang muốn niêm yết chứng khoán trên Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) hay phát hành chứng khoán ra công chúng thường được yêu cầu áp dụng mô hình quản trị kinh doanh hiện đại, trong đó có quản trị tài chính doanh nghiệp, do đó kết quả của hoạt động tư vấn tài chính không chỉ là tài liệu hữu ích giúp cải thiện tình hình tài chính hiện tại mà còn giúp cho việc hoạch định chiến lược tài chính dài hạn của tổ chức phát hành.

Thứ hai, nâng cao khả năng thành công của đợt phát hành. Các nhân viên của tổ chức bảo lãnh phát hành là những người có kiến thức chuyên môn về lĩnh vực kinh tế tài chính, cộng với việc họ là các nhà kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp, được chuyên môn hóa trong lĩnh vực bảo lãnh phát hành chứng khoán, nên họ có lợi thế hơn trong việc nắm bắt các nhu cầu của thị trường. Nhờ đó họ có thể đưa ra lời tư vấn đáng giá cho tổ chức phát hành nên phát hành loại chứng khoán nào vừa phù hợp với nhu cầu huy động vốn, vừa phù hợp với nhu cầu đầu tư trên thị trường. Trong quá trình phân phối chứng khoán, do là nhà phân phối chuyên nghiệp, tổ chức bảo lãnh phát hành có sẵn một mạng lưới phân phối và các mối quan hệ từ trước với các đại lý phát hành, với các nhà đầu tư, nhất là các tổ chức

đầu tư lớn, do vậy việc phân phối chứng khoán chắc chắn sẽ có nhiều thuận lợi hơn so với trường hợp tổ chức phát hành tự phân phối chào bán chứng khoán.

Thứ ba, hạn chế và chia sẻ rủi ro. Nếu tự phát hành, tổ chức phát hành sẽ phải gánh chịu mọi rủi ro của đợt phát hành. Còn nếu phát hành qua tổ chức bảo lãnh, sẽ có sự chia sẻ rủi ro giữa hai bên khi có rủi ro. Các đơn vị bảo lãnh trong tổ hợp cũng có thể chia sẻ rủi ro cho nhau. Tuy nhiên phát hành chứng khoán qua tổ chức bảo lãnh cũng có những nhược điểm nhất định, đó là: (1) tổ chức phát hành phải trả cho tổ chức bảo lãnh một khoản phí bảo lãnh, phí này thường khá lớn và trong một số trường hợp, tùy thuộc vào hợp đồng kí kết, phí bảo lãnh không phụ thuộc vào số vốn huy động được từ đợt phát hành; (2) Do không trực tiếp phân phối chứng khoán nên tổ chức phát hành khó kiểm soát được thành phần cổ đông mới; (3) Nếu trình độ chuyên môn nghiệp vụ của tổ chức bảo lãnh phát hành không tốt, đợt phát hành không thành công có thể gây thiệt hại cho tổ chức phát hành.

• Đối với tổ chức bảo lãnh

Hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán có một số vai trò như sau đối với tổ chức bảo lãnh phát hành. Thứ nhất, đây là một trong những nghiệp vụ mang lại nguồn thu nhập khá tốt cho tổ chức bảo lãnh phát hành, đặc biệt vào những giai đoạn nền kinh tế đang cần vốn. Thứ hai, hoạt động này sẽ góp phần nâng cao vị thế uy tín của tổ chức bảo lãnh phát hành. Do đây là một trong những hoạt động phức tạp, đòi hỏi trình độ và kinh nghiệm của tổ chức bảo lãnh phát hành. Nên sự thành công của hoạt động bảo lãnh phát hành sẽ mang lại uy tín cao cho tổ chức bảo lãnh. Ngoài ra, nghiệp vụ bảo lãnh phát hành có liên quan đến nhiều dịch vụ khác của tổ chức bảo lãnh nên nó sẽ tạo điều kiện để phát triển thêm các dịch vụ này.



4.2. Các chủ thể tham gia quá trình bảo lãnh phát hành cổ phiếu

Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) là một quá trình phức tạp, trải qua nhiều công đoạn khác nhau. Việc đầu tiên đối với một doanh nghiệp muốn phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu là thành lập “Nhóm công tác IPO”. Nhóm này gồm các nhân sự cao cấp bên trong và bên ngoài doanh nghiệp, bao gồm: một số thành viên trong ban giám đốc và hội đồng quản trị, ngân hàng bảo lãnh, kiểm toán độc lập, tư vấn pháp lý, tư vấn phát hành, tư vấn quan hệ công chúng và các đối tác khác.

Ban giám đốc và hội đồng quản trị

Chất lượng ban điều hành doanh nghiệp có vai trò quan trọng đối với sự thành bại của một cuộc IPO bởi họ là người thuyết phục nhà đầu tư tin tưởng vào tương lai phát triển của doanh nghiệp. Nếu các thành viên trong ban giám đốc đã có kinh nghiệm tham gia IPO trước đây thì đó là một lợi thế. Ngoài ra, chất lượng hội đồng quản trị và uy tín của các thành viên cũng có vai trò quan trọng trong việc thu hút các nhà đầu tư.

Ngân hàng bảo lãnh và tổ hợp bảo lãnh

Doanh nghiệp sẽ lựa chọn một ngân hàng đầu tư thực hiện việc bảo lãnh phát hành và đứng ra làm ngân hàng đầu mối. Tùy theo quy mô và tính phức tạp của đợt phát hành mà ngân hàng đầu mối có thể kêu gọi các ngân hàng khác cùng tham gia bảo lãnh, hình thành nên tổ hợp bảo lãnh phát hành. Việc tham gia của nhiều ngân hàng là nhằm chia sẻ rủi ro đối với việc bảo lãnh phát hành. Do đó, mỗi thành viên trong nhóm bảo lãnh sẽ đồng ý việc mua bao tiêu một tỷ lệ nhất định đối với toàn bộ khối lượng chứng khoán phát hành. Phí bảo lãnh sẽ được chia sẻ theo tỷ lệ trách nhiệm đã được thỏa thuận trước.

Do tầm quan trọng của bảo lãnh phát hành, doanh nghiệp thường đưa ra các tiêu chí khi lựa chọn ngân hàng bảo lãnh ngoài tiêu chí về phí bảo lãnh như uy tín, kinh nghiệm, mạng lưới phát hành, khả năng tạo lập thị trường, khả năng nghiên cứu chứng khoán sau phát hành và các dịch vụ bổ sung khác. Việc lựa chọn ngân hàng bảo lãnh có thể được thực hiện thông qua chỉ định hoặc đấu thầu công khai.

Ngân hàng được bổ nhiệm thực hiện bảo lãnh phát hành cũng tiến hành tìm hiểu sơ lược về doanh nghiệp, đánh giá rủi ro liên quan đến đợt phát hành và quyết định có tham gia cung cấp dịch vụ. Thông thường ngân hàng đầu tư và doanh nghiệp có mối quan hệ đối tác truyền thống, do đó việc bổ nhiệm ngân hàng bảo lãnh trong thực tế cũng không phải là một quá trình phức tạp. Khi hai bên đồng ý, ngân hàng và doanh nghiệp sẽ tiến hành thảo luận các chi tiết của đợt phát hành như loại chứng khoán phát hành, khối lượng phát hành, loại cam kết bảo lãnh, mức giá bảo lãnh phát hành. Các nội dung chi tiết sẽ được đưa vào trong “Thỏa thuận dự kiến” (Letter of Intent) và sau đó chính thức là Hợp đồng bảo lãnh phát hành.

Đại lý phân phối chứng khoán (Selling group)

Đại lý phân phối chứng khoán là một bộ phận của nhóm phân phối chứng khoán với nhiệm vụ bán chứng khoán cho các nhà đầu tư trên thị trường. Nhóm phân phối chứng khoán bao gồm các thành viên của nhóm bảo lãnh phát hành và các đại lý phân phối. Các đại lý phân phối thường là các công ty chứng khoán và các ngân hàng đầu tư với mạng lưới khách hàng lớn. Họ hưởng phí hoa hồng dựa trên giá trị vốn huy động được thông qua việc mua giá thấp hơn giá phát hành. Nếu không phân phối hết chứng khoán, họ sẽ trả lại cho ngân hàng bảo lãnh và tổ hợp bảo lãnh.

Kiểm toán độc lập



Công ty kiểm toán độc lập có vai trò xác nhận tính trung thực và hợp lý các số liệu tài chính trong hồ sơ đăng ký phát hành cũng như bản cáo bạch cung cấp cho các nhà đầu tư. Công ty kiểm toán độc lập cũng có trách nhiệm giúp Ủy ban chứng khoán giải đáp các thắc mắc liên quan đến các vấn đề về kế toán. Sau khi thực hiện các thủ tục kiểm tra, công ty kiểm toán sẽ phát hành thư xác nhận tính trung thực của các số liệu tài chính trong hồ sơ đăng ký phát hành.

Tư vấn phát hành

Tùy theo mức độ phức tạp của từng đợt phát hành mà doanh nghiệp có thể thuê công ty tư vấn tham gia vào quá trình IPO. Công ty tư vấn có thể giúp lựa chọn ngân hàng bảo lãnh, lập Hồ sơ đăng ký niêm yết với Ủy ban chứng khoán.

Tư vấn pháp lý

Công ty tư vấn luật có vai trò tư vấn tuân thủ với các quy định của luật phát hành chứng khoán, đặc biệt các vấn đề liên quan đến quá trình đăng ký và phát hành chứng khoán. Luật sư có trách nhiệm soát xét tính pháp lý của các biên bản hội đồng quản trị, họp cổ đông, điều lệ công ty, các hợp đồng lớn, các giấy tờ sở hữu các tài sản quan trọng của doanh nghiệp. Luật sư cũng có trách nhiệm phối kết hợp giải quyết các thắc mắc của Ủy ban chứng khoán liên quan đến hồ sơ đăng ký.

Tư vấn quan hệ công chúng

Tư vấn quan hệ công chúng cũng có vai trò quan trọng trong việc giúp xây dựng hình ảnh chuyên nghiệp và giúp doanh nghiệp thực hiện các buổi thuyết trình cho nhà đầu tư. Tư vấn quan hệ công chúng có thể giúp doanh nghiệp lựa chọn danh sách các công ty phân tích chứng khoán độc lập và các báo kinh doanh có tiếng nhằm cung cấp thông tin cũng như thông cáo báo chí, nhằm quảng bá cho công chúng về đợt phát hành.

Dịch vụ cổ đông

Công ty dịch vụ cổ đông có vai trò cung cấp các dịch vụ cổ đông như quản lý danh sách cổ đông và số lượng cổ phiếu nắm giữ, chuyển giao cổ phiếu. Dịch vụ cổ đông cũng cung cấp các dịch vụ liên quan đến hành động của doanh nghiệp như thanh toán cổ tức, chia tách cổ phiếu, phát hành cổ phiếu thưởng, gửi thông báo liên lạc cho các cổ đông. Dịch vụ cổ đông cũng cung cấp các dịch vụ liên quan đến họp đại hội đồng cổ đông thường niên.

4.3. Phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và các loại hợp đồng

4.3.1. Phương thức thực hiện bảo lãnh phát hành

Có hai phương thức bảo lãnh phát hành (BLPH) là: đấu thầu cạnh tranh và bảo lãnh phát hành thoả thuận.

Phương thức bảo lãnh phát hành cạnh tranh

Trong cơ chế bảo lãnh phát hành cạnh tranh, tổ chức bảo lãnh sẽ đưa ra giá dự thầu hay giá chứng khoán. Tại phiên đấu thầu, tổ chức phát hành sẽ bán chứng khoán cho tổ chức bảo lãnh phát hành nào đưa ra giá có lợi nhất cho tổ chức phát hành, sau đó số chứng khoán sẽ được chuyển cho tổ chức bảo lãnh bán với một mức giá đã được xác định từ trước.

Phương thức bảo lãnh phát hành thoả thuận

Đối với phương thức bảo lãnh phát hành thoả thuận, điều khoản bán chứng khoán đã được thoả thuận trước giữa tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành theo đó tổ chức phát hành bán với tư cách như là một nhà bán lẻ còn tổ chức phát hành là nhà bán buôn. Trong cả hai trường hợp trên nếu xảy ra trường hợp bán không hết số chứng khoán phát hành trong khi thời gian phát hành chứng khoán theo luật



định sắp kết thúc thì tổ hợp bảo lãnh phát hành sẽ có nhiều cách để giải quyết số chứng khoán còn lại theo nhiều cách như mở rộng mạng lưới bán, phân chia cho các thành viên khác bán... Nhưng vẫn sẽ phải đảm bảo giá bán của chứng khoán là không thay đổi.

Một tổ chức bảo lãnh phát hành có trình độ cao được đánh giá dựa trên các tiêu chí cơ bản sau:

- Năng lực tài chính: năng lực tài chính của tổ chức bảo lãnh phát hành là yếu tố được coi là quan trọng nhất đối với hoạt động BLPH.

- Danh tiếng hay uy tín (đặc biệt trong hoạt động BLPH hay IPO): tiếng tăm, uy tín của tổ chức bảo lãnh (TCBL); những thương vụ mà TCBL đã tham gia, mức độ thành công, quy mô của thương vụ...

- Khả năng phân phối: tổ chức, cá nhân; phạm vi trong nước, quốc tế.

- Hệ thống khách hàng tổ chức và cá nhân của tổ chức BLPH.

- Kinh nghiệm: đánh giá kinh nghiệm về hoạt động BLPH đã thực hiện; kinh nghiệm trong việc tham gia trên thị trường sơ cấp; số lần bị thất bại trong các đợt BLPH; các cam kết BLPH hiện tại.

- Năng lực tạo lập thị trường: các TCBL phát hành sẽ tiếp tục tạo lập thị trường trong bao lâu và với quy mô nào? Ưu điểm trong trường hợp một công ty chứng khoán là người bảo lãnh phát hành?

- Năng lực nghiên cứu: TCBL phát hành có bao nhiêu chuyên gia phân tích cho ngành, lĩnh vực mà tổ chức phát hành đang hoạt động? năng lực, kinh nghiệm của đội ngũ phân tích, chuyên gia như thế nào? Các chuyên gia phân tích đã tham gia bao nhiêu thương vụ thành công? Quy mô các thương vụ đó?

- Về tư vấn tài chính cho tổ chức phát hành: TCBL phát hành đã mang lại giá trị như thế nào đối với các tổ chức phát hành tương

tự trong việc huy động nguồn tài trợ mới? Chứng khoán của tổ chức phát hành được quan tâm như thế nào trong và sau khi phát hành? Mặt bằng giá, mức độ ổn định và thanh khoản của chứng khoán đó?

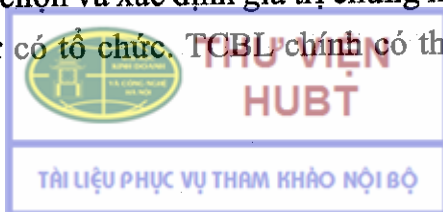
4.3.2. Các loại hợp đồng trong hoạt động BLPH

Hợp đồng giữa các tổ chức bảo lãnh

Hợp đồng giữa các TCBL là hợp đồng trong đó quy định rõ quyền và nghĩa vụ của các TCBL trong quá trình thực hiện hợp đồng bảo lãnh. Mỗi TCBL tham gia đợt chào bán ra công chúng phải là một bên trong hợp đồng giữa các TCBL. Trong Hợp đồng có quy định TCBL chính thay mặt tổ hợp bảo lãnh trong việc phân phối chứng khoán, lựa chọn hình thức và thỏa thuận các điều khoản trong hợp đồng bảo lãnh và thay mặt TCBL thực hiện hợp đồng này. TCBL chính có quyền thỏa thuận giá chiết khấu mà các TCBL sẽ mua của TCPH, hoa hồng cho TCBL và các đại lý trong việc bán chứng khoán, giá chào bán ra công chúng và tất cả các điều khoản khác liên quan giữa TCPH và các TCBL. TCBL chính có quyền từ bỏ bất kỳ các điều kiện nào trong hợp đồng bảo lãnh nếu không được đáp ứng vào thời điểm kết thúc.

Hợp đồng cũng cho phép TCBL chính thực hiện các hoạt động cần thiết khác trong quá trình phân phối chứng khoán, chẳng hạn việc phân phối bổ sung, thực hiện hoạt động ổn định vì lợi ích của tổ hợp, vay mượn cho tổ hợp và các vấn đề tương tự khác. TCBL chính cũng có quyền thay đổi giá chào bán chứng khoán ra công chúng hoặc thay đổi giá trị hoa hồng chiết khấu sau khi hồ sơ đăng ký phát hành có hiệu lực.

Hợp đồng quy định TCBL chính phân chia chứng khoán giữa các TCBL thành viên, xác định giá trị chứng khoán dành để bán cho các đại lý được lựa chọn và xác định giá trị chứng khoán bán trực tiếp cho các nhà đầu tư có tổ chức. TCBL chính có thể bán các chứng



khoán không bán được cho một TCBL hoặc chia lại số chứng khoán cho một TCBL khác.

Thông thường, trong hợp đồng bao gồm các điều khoản liên quan đến hoa hồng của TCBL chính, các TCBL thành viên và đại lý. Các quy định này bao gồm điều khoản chế tài để đảm bảo các chứng khoán được phân phối cho các nhà đầu tư một cách trung thực. Điều khoản chế tài quy định nếu chứng khoán do một TCBL bán được tổ hợp mua trong thời hạn phân phối thì nhà bảo lãnh mua lại các chứng khoán theo giá quy định trong tổ hợp hoặc sẽ được tính vào tài khoản của TCBL theo trị giá không vượt quá hoa hồng trả cho đại lý được lựa chọn. Thực tế điều khoản chế tài được vận dụng bằng cách giảm thiểu lợi nhuận của TCBL nếu chứng khoán được bán cho thành viên của tổ hợp thay vì bán cho nhà đầu tư.

Điều khoản chế tài là vấn đề cần được kiểm soát vì có những khó khăn trong việc xác định chứng khoán do thành viên tổ hợp mua trong thời hạn phân phối do một TCBL bán lại. Đôi khi các chứng khoán được xác định do một TCBL bán cho thành viên của tổ hợp bằng cách xem số chứng nhận của chứng khoán biểu thị chứng khoán của đợt phát hành đó. Nhiều TCBL là TCBL chính không cho phép một TCBL không thanh toán các khoản đến hạn theo quy định của điều khoản chế tài được tham gia tổ hợp bảo lãnh trong tương lai trừ khi đã thanh toán đủ khoản nợ.

Hợp đồng bảo lãnh

Hợp đồng bảo lãnh là thỏa thuận mà các TCBL đồng ý mua chứng khoán của TCPH theo một giá cố định để bán ra công chúng. Hợp đồng bảo lãnh chủ yếu bao gồm các điều khoản thực thi, cam kết và kế ước do TCPH đưa ra phải chính xác và đáp ứng được các yêu cầu trước khi các TCBL có nghĩa vụ mua chứng khoán. TCBL chính

thay mặt TCBL thành viên thực hiện hợp đồng bảo lãnh, hợp đồng bảo lãnh quy định cam kết của mỗi TCBL; cam kết của mỗi TCBL là đơn lẻ theo từng hợp đồng, do vậy nghĩa vụ mua chứng khoán của mỗi TCBL chỉ giới hạn trong cam kết liên quan tới tính chính xác trong thỏa thuận của TCPH được ghi trong hồ sơ đăng ký phát hành và bản cáo bạch và có chút ít tác dụng trong quá trình phân phối. Tuy nhiên, hợp đồng bảo lãnh cũng có một số điều khoản ảnh hưởng tới hoạt động của TCBL như: hình thức bảo lãnh, phí bảo lãnh,...

Thông thường hợp đồng bảo lãnh có điều khoản “stand off” quy định cấm TCPH và một số cổ đông lớn được bán chứng khoán của đợt chào bán trong một khoảng thời gian nhất định sau khi hợp đồng bảo lãnh có hiệu lực. Thỏa thuận “stand off” giúp hỗ trợ giá chào bán khỏi các ảnh hưởng cả các giao dịch lô lớn do việc bán chứng khoán của các thành viên tổ chức hoặc bán trên thị trường trong hoặc ngay sau khi kết thúc thời hạn chào bán. Vì TCBL chính cố gắng hoàn thành việc phân phối chứng khoán cũng như việc bình ổn thị trường, do đó, TCBL chính thường mong muốn thời hạn “stand off” được kéo dài sau khi kết thúc thời hạn phân phối. Khoảng thời gian “stand off” có thể được thỏa thuận, thường là từ 90 đến 180 ngày. Tuy nhiên, các cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường mong muốn rút ngắn quãng thời gian này.

Hợp đồng bảo lãnh có các điều khoản quy định về việc phân chia chứng khoán chi phối hoạt động của tổ hợp. Các điều khoản này quy định rằng nếu một TCBL không mua các chứng khoán mà tổ hợp bảo lãnh chia thì TCBL chính có thể thu xếp phân phối các chứng khoán đó. Hợp đồng bảo lãnh thường có các điều khoản cho phép TCBL chính thay thế một TCBL thành viên để tránh việc ép các thành viên tổ hợp phải mua các chứng khoán tồn đọng.



Hợp đồng bảo lãnh cũng có các điều khoản liên quan đến việc bồi thường và đóng góp. TCPH sẽ bồi thường cho các TCBL do việc thông tin sai lệch và thiếu các thông tin quan trọng trong hồ sơ đăng ký phát hành và bản cáo bạch. Về phần mình, mỗi TCBL sẽ bồi thường cho TCPH khi làm sai lệch hoặc thiếu sót các thông tin quan trọng trong hồ sơ đăng ký phát hành và bản cáo bạch, nhưng chỉ trong phạm vi các thông tin sai lệch hoặc thiếu sót đó do các nhà bảo lãnh cung cấp cho TCPH. Trách nhiệm bồi thường của các TCBL là riêng biệt với nhau. Điều khoản đóng góp nhằm bảo vệ các TCBL khi điều khoản bồi thường trong hợp đồng bảo lãnh không được thực thi hoặc việc bồi thường chỉ áp dụng theo quy định của từng TCBL. Khi điều khoản bồi thường không được thực thi thì điều khoản đóng góp quy định rằng trách nhiệm sẽ được phân chia cho các TCBL theo tỷ lệ hoa hồng chiết khấu và TCPH chịu phần còn lại.

Hợp đồng đại lý

Hợp đồng đại lý được lựa chọn xác định mối quan hệ giữa các TCBL và đại lý tham gia đợt chào bán. Hợp đồng đại lý được lựa chọn được ký kết giữa TCBL với từng đại lý. Do vậy, các đại lý được lựa chọn không có mối quan hệ hợp đồng với TCPH. Nói chung, hợp đồng đại lý được lựa chọn yêu cầu các đại lý bán chứng khoán ra công chúng theo giá POP. Việc bán chứng khoán cho các đại lý được thực hiện theo giá chiết khấu.

4.4. Quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán

4.4.1. Quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Bước 1: Phân tích, đánh giá khả năng phát hành chứng khoán

Về mặt pháp lý, trách nhiệm của tổ chức bảo lãnh chỉ phát sinh sau khi hợp đồng bảo lãnh được ký kết. Nhưng trên thực tế, để chủ động có được hợp đồng bảo lãnh, tổ chức bảo lãnh phải phân tích,

đánh giá khả năng phát hành của tổ chức phát hành trước khi ký kết hợp đồng. Thông thường, tổ chức bảo lãnh tìm hiểu các công ty có nhu cầu huy động vốn, nhất là các công ty niêm yết trên sở giao dịch, đồng thời tổ chức bảo lãnh liên hệ với ban lãnh đạo công ty xem xét khả năng phát hành chứng khoán ra thị trường để huy động vốn. Việc phân tích đánh giá trên các khía cạnh:

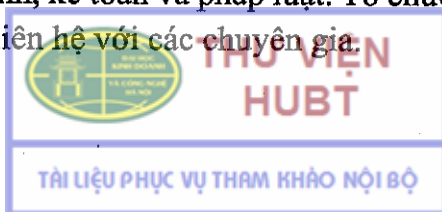
- Tình hình hoạt động của công ty;
- Tình hình tài chính của công ty;
- Tình hình thị trường tài chính trong nước và quốc tế;
- Tình hình thị trường sản phẩm của công ty;
- Các khía cạnh pháp lý của việc phát hành...

Trên cơ sở phân tích các yếu tố trên, tổ chức bảo lãnh sẽ đưa ra lời khuyên cho tổ chức phát hành trong việc huy động vốn. Nếu công ty thực sự có nhu cầu huy động vốn: Tổ chức bảo lãnh sẽ ký với tổ chức phát hành một hợp đồng tư vấn tài chính (còn được gọi là hợp đồng tiền bảo lãnh hay hợp đồng thứ nhất). Hợp đồng này được coi là bước khởi đầu để đi đến ký kết hợp đồng bảo lãnh. Qua tìm hiểu tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh sẽ nắm bắt rõ tình hình tài chính cũng như đánh giá được tính khả thi của việc phát hành chứng khoán mới, đây là căn cứ để ra quyết định bảo lãnh phát hành.

Bước 2: Tổ chức phát hành và TCBL chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành

- *Chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành:*

Khi công ty quyết định phát hành chứng khoán, tổ chức bảo lãnh Chính và tổ chức phát hành sẽ ký hợp đồng bảo lãnh. Theo hợp đồng này, tổ chức bảo lãnh chính sẽ cùng với tổ chức phát hành chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành. Việc chuẩn bị hồ sơ thông thường phải có các chuyên gia về tài chính, kế toán và pháp luật. Tổ chức bảo lãnh chính sẽ chịu trách nhiệm liên hệ với các chuyên gia:



- Lựa chọn thành viên tổ hợp:

Sau khi nộp hồ sơ đăng ký phát hành lên cơ quan có thẩm quyền, tổ chức bảo lãnh chính sẽ thành lập tổ hợp bảo lãnh và các đại lý phân phối (nếu cần thiết). Trách nhiệm, quyền lợi các thành viên tham gia tổ hợp và các nhóm bán được quy định cụ thể trong 3 hợp đồng: hợp đồng giữa các tổ chức bảo lãnh, hợp đồng với các đại lý phân phối và hợp đồng bảo lãnh phát hành. Trong các hợp đồng trên cũng quy định các điều khoản thẩm đảm bảo hồ sơ đăng ký phát hành và bản cáo bạch chứa đựng các thông tin đầy đủ về tình hình tài chính và kinh doanh của tổ chức phát hành và bảo vệ tổ chức bảo lãnh trong một số trường hợp cụ thể nếu họ không đáp ứng được nghĩa vụ bảo lãnh.

- Định giá đợt chào bán:

Định giá chứng khoán phát hành là công việc quan trọng nhất và cũng khó khăn nhất khi tiến hành nghiệp vụ bảo lãnh phát hành. Người ta thường nói công việc định giá chứng khoán này vừa mang tính nghệ thuật vừa mang tính khoa học bởi lẽ không có một công thức chung nhất nào giúp định giá một cách chuẩn xác, bởi sự chuẩn xác còn phụ thuộc và óc phân tích và sự nhạy cảm với thị trường.

- Nộp hồ sơ xin phép bảo lãnh phát hành:

Ngoài việc lập hồ sơ xin phép phát hành, tổ chức bảo lãnh phải chuẩn bị hồ sơ xin phép bảo lãnh phát hành nộp cho cơ quan có thẩm quyền (thông thường là Ủy ban chứng khoán nhà nước). Hồ sơ thông thường bao gồm:

- + Bản sao giấy xin phép hoạt động của tổ chức bảo lãnh;
- + Hợp đồng giữa các tổ chức bảo lãnh;
- + Các tài liệu chứng minh tổ chức bảo lãnh có đủ điều kiện làm bảo lãnh cho đợt phát hành.

Hồ sơ đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng bao gồm:

(1) Giấy đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng lập theo mẫu;

(2) Bản cáo bạch lập theo mẫu, bao gồm các nội dung sau đây:

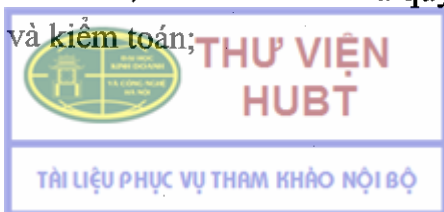
- Thông tin tóm tắt về tổ chức phát hành bao gồm: mô hình tổ chức bộ máy, hoạt động kinh doanh, tài sản, tình hình tài chính, Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng Giám đốc và cơ cấu cổ đông (nếu có);

- Thông tin về đợt chào bán chứng khoán bao gồm: điều kiện chào bán, các yếu tố rủi ro, dự kiến kế hoạch lợi nhuận và cổ tức của năm gần nhất sau khi phát hành chứng khoán, phương án phát hành và phương án sử dụng tiền thu được từ đợt chào bán. Trường hợp chào bán cổ phiếu để tăng vốn, phương án phát hành cần phân tích rõ mức độ pha loãng giá và thu nhập trên cổ phiếu do ảnh hưởng của việc phát hành thêm cổ phiếu.

Trường hợp tổ chức phát hành đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng trước thời điểm đáo hạn của trái phiếu chuyển đổi hoặc thời điểm chuyển đổi của chứng quyền đã phát hành trước đó, Bản cáo bạch phải nêu rõ ảnh hưởng đối với quyền lợi của nhà đầu tư mua trái phiếu kèm theo phương án đảm bảo quyền lợi cho nhà đầu tư (nếu có).

- Báo cáo tài chính của tổ chức phát hành trong hai năm gần nhất phải đáp ứng các yêu cầu sau:

+ Báo cáo tài chính bao gồm bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và thuyết minh báo cáo tài chính; đảm bảo tuân thủ quy định pháp luật hiện hành về kế toán và kiểm toán;



+ Trường hợp tổ chức phát hành là công ty mẹ thì tổ chức phát hành phải nộp báo cáo tài chính hợp nhất theo quy định của pháp luật về kế toán kèm theo báo cáo tài chính của chính công ty mẹ. Báo cáo tài chính hợp nhất là căn cứ để xem xét điều kiện về chào bán chứng khoán;

+ Báo cáo tài chính năm phải được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán độc lập được chấp thuận. Ý kiến kiểm toán đối với các báo cáo tài chính phải thể hiện chấp nhận toàn bộ. Trường hợp ý kiến kiểm toán là chấp nhận có ngoại trừ thì khoản ngoại trừ phải không ảnh hưởng đến điều kiện chào bán và không phải là các khoản ngoại trừ liên quan đến các khoản mục: tiền mặt, hàng tồn kho, tài sản cố định, các khoản phải thu, nợ phải trả và các khoản mục trọng yếu khác. Đối với báo cáo tài chính hợp nhất, nếu ý kiến kiểm toán là chấp nhận có ngoại trừ, thì khoản ngoại trừ ngoài việc đáp ứng quy định nêu trên còn không phải là khoản ngoại trừ do không hợp nhất công ty con. Tổ chức phát hành phải có tài liệu giải thích hợp lý và có xác nhận của tổ chức kiểm toán về ảnh hưởng của việc ngoại trừ;

+ Báo cáo tài chính năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi;

+ Trường hợp hồ sơ được nộp trước ngày 01 tháng 3 hàng năm đối với tổ chức phát hành có năm tài chính theo năm dương lịch hoặc trước ngày đầu tiên của tháng thứ ba kể từ ngày kết thúc năm tài chính đối với tổ chức phát hành có năm tài chính không kết thúc vào ngày 31 tháng 12, báo cáo tài chính năm của năm trước đó trong hồ sơ ban đầu có thể là báo cáo chưa được kiểm toán, nhưng phải có báo cáo tài chính được kiểm toán của hai năm trước liền kề;

+ Trường hợp ngày kết thúc kỳ kế toán của báo cáo tài chính gần nhất cách thời điểm gửi hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công

chúng đầy đủ và hợp lệ cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quá chín mươi (90) ngày, tổ chức phát hành phải nộp báo cáo tài chính bổ sung đến tháng hoặc quý gần nhất theo quy định của pháp luật về kế toán;

+ Trường hợp có những biến động bất thường sau thời điểm kết thúc niên độ của báo cáo tài chính gần nhất, tổ chức phát hành cần nộp báo cáo tài chính bổ sung đến tháng hoặc quý gần nhất;

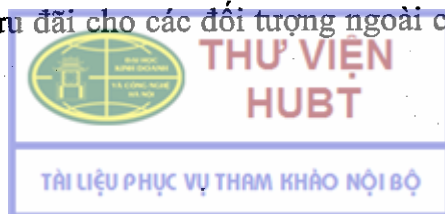
- Bản cáo bạch phải có chữ ký của Chủ tịch Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Giám đốc tài chính hoặc Kế toán trưởng của tổ chức phát hành và người đại diện theo pháp luật của tổ chức tư vấn hồ sơ đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng và tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc tổ chức bảo lãnh phát hành chính (nếu có). Trường hợp ký thay phải có giấy ủy quyền theo quy định của pháp luật;

(3) Bản sao Điều lệ công ty được chứng thực có nội dung phù hợp với các quy định của pháp luật;

(4) Quyết định của Đại hội đồng cổ đông thông qua phương án phát hành, phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng và cam kết đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức trong thời hạn một năm, kể từ ngày kết thúc đợt chào bán, trong đó:

- Phương án phát hành lấy ý kiến Đại hội đồng cổ đông phải nêu rõ nguyên tắc xác định giá phát hành có so sánh với giá trị sổ sách, giá thị trường (nếu có) và đánh giá mức độ pha loãng cổ phần dự kiến sau khi phát hành.

Giá phát hành phải được xác định theo quy định tại Luật Doanh nghiệp. Trường hợp Đại hội đồng cổ đông thông qua phương án phát hành với giá ưu đãi cho các đối tượng ngoài cổ đông hiện hữu,



phương án phát hành cần nêu rõ tiêu chí xác định các đối tượng được mua với giá ưu đãi.

- Trường hợp đợt chào bán là nhằm mục đích thực hiện dự án, trong phương án sử dụng vốn thu được trình Đại hội đồng cổ đông thông qua, tổ chức phát hành cần xác định rõ tỷ lệ chào bán thành công hoặc số tiền tối thiểu cần thu được trong đợt chào bán và phương án xử lý trong trường hợp chào bán không đạt tỷ lệ chào bán thành công hoặc không thu đủ số tiền tối thiểu như dự kiến.

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

(6) Quyết định của Hội đồng quản trị công ty thông qua hồ sơ đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng. Đối với việc chào bán cổ phiếu ra công chúng của tổ chức phát hành thuộc ngành nghề kinh doanh có điều kiện, hồ sơ phải có văn bản chấp thuận của cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành;

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

(8) Trường hợp sử dụng vốn cho mục đích đầu tư, kinh doanh, phát triển dự án bất động sản, hồ sơ phải có tài liệu pháp lý liên quan đến quyền sử dụng đất, giấy chứng nhận đầu tư, các thông tin liên quan đến việc đền bù, giải phóng mặt bằng, quyết định phê duyệt

phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán và kế hoạch chi tiết về việc sử dụng vốn;

(9) Hợp đồng tư vấn hồ sơ đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng với công ty chứng khoán, ngoại trừ trường hợp tổ chức phát hành là công ty chứng khoán.

Hồ sơ đăng ký chào bán trái phiếu ra công chúng:

(1) Giấy đăng ký chào bán trái phiếu ra công chúng lập theo mẫu;

(2) Bản cáo bạch lập theo mẫu và phải bao gồm các nội dung quy định của bản cáo bạch đăng ký chào bán cổ phiếu;

(3) Bản sao hợp lệ Điều lệ công ty có nội dung không trái với các quy định của pháp luật;

(4) Quyết định của Hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt chào bán trái phiếu ra công chúng;

Trường hợp tổ chức phát hành là doanh nghiệp nhà nước thì phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt chào bán trái phiếu ra công chúng phải được phê duyệt bởi chủ sở hữu hoặc Hội đồng quản trị/Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty hoặc Tổng Giám đốc/Giám đốc theo phân cấp tại Điều lệ của công ty;

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



(6) Quyết định của Hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua hồ sơ chào bán trái phiếu ra công chúng. Đối với việc chào bán trái phiếu ra công chúng của tổ chức phát hành thuộc ngành nghề kinh doanh có điều kiện, hồ sơ phải có văn bản chấp thuận của cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành;

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

(8) Trường hợp sử dụng vốn cho mục đích đầu tư, kinh doanh, phát triển dự án bất động sản, hồ sơ phải có tài liệu pháp lý liên quan đến quyền sử dụng đất, giấy chứng nhận đầu tư, các thông tin liên quan đến việc đền bù, giải phóng mặt bằng, quyết định phê duyệt phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán và kế hoạch chi tiết về việc sử dụng vốn;

(9) Hợp đồng tư vấn hồ sơ đăng ký chào bán trái phiếu ra công chúng với công ty chứng khoán, ngoại trừ trường hợp tổ chức phát hành là công ty chứng khoán.

Bước 3: Phân phối chứng khoán

Sau khi nộp hồ sơ xin phép phát hành, tổ chức bảo lãnh chính sẽ quyết định quy mô tổ hợp bảo lãnh phát hành và xác định các thành viên tham gia tổ hợp. Tổ chức cũng như chứng khoán sẽ phân phối cho các thành viên tổ hợp. Để đảm bảo thành công đợt bán chứng khoán - đặc biệt là phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng - tổ chức bảo lãnh chính và tổ chức phát hành sẽ đến các thị trường quan trọng để tổ chức hội thảo, gặp các nhà đầu tư có tổ chức... giới thiệu nội dung chi tiết của đợt phát hành (Roadshow), trả lời, giải đáp hàng loạt câu hỏi, thắc mắc của các nhà đầu tư nhằm củng cố lòng tin của

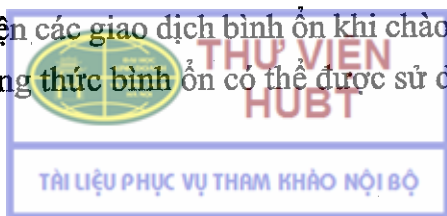
các nhà đầu tư về triển vọng của công ty khi quyết định đầu tư chứng khoán của công ty.

Bước 4: Khoá sổ và kết thúc đợt bảo hành phát hành

Tùy thuộc vào luật pháp từng nước, một số ngày nhất định sau khi cơ quan nhà nước có thẩm quyền công bố hồ sơ đăng ký phát hành có hiệu lực (Ở Mỹ quy định 5 ngày làm việc), sẽ tiến hành khoá sổ bán chứng khoán. Vào thời điểm khoá sổ tổ chức bảo lãnh có trách nhiệm thanh toán tiền bán chứng khoán cho tổ chức phát hành (ngay cả khi chưa hoàn thành việc phân phối). Trước khi khoá sổ, các tổ chức bảo lãnh sẽ thông qua cho tổ chức bảo lãnh chính những thông tin cần thiết để chuẩn bị giấy chứng nhận số chứng khoán đã bán (bao gồm thông tin tên đăng ký và tên người được chỉ định đại diện). Thông tin tập hợp xong, tổ chức bảo lãnh chính chuyển các thông tin đó tới tổ chức phát hành để chuẩn bị in các chứng chỉ đồng thời lưu số đăng ký và số lượng chứng khoán được ghi trong mỗi chứng chỉ.

Bước 5: Bình ổn và điều hoà thị trường

Để tránh trường hợp giá chứng khoán trên thị trường giảm xuống mức thấp hơn giá chào bán ra công chúng trước khi đợt phát hành kết thúc, tổ chức bảo lãnh có thể thực hiện các biện pháp bình ổn và điều hoà thị trường. Bình ổn thị trường qua việc mua chứng khoán vào tài khoản của tổ hợp bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh chính sẽ mua chứng khoán trên thị trường với giá dự kiến nhằm ngăn chặn các nhà đầu tư mua với giá thấp hơn. Tuy nhiên thực hiện giải pháp này, tổ chức bảo lãnh sẽ phải chịu mua cổ phiếu với giá cao hơn giá thị trường chấp nhận trước khi đợt phát hành kết thúc và phải nắm giữ số chứng khoán đó. Về tính minh bạch của hoạt động bình ổn, theo quy định pháp luật, nên tổ chức bảo lãnh có ý định bình ổn giá chứng khoán thì phân mục “kế hoạch phân phối chứng khoán” trong bản cáo bạch, ngôn ngữ cần thể hiện cho nhà đầu tư tiềm năng biết rằng tổ chức bảo lãnh có thể thực hiện các giao dịch bình ổn khi chào bán chứng khoán và mô tả các phương thức bình ổn có thể được sử dụng.



Bước 6: Giải thể tổ hợp

Các tổ chức bảo lãnh có trách nhiệm thanh toán vào thời điểm khóa sổ theo số chứng khoán được phân chia cho tổ chức bảo lãnh chính. Số tiền các tổ chức bảo lãnh phải thanh toán là số tiền bán chứng khoán theo cam kết trừ đi chi phí hoa hồng bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh chính sẽ tiếp tục thanh toán tiền bán chứng khoán cho tổ chức phát hành. Sau khi hoàn tất việc thanh toán cho tổ chức phát hành và tiền hoa hồng bảo lãnh cho các thành viên tổ hợp, hoạt động của tổ hợp bảo lãnh kết thúc.

4.4.2. Các hình thức bảo lãnh phát hành chứng khoán

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

Bảo lãnh chặt chẽ hoặc truyền thống (strict hay old – fashioned)

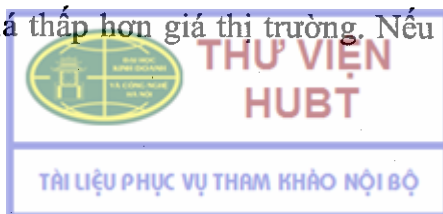
Theo phương thức phân phối truyền thống của Anh, hiện cũng không còn tồn tại ở Anh, thì tổ chức phát hành không bán trực tiếp hoặc thông qua một nhóm dealers cho một tổ chức làm nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, sau đó bán lại cho công chúng. Thay vào đó, một nhà phát hành (issuing house) được lập ra đại diện cho tổ chức phát hành thực hiện quảng cáo việc phát hành, nhận đơn đăng ký mua từ công chúng trong một khoảng thời gian đã được công bố. Khi số lượng các đơn đăng ký đã đủ thì “danh sách đăng ký chốt” được công bố và tổ chức phát hành bắt đầu tiến hành phân phối chứng khoán trực tiếp cho những người đăng ký, sử dụng các phương pháp phân bổ khác nhau trong trường hợp số lượng đăng ký quá nhiều. Các công ty chứng khoán thường đăng ký tham gia đợt phát hành mới không phải vì tài khoản của chính họ nhằm bán lại thu lời nhuận, mà họ tham gia với tư cách nhà môi giới cho khách hàng của mình. Trước khi thực hiện chào bán ra công chúng,

việc phát hành được bảo lãnh để bảo đảm công ty sẽ thu được lượng vốn mà họ cần.

Đây là hình thức bảo lãnh theo nghĩa bảo hiểm chắc chắn. Với một khoản phí hoặc khoản chênh lệch, tổ chức bảo lãnh đồng ý mua bất cứ phần phát hành nào mà công chúng không mua trong một khoảng thời gian xác định. Cũng giống như các công ty bảo hiểm thường tái bảo hiểm các khoản bảo lãnh lớn của mình với các công ty khác để phân phối bớt rủi ro, các tổ chức bảo lãnh gốc thường tự bảo vệ mình bằng cách ký các hợp đồng với các tổ chức bảo lãnh phụ. Một tổ hợp bảo lãnh phát hành điển hình không giới hạn chỉ ở các ngân hàng đầu tư hay “issuing houses”. Nó còn bao gồm, thậm chí bao gồm toàn bộ, các công ty bảo hiểm, hoặc tổ chức tín thác đầu tư, hoặc các định chế khác, hay thậm chí cả các nhà đầu tư cá nhân có tiềm lực lớn, do vậy mua được khối lượng chứng khoán rất lớn với giá thấp hơn giá phát hành. Như vậy, tổ chức bảo lãnh phát hành có thể nắm giữ các chứng khoán cho mục đích đầu tư mà họ buộc phải có nghĩa vụ mua. Thậm chí, tổ chức bảo lãnh phát hành có thể thấy rằng họ buộc phải nắm giữ phần chứng khoán không được đăng ký mua trong ngắn hạn nếu cần cho đến khi nào họ tìm được người mua với các điều khoản thuận lợi thay vì phải bán ngay và chịu lỗ.

Phương pháp phân phối này được gọi là bảo lãnh “strict” hay kiểu cổ điển hay “dự phòng” (standby) của Mỹ. Đây là phương pháp nhìn chung hiếm khi được sử dụng, ngoại trừ liên quan tới việc chào bán cho cổ đông hiện hữu bằng các công cụ như chứng quyền hoặc quyền mua cổ phiếu. Trong phạm vi đó, việc sử dụng cũng có những thay đổi điều chỉnh và cũng ít phổ biến hơn so với trước kia.

Điển hình trong chào bán quyền mua, cổ đông được cơ hội mua cổ phiếu mới với giá thấp hơn giá thị trường. Nếu việc bán với giá



thấp hơn nhiều so với giá thị trường và đặc biệt nếu tổ chức phát hành được thiết lập hiệu quả thì dịch vụ của các ngân hàng đầu tư có thể không cần được sử dụng đến. Tuy nhiên, thông lệ thường là tổ chức phát hành tham gia vào hợp đồng bảo lãnh dự phòng với ngân hàng đầu tư.

Thông thường, hợp đồng được ký với một tổ hợp các ngân hàng đầu tư được lập ra bởi ngân hàng nào tiếp cận trước tới tổ chức phát hành, trong trường hợp đó, ngân hàng này thường đóng vai trò làm nhà quản lý chính trong tổ hợp bảo lãnh. Đôi khi, tổ hợp có trên 100 thành viên. Các tổ chức bảo lãnh phát hành có thể nhận Compensation dưới dạng tỷ lệ phần trăm cố định và phần phụ thêm (concession) (đôi khi gọi là workout cost) dựa trên bất cứ phần phát hành nào mà không được đăng ký mua bởi nhà đầu tư và họ buộc phải nắm giữ số chứng khoán đó. Phương pháp compensation có nhiều dạng biến tướng khác nhau.

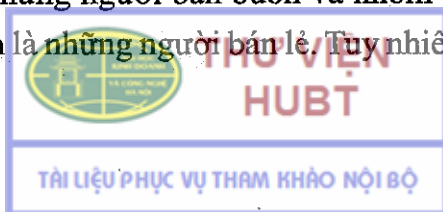
Vì việc chào bán quyền mua được thực hiện mà không có sự tham gia của tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ giúp tổ chức phát hành chịu chi phí giao dịch thấp hơn khá nhiều so với phương thức bảo lãnh phát hành truyền thống hay chào bán quyền mua với bảo lãnh dự phòng, nhưng phương thức này không phổ biến so với hai phương thức kia thực sự bị coi là nghịch lý. Quyền mua hoặc chào bán quyền mua ưu đãi về mặt lịch sử đã bị chỉ trích do sự bất chắc mà chúng tạo ra về số lượng cổ phiếu mà cổ đông của tổ chức phát hành sẽ nắm giữ. Để giảm sự bất chắc này, tổ chức phát hành có thể giảm giá thực thi trong quyền mua thấp hơn đáng kể so với giá thị trường. Tuy nhiên, điều này lại gây ra hiện tượng pha loãng giá trị của cổ phiếu đang lưu hành. Cả phương pháp chào bán quyền mua thuần túy lẫn kèm bảo lãnh phát hành đều bị chỉ trích do các tác động “market overhang”. Trong khoảng thời gian quyền mua có thể được thực thi, tổ chức phát

hành lo ngại rằng giá của cổ phiếu đang lưu hành sẽ bị kéo xuống một cách không tương xứng.

Một phương pháp chào bán quyền mua khác, ít phổ biến hơn, đó là “kế hoạch dealer – manager”. Tổ chức phát hành chỉ đơn thuần thỏa thuận với một hoặc một số ngân hàng đầu tư trả phí hoa hồng mỗi cổ phiếu cho “dealers” nào tiến hành thực thi quyền trong thời gian đăng ký mua cổ phiếu và cho những người có tên trong chứng quyền được thực thi. Đây là một dạng bảo lãnh đến mức tối đa (best effort), nhưng đôi khi nó được kết hợp cùng với phương thức bảo lãnh dự phòng thông thường.

Bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn (Firm commitment)

Một phương pháp bảo lãnh phát hành khác cũng thường được sử dụng đó là bảo lãnh dưới dạng cam kết chắc chắn. Về mặt kỹ thuật, nó không phải là dạng bảo lãnh theo nghĩa bảo hiểm truyền thống. Nhưng mục đích và ảnh hưởng của nó thì hoàn toàn giống, theo đó nó bảo đảm cho tổ chức phát hành một lượng tiền xác định trong khoảng thời gian nhất định (tùy thuộc vào các điều kiện thỏa thuận trong hợp đồng) và chuyển rủi ro thị trường (ít nhất là một phần) sang bên ngân hàng đầu tư. Tổ chức phát hành thông thường bán toàn bộ khối lượng chứng khoán phát hành cho một nhóm các công ty chứng khoán, được đại diện bởi một hoặc một số nhà bảo lãnh chính. Tiếp đó, các công ty chứng khoán sẽ bán cho một nhóm các dealer với giá chênh lệch hoặc bán cho công chúng nhà đầu tư với một mức giá chênh lệch khác. Theo một nghĩa hạn hẹp nào đó thì quá trình này cũng giống như việc phân phối các sản phẩm thông thường khác. Tổ chức phát hành chính là nhà sản xuất ra chứng khoán, thành viên của nhóm bảo lãnh là những người bán buôn và nhóm bán (các dealer – selling group) chính là những người bán lẻ. Tuy nhiên, nó cũng không



đơn giản như vậy. Trong hầu hết các đợt bảo lãnh cam kết chắc chắn, chứng khoán của các tổ chức phát hành cụ thể nào đó được phát hành không được thực hiện liên tục mà chỉ một số ít lần trong khoảng thời gian dài với khối lượng thường lớn khi đó và thị trường chứng khoán là một thị trường có tính chất rất khác so với các thị trường hàng hóa thông thường.

Như vậy, bảo lãnh phát hành theo phương thức cam kết chắc chắn là phương thức bảo lãnh phát hành mà tổ chức BLPH cam kết với tổ chức phát hành sẽ mua hết lượng chứng khoán ở một mức giá thoả thuận và phân phối lại cho công chúng tại mức giá chào bán ra công chúng (POP). Giá chào bán ra công chúng POP không được thay đổi trong suốt quá trình chào bán. Mức giá thoả thuận còn được gọi là mức giá chiết khấu (Discount) và chênh lệch giữa giá mua chứng khoán của tổ chức bảo lãnh và giá bán ra công chúng được gọi là hoa hồng chiết khấu (Underwriting spread). Nhìn chung, tổ chức bảo lãnh chỉ chấp nhận ký kết hợp đồng bảo lãnh theo phương thức bảo đảm chắc chắn khi các tổ chức phát hành là tổ chức có uy tín, thị trường đang có nhu cầu đầu tư cao.

Hiện nay, nhìn chung khó để tổng quát hóa về bảo lãnh phát hành với cam kết chắc chắn do nó thay đổi theo từng tình huống. Mỗi một ngân hàng đầu tư đóng vai trò chính sẽ xây dựng một hình thức bảo lãnh riêng. Mặc dù vậy, những mô thức nhất định thì vẫn tương đồng. Giai đoạn đầu, nhà bảo lãnh chính hoặc tổ chức bảo lãnh phụ trách quản lý nhóm sẽ công bố cụ thể nghĩa vụ bằng lời nói hoặc thư chào dự kiến (letter of intent) về việc bảo hiểm đầy đủ cho tổ chức phát hành và bảo đảm tổ chức phát hành phải tiến hành tiếp các công việc liên quan cùng các chi phí cần thiết. Thư dự kiến bảo lãnh có sự khác biệt lớn về chi tiết nhưng thư dự kiến thường bao gồm cấu trúc cơ bản của phương thức bảo lãnh dự kiến và bao gồm loại chứng khoán

được chào bán, quy mô chào bán, bản chất của việc chào bán (ví dụ như sơ cấp, thứ cấp, kết hợp hay chào bán quyền mua), cho dù bảo lãnh là cam kết chắc chắn hay tối đa, các chi phí và thù lao cho tổ chức bảo lãnh, khoảng giá dự kiến, hay cơ chế hoặc công thức xác định giá. Sau đó, tổ chức bảo lãnh chính hoặc quản lý sẽ lập một tổ hợp bảo lãnh. Thông thường, thư mời tham gia bảo lãnh được gửi cho các thành viên có tiềm năng sau khi hồ sơ đăng ký chào bán đã được gửi cho Ủy ban chứng khoán. Thư mời tham gia thường được gửi kèm với bản sao hồ sơ đăng ký, một biên bản ghi nhớ sơ bộ và những bằng chứng về hợp đồng bảo lãnh sơ bộ. Hầu hết các nhà bảo lãnh lớn hiện nay thường sử dụng một hợp đồng “nền” (blanket) theo đó các nhà bảo lãnh đồng ý tham gia sẽ được bổ sung vào danh sách. Tổ hợp bảo lãnh chính thức được hình thành bằng hợp đồng giữa các thành viên tổ hợp, thường gọi là hợp đồng giữa các nhà bảo lãnh, theo đó họ sẽ đồng ý tham gia trong các buổi thương lượng với tổ chức phát hành cùng với tổ chức bảo lãnh chính hoặc quản lý chính hoặc cùng với một hoặc một vài thành viên trong tổ hợp, hiện nay thường gọi là “đại diện của các nhà bảo lãnh”. Hợp đồng giữa các nhà bảo lãnh thường trao phần lớn quyền cho nhà bảo lãnh chính trong suốt quá trình chào bán. Nhà bảo lãnh quản lý chính được quyền ổn định thị trường bằng cách mua lại chứng khoán trên thị trường, thu phí của mỗi thành viên tổ hợp để trang trải các chi phí quản lý và trong trường hợp tình huống khó khăn để nhằm thay đổi các điều khoản chào bán. Hợp đồng cũng xác định cụ thể các mức thu nhập của nhà bảo lãnh phát hành chính, các nhà bảo lãnh thành viên trong tổ hợp và đôi khi kể cả các dealers. Số lượng cổ phiếu mà cuối cùng mỗi nhà bảo lãnh sẽ được phân phối để bán trực tiếp thường được xác định cụ thể vào ngày chào bán ra công chúng.

Thông qua nhà bảo lãnh phát hành chính, tất cả các nhà bảo lãnh tham gia vào một hợp đồng bảo lãnh (đôi khi gọi là hợp đồng mua) được ký trực tiếp với tổ chức phát hành. Hợp đồng bảo lãnh thường bao gồm các nội dung thông tin về tổ chức phát hành, các bảo đảm nghĩa vụ của họ (ví dụ như hồ sơ đăng ký phát hành phù hợp với yêu cầu của cơ quan quản lý...), các nghĩa vụ của tổ chức bảo lãnh phát hành phải mua một số lượng chứng khoán xác định vào ngày chốt danh sách nhà đầu tư tham gia mua.

Để hạn chế các rủi ro về tranh chấp sau này, nghĩa vụ của từng nhà bảo lãnh đối với tổ chức phát hành được quy định riêng mà không phải là liên đới. Vì lý do như vậy và cũng vì sự mở rộng mạnh mẽ năng lực bán lẻ của các nhà bảo lãnh nên cũng có xu hướng không nhấn mạnh quá mức với thuật ngữ chính thức “nhóm bán” (selling group).

Thông thường, hợp đồng bảo lãnh giữa các nhà bảo lãnh thường cho phép nhà bảo lãnh phát hành chính được quyền giữ lại một phần từ số lượng chứng khoán phân phối cho các nhà bảo lãnh để phân phối cho các dealers trong nhóm bán – thuật ngữ gọi đơn giản là các dealers được lựa chọn – với tư cách như các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Các dealers thường được nhà bảo lãnh phát hành chính chọn hoặc được họ xem xét chấp thuận nếu do các thành viên các trong tổ hợp đề xuất. Thử thách và nguyên tắc xung quanh việc tổ chức một nhóm bán hoặc lựa chọn dealers phụ thuộc phần lớn vào thiên hướng của nhà bảo lãnh phát hành chính. Mục đích của việc các dealers tham gia vào bảo lãnh phát hành là nhằm bảo đảm thực hiện việc chào bán diễn ra nhanh chóng. Nếu không thực hiện được việc chào bán nhanh thì đợt phát hành có thể gặp khó khăn, đẩy giá bán giảm xuống và làm giảm lợi nhuận thu được của các nhà bảo lãnh. Do các dealers được lựa chọn không cần phải là các nhà bảo lãnh và không

giống như các dealers phải chấp nhận rủi ro của việc chào bán, họ được phép mua chứng khoán mà họ sẽ bán ở mức chiết khấu từ các nhà bảo lãnh, nhưng đương nhiên không phải mức chiết khấu cao như các nhà bảo lãnh được hưởng.

Trong những năm gần đây, sự thay đổi cơ bản nhất trong ngành bảo lãnh chứng khoán liên quan đến vai trò ngày càng lớn của các nhà đầu tư tổ chức. Các nhà đầu tư tổ chức mua khối lượng chứng khoán lớn thường đặt hàng trực tiếp với các nhà bảo lãnh phát hành chính nhằm bảo đảm công việc được tiến hành thuận tiện về các yêu cầu giao dịch được thực hiện một cách tập trung. Trên thực tế, điều này ảnh hưởng trực tiếp tới việc phân phối chứng khoán của nhà bảo lãnh phát hành chính. Thông thường, thành viên của tổ hợp chỉ duy trì kiểm soát một phần, được gọi là phần giữ lại (retention). Phần còn lại trong số chứng khoán được bảo lãnh được đưa vào trong khoản mục chung thuộc kiểm soát của nhà bảo lãnh phát hành chính. Trong suốt quá trình bảo lãnh phát hành, nhà bảo lãnh phát hành chính phân phối và tái phân phối chứng khoán giữa các thành viên của tổ hợp bảo lãnh, các dealers và các nhà đầu tư tổ chức. Khi sự quan tâm của nhà đầu tư tổ chức là đáng kể thì việc dựa vào các dealers được lựa chọn sẽ giảm xuống.

Không có phương pháp cố định nào để xác định số lượng các nhà tham gia bảo lãnh phát hành. Có bao nhiêu thành viên tham gia và như thế nào sẽ tùy thuộc vào uy tín, vốn, năng lực phân phối và vị trí địa lý của họ, cho dù họ có bao nhiêu đại lý phân phối nhất định nào đó hay sự ưa thích của tổ chức phát hành. Việc tham gia của một nhà bảo lãnh phát hành nhất định nào đó không nhất thiết phải liên quan tới khối lượng mà họ có thể phân phối. Một số tổ chức cùng tham gia nhóm bảo lãnh phát hành về cơ bản như các nhà bảo lãnh phát hành với quan điểm tìm kiếm lợi nhuận từ việc chấp nhận một phần rủi ro

và họ có thể từ chối hầu hết hoặc toàn bộ tư cách tham gia để bán cho các nhà đầu tư tổ chức hoặc dealers khác với tư cách là các đại diện nhóm bảo lãnh, hoặc thực hiện cho tài khoản của họ. Nói cách khác, khối lượng chứng khoán dành để bán cho các hoạt động như trên không phải được phân chia đều giữa các nhà bảo lãnh phát hành. Trong một vài trường hợp, mỗi thành viên của tổ hợp đề nghị với nhà bảo lãnh phát hành chính về tỷ trọng chứng khoán mà họ muốn nắm giữ cho phân phối lẻ của chính họ (phần giữ lại). Tỷ trọng mà một tổ chức nào đó thực hiện phân phối lẻ thường biến động trong khoảng 25 đến 75%. Những nhà bảo lãnh phát hành nào muốn nắm giữ thêm cho chính họ để thực hiện phân phối bán lẻ sẽ trở thành các dealers được lựa chọn (selected dealers).

Trong quãng thời gian tồn tại tổ hợp bảo lãnh, tất cả các nhà bảo lãnh và các dealers tham gia sẽ cùng nhau thực hiện việc chào bán ra công chúng ở mức giá thống nhất với mỗi mức phân phối khác nhau. Giá mua trả cho tổ chức phát hành và thông thường cùng với giá chào bán ra công chúng nhà đầu tư được thỏa thuận giữa tổ chức phát hành và nhà bảo lãnh phát hành chính. Các điều khoản ưu đãi và chiết khấu của dealers được quyết định bởi nhà bảo lãnh phát hành chính.

Bảo lãnh với cố gắng cao nhất (Best efforts)

Là phương thức bảo lãnh mà theo đó tổ chức bảo lãnh chỉ đóng vai trò đại lý phát hành là tổ chức có uy tín, thị trường đang có nhu cầu đầu tư cao. Các công ty có nền tảng không tốt sẽ không tìm được một nhà bảo lãnh phát hành để thực hiện bảo lãnh với cam kết chắc chắn và đảm nhận rủi ro phân phối. Do đó, khi đó họ thực hiện phân phối chứng khoán thông qua các ngân hàng đầu tư với phương pháp cố gắng cao nhất. Mặc dù vậy, đôi khi phương pháp phân phối này cũng được một số công ty có nền tảng tốt sử dụng đến và do đó sẽ tiết kiệm được chi phí phát hành. Những nhà chứng khoán thay vì mua

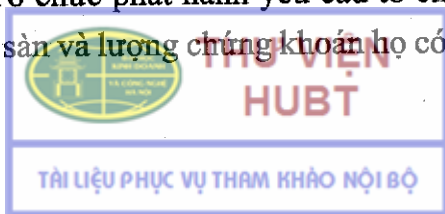
chứng khoán phát hành từ tổ chức phát hành và bán lại với tư cách là người thầu chính, thì họ lại chỉ đứng với tư cách đại lý và phân thù lao họ có được sẽ ở dạng phí hoa hồng đại lý hơn là lợi nhuận của nhà kinh doanh. Cũng có nhóm phân phối đứng ra hỗ trợ việc bán chứng khoán trong quá trình phát hành. Nhưng những thành viên như vậy sẽ không mua chứng khoán từ tổ chức phát hành, họ chỉ là những đại lý phụ. Như vậy, đây cũng không phải là phương pháp bảo lãnh phát hành thực sự, nó chỉ đơn giản là việc phân phối hay chào bán.

Bảo lãnh tất cả hoặc không (All or None offring AON)

Là phương thức tổ chức phát hành chỉ thị cho tổ chức bảo lãnh phát hành phải bán trọn đợt phát hành nếu không bán được hết họ sẽ huỷ bỏ đợt phát hành đó. Với cam kết AON tổ chức bảo lãnh phải hết sức cố gắng nếu họ không muốn bị thiệt hại về kinh tế (mất phí bảo lãnh...) và giảm sút về uy tín (do đợt phát hành bị huỷ bỏ). Đối với tổ chức phát hành họ có thể định liệu được lượng vốn huy động của mình qua đợt phát hành. Như vậy, để nhận được hoa hồng bảo lãnh tổ chức bảo lãnh phải bán được ít nhất số đã cam kết. Rủi ro của phương thức bảo lãnh được san sẻ cho cả hai bên, nếu không bán được trên mức tối thiểu tổ chức phát hành không huy động được vốn còn tổ chức bảo lãnh không thu được hoa hồng bảo lãnh trong khi vẫn phải bỏ ra chi phí để thực hiện toàn bộ các khâu của quá trình bảo lãnh.

Bảo lãnh theo phương thức tối thiểu - tối đa (Mini – max commitment)

Là phương thức trung gian pha trộn giữa cam kết chắc chắn và cố gắng cao nhất. Theo phương thức này, có hai lượng chứng khoán cần xác lập, đó là: lượng sàn (Floor amount) và lượng trần (Ceiling amount). Tổ chức phát hành đưa ra lượng trần là lượng chứng khoán mà họ muốn bán. Tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh phải xác lập được lượng sàn và lượng chứng khoán họ có thể cam kết chắc



chấn đồng thời phải cố gắng tối đa để bán đến lượng trần. Nếu lượng chứng khoán bán ra thấp hơn lượng sản thì toàn bộ đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ, tổ chức bảo lãnh không nhận được bất cứ một khoản hoa hồng nào. Qua lượng sản mà mình xác lập tổ chức bảo lãnh phát hành giúp tổ chức phát hành dữ kiện được khoản vốn tối thiểu huy động được.

Bảo lãnh theo phương thức dự phòng (stand – by commitment)

Đây là phương thức bảo lãnh được áp dụng khi tổ chức phát hành là công ty đại chúng phát hành thêm cổ phiếu thông qua hình thức phát hành đặc quyền mua trước (Rights offering) cho cổ đông hiện hữu. Có thể có một số cổ đông hiện hữu không mua thêm cổ phần nữa do thiếu vốn, do muốn phân tán rủi ro... Do vậy tổ chức phát hành cần có một tổ chức BLPH dự phòng sẵn sàng đứng ra mua những quyền mua không được thực hiện và chuyển thành những cổ phiếu để bán ra công chúng.

Tổ chức bảo lãnh chỉ nhận được hoa hồng bảo lãnh khi tổ chức phát hành không bán được hết chứng khoán, khoản thu nhập này tất nhiên không nhiều như trường hợp phương thức bảo đảm chắc chắn song rủi ro cũng thấp hơn do đã hạn chế trách nhiệm của tổ chức bảo lãnh. Khó khăn mà tổ chức bảo lãnh có thể gặp phải là thị trường sẽ e ngại khi cổ đông cũ không mua hết cổ phiếu mới vì đó có thể là dấu hiệu để các nhà đầu tư khác cho rằng đầu tư vào công ty đó kém tính hấp dẫn. Do vậy phần phiếu còn lại ít, song khó bán trên thị trường trong khi hoa hồng bảo lãnh thu được lại không cao.

Tóm lại, cho dù là phương thức bảo lãnh nào thì tổ chức phát hành có trách nhiệm thông báo đầy đủ và chính xác các thông tin quan trọng về tổ chức phát hành cho tổ chức bảo lãnh, tổ chức phát hành sẽ phải bồi dưỡng cho tổ chức bảo lãnh khi các thông tin họ

cung cấp trong bản đăng ký phát hành và bản cáo bạch thiếu hoặc không trung thực... Ngược lại, nếu tổ chức làm sai lệch hoặc thiếu các thông tin trong bản đăng ký và bản cáo bạch thì tổ chức bảo lãnh cũng phải bồi thường cho tổ chức phát hành. Tuy nhiên, trách nhiệm bồi thường chỉ giới hạn ở những sai sót. Tổ chức bảo lãnh không chỉ có trách nhiệm trong việc phân phối chứng khoán, đảm bảo đợt phát hành thành công, mà ngay từ khâu tư vấn, tổ chức bảo lãnh đóng vai trò độc lập như bên thứ ba để xem xét vốn huy động được và sử dụng có hiệu quả không, có làm gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp và làm doanh nghiệp có thể phát triển vượt bậc không. Muốn vậy tổ chức bảo lãnh cần là người biết gạt bỏ mọi lợi từ hoa hồng bảo lãnh để có các đánh giá, thẩm định đúng đắn về dự án đầu tư của doanh nghiệp, khuyên khách hàng từ bỏ các dự án không hiệu quả, hoặc cảnh báo khách hàng về các rủi ro, nguy cơ có thể xảy ra để khách hàng cân nhắc kỹ lưỡng.

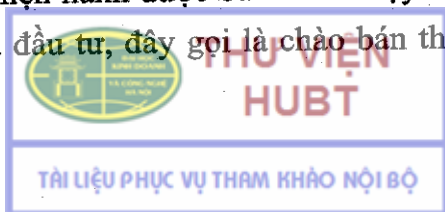
4.4.3. Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành cổ phiếu ra công chúng

Phần này sẽ tập trung chủ yếu vào các vấn đề chính liên quan đến chào bán cổ phiếu ra công chúng, đặc biệt là việc chào bán lần đầu. Chào bán lần đầu là việc lần đầu tiên công ty thực hiện chào bán rộng rãi cổ phiếu cho công chúng và thông thường kèm theo việc niêm yết cổ phiếu trên sở giao dịch chứng khoán.

Cấu trúc của chào bán cổ phiếu ra công chúng

(a) Loại cổ phiếu

Nếu các cổ phiếu mới được phát hành và khoản tiền thu được sẽ thuộc về công ty, đây được gọi là chào bán sơ cấp (primary offering). Nếu các cổ phiếu hiện hành được bán và do vậy các khoản tiền thu được thuộc về nhà đầu tư, đây gọi là chào bán thứ cấp (secondary



offering). Chào bán sơ cấp và thứ cấp là những thuật ngữ quốc tế được dịch khác nhau trong các bối cảnh pháp lý khác nhau. Ví dụ như tại Anh, chào bán sơ cấp được gọi là “đăng ký mua” (offer for subscription) trong khi đó chào bán thứ cấp được gọi là “đề nghị bán” (offer for sale). Nhìn chung, các thị trường tài chính có xu hướng thích sử dụng thuật ngữ chào bán sơ cấp, theo đó khoản tiền thu được dùng để tài trợ cho công ty, trong khi đó chào bán thứ cấp, tiền thu được sẽ thuộc về nhà đầu tư. IPO là cách để công ty cũng như nhà đầu tư có được thêm tiền mặt. Đó là lý do mà hầu hết các đợt IPO đều là kết hợp của chào bán sơ cấp và thứ cấp, có nghĩa là một phần cổ phiếu là những cổ phiếu mới được phát hành, phần còn lại là cổ phiếu cũ của các cổ đông hiện hữu. Tỷ trọng giữa chào bán sơ cấp và thứ cấp thay đổi đáng kể và không có quy tắc chuẩn mực thị trường nào cho tỷ trọng này.

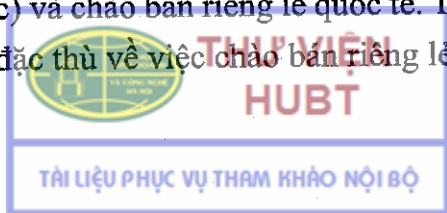
(b) Đối tượng chào bán

Một điểm cần phân biệt liên quan đó là loại nhà đầu tư mà việc chào bán hướng tới. Nếu việc chào bán hướng đến mọi nhà đầu tư, đó được gọi là chào bán ra công chúng (public offering). Trong khi đó nếu đợt chào bán chỉ hướng tới các nhà đầu tư tổ chức (các ngân hàng, quỹ tương hỗ, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí,...) thì việc chào bán đó được coi là chào bán riêng lẻ (private offering). Do vậy, thuật ngữ IPO (initial public offering) chỉ liên quan đến chào bán ra công chúng, theo đó mọi nhà đầu tư đều được tham gia. Cũng cần lưu ý rằng phần lớn các đợt IPO đều được chia thành các nhóm nhà đầu tư khác nhau. Do vậy, một đợt IPO điển hình sẽ bao gồm chào bán cho nhóm nhà đầu tư nhỏ lẻ (retail tranche) và nhóm nhà đầu tư tổ chức (institutional tranche). Mặc dù tỷ trọng giữa các nhóm nhà đầu tư nhỏ lẻ và tổ chức có thay đổi nhưng nhóm các nhà đầu tư tổ chức thường chiếm tỷ trọng 70 – 80% tổng số phát hành. Đôi khi, đặc biệt trong

các trường hợp tư nhân hóa, thì một cơ chế điều chỉnh lại được đưa ra nếu nhu cầu của nhà đầu tư nhỏ lẻ tăng lên đáng kể. Trong những tình huống này, ngân hàng đầu tư quản lý việc phát hành sẽ giảm bớt việc chào bán cho nhà đầu tư tổ chức để chào bán cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Hơn nữa, chúng ta sẽ thấy rằng các nhà đầu tư tổ chức có vai trò quan trọng trong quá trình định giá. Thông thường, các nhà đầu tư nhỏ lẻ cần nhiều thông tin chi tiết hơn so với các nhà đầu tư tổ chức. Đôi khi, đặc biệt trong các đợt IPO quy mô lớn, ở đó cũng sẽ có các nhóm đối tượng “những người thân” hoặc nhóm đối tượng là người lao động trong công ty. Nhìn chung, giá chào bán là giống nhau đối với mọi nhóm đối tượng, nhưng đôi khi tùy thuộc vào pháp luật mỗi nước, có thể có các mức giá chào bán khác nhau. Trong nhiều trường hợp ví dụ như tư nhân hóa, nhóm đối tượng người lao động trong công ty có thể được mua với giá chiết khấu.

(c) Nơi chào bán

Chào bán cổ phiếu có thể là chào bán trong nước hoặc quốc tế, phụ thuộc vào nơi thực hiện việc chào bán. Cần lưu ý rằng, điều này không liên quan đến thị trường niêm yết. Nói cách khác, như một công ty của Ý kết thúc một đợt chào bán quốc tế (ví dụ như chào bán cho cả nhà đầu tư Ý lẫn nhà đầu tư nước ngoài), mà chỉ niêm yết trên mỗi Sở giao dịch chứng khoán Milan. Chào bán quốc tế có xu hướng dành cho các nhà đầu tư tổ chức quốc tế, vì chỉ rất ít tổ chức phát hành có đủ khả năng trang trải cho các chi phí tuân thủ đối với việc chào bán cho nhà đầu tư nhỏ lẻ. Do vậy, cấu trúc chào bán phổ biến là chào bán ra công chúng trong nước và chào bán riêng lẻ quốc tế. Tuy nhiên, đối với các công ty lớn, cấu trúc chào bán bao gồm kết hợp chào bán ra công chúng nhiều nơi (ví dụ như chào bán cho nhà đầu tư nhỏ lẻ ở nhiều nước) và chào bán riêng lẻ quốc tế. Tại thị trường Mỹ, có các điều khoản đặc thù về việc chào bán riêng lẻ, cũng giống như



nhiều nước khác. Chào bán riêng lẻ liên quan đến chào bán chứng khoán mà được miễn yêu cầu về đăng ký theo luật chứng khoán liên bang. Trong chào bán riêng lẻ, ngân hàng đầu tư đứng ra tổ chức việc bán chứng khoán cho một nhóm hạn chế các nhà đầu tư có uy tín, có thể là cá nhân hoặc tổ chức đáp ứng được các yêu cầu về thu nhập và tài sản. Tuy nhiên, những chứng khoán này phải được đăng ký trước khi được quyền bán lại hoặc việc bán lại sau này cũng phải là chào bán riêng lẻ. Tại Mỹ, quy định đưa ra điều khoản miễn trừ cho chào bán riêng lẻ đối các nhà đầu tư tổ chức đáp ứng những yêu cầu nhất định và cho phép họ được tự do giao dịch các chứng khoán chào bán riêng lẻ với nhau. Quy định này đã thu hút các tổ chức phát hành quốc tế lớn không thể hoặc không muốn phải tuân thủ các yêu cầu về đăng ký của Mỹ.

(d) Thị trường

Một công ty có thể được niêm yết trong nước, tại nước ngoài hoặc trên nhiều thị trường (niêm yết song hành/kép). Phần lớn tổ chức phát hành đều niêm yết trên thị trường trong nước. Đây là cách có thể được thực hiện dễ dàng và trong hầu hết các trường hợp thì chi phí rẻ hơn. Mặc dù vậy, đặc biệt là trước đây, nhiều công ty quyết định niêm yết tại các thị trường nước ngoài hơn là trong nước. Các lý do mà một công ty niêm yết trên thị trường nước ngoài bao gồm:

- + Tổ chức phát hành hoạt động trong một mảng thị trường nhất định và tất cả các đối thủ cạnh tranh đều niêm yết trên một thị trường cụ thể nào đó (ví dụ như các công ty công nghệ cao trên NASDAQ): nhà đầu tư, chuyên gia phân tích, các hoạt động giao dịch đối với nhóm các công ty như vậy được tập trung giao dịch tại thị trường đó, do vậy, các tổ chức này sẽ thực hiện niêm yết tại đó.

- + Tổ chức phát hành theo đuổi chiến lược M&A tại thị trường nước ngoài.

+ Thị trường trong nước nhỏ và thiếu độ tin cậy. Điều này giải thích tại sao việc niêm yết ở nước ngoài phổ biến trước kia hơn so với ngày nay: khi thị trường trong nước phát triển thì không cần thiết phải niêm yết trên thị trường nước ngoài. Tuy nhiên, vẫn còn nhiều công ty ở các nền kinh tế mới nổi niêm yết tại thị trường London hoặc NewYork vì lý do này.

+ Tổ chức phát hành không đáp ứng được các yêu cầu tiêu chuẩn niêm yết của thị trường trong nước.

Mặc dù có các lý do như trên dẫn tới việc niêm yết ở nước ngoài, xu thế niêm yết song hành/kép đã dần dần đảo ngược, lý do cơ bản là vì sự phát triển sâu hơn của thị trường trong nước và nhà đầu tư tổ chức ngày càng hoạt động trên phạm vi toàn cầu. Tuy nhiên, nếu một công ty quyết định niêm yết ở thị trường nước ngoài, thì thị trường được lựa chọn thông thường là London hoặc NewYork.

(e) Cơ chế xác định giá

Quá trình IPO diễn ra bình quân khoảng 4 đến 6 tháng. Các bước của quá trình này, đặc biệt là những bước cuối, có liên quan chặt chẽ tới cơ chế xác định giá được tổ chức phát hành và ngân hàng đầu tư lựa chọn. Do vậy, trước hết chúng ta sẽ tìm hiểu về các cơ chế khác nhau trong việc xác định giá chào bán cổ phiếu, sau đó sẽ tìm hiểu toàn bộ quá trình IPO. Có ba cơ chế chính để xác định giá và phân phối chứng khoán: (i) giá mở hay dựng sổ (book – building), (ii) giá cố định, (iii) đấu giá. Trong cơ chế chào bán với giá mở, ngân hàng đầu tư tiến hành thăm dò các nhà đầu tư tiềm năng và sau đó xác định giá. Ngược lại, trong cơ chế chào bán với giá cố định, giá chào bán được ấn định trước khi có các yêu cầu đăng ký mua cổ phiếu. Trong đấu giá, giá thực hiện trên thị trường được xác định sau khi các lệnh đặt mua được đưa ra.



Giá mở (book – building: dựng sổ): Việc phát hành được thuyết trình trước các nhà đầu tư tổ chức trong suốt giai đoạn roadshow, trung bình mất khoảng vài tuần. Khoảng giá được đề nghị cho nhà đầu tư. Dựa trên cơ sở buổi thuyết trình (roadshow), các nhà đầu tư sẽ được đề nghị đưa ra các dự kiến không có tính ràng buộc (các mức giá sẵn sàng mua). Sổ được xây dựng từ các mức giá dự kiến mua và dựa trên cơ sở thông tin từ sổ, các điều khoản về chào bán được hoàn thiện ngay trước khi chào bán cổ phiếu. Một trong những đặc điểm chính của cách tiếp cận giá mở là việc phân bổ cổ phiếu giữa các nhà đầu tư tổ chức được quyết định tùy theo ý của ngân hàng đầu tư. Trong pitch book¹ ngân hàng đầu tư tuyên bố rằng việc tùy nghi quyết định này của ngân hàng giúp việc phân phối cổ phiếu chỉ cho nhóm các nhà đầu tư được lựa chọn “mua và nắm giữ”, những nhà đầu tư không bán bỏ cổ phiếu ngay sau đó. Vào lúc kết thúc giai đoạn dựng sổ, ngân hàng đầu tư sẽ bảo lãnh cổ phiếu. Do vậy, họ chỉ chịu rủi ro trong khoảng thời gian rất ngắn (thường chỉ khoảng 24h), giữa lúc đóng sổ và phân phối cổ phiếu. Những đề nghị mua không có tính ràng buộc, tuy nhiên, do bản chất mối quan hệ liên tục giữa nhà đầu tư và ngân hàng đầu tư nên rất hiếm khi có nhà đầu tư nào bội ước. Hơn thế nữa, sổ chỉ được đóng khi có đủ cầu ở một mức giá chào bán nào đó. Nếu không, việc chào bán có thể thất bại. Nói tóm lại, có rất ít rủi ro bảo lãnh trong trường hợp này. Mặc dù vậy, để bảo vệ họ khỏi thay đổi bất lợi, các ngân hàng thường sử dụng điều khoản bất khả kháng, trong đó cho phép họ hủy bỏ giao dịch trong một số trường hợp nhất định. Cơ chế giá mở là một cách tiếp cận chuẩn tại Mỹ, nhưng nó đã ngày càng trở nên phổ biến tại nhiều nước trên thế giới.

1 Pitch book is là một công cụ marketing được ngân hàng đầu tư sử dụng tại Mỹ. Nó bao gồm việc tổ chức và phân tích cẩn thận những cân nhắc đầu tư của khách hàng tiềm năng và hiện tại và/hoặc để làm tham chiếu so sánh cho nhân viên ở một ngân hàng đầu tư hoặc thương mại. Mục đích của công cụ này là bảo đảm cho giao dịch giữa ngân hàng đầu tư với khách hàng tiềm năng.

Giá cố định (fixed price): Đây là thông lệ chuẩn tại Châu Âu, nhưng nó ngày càng ít được sử dụng trong nhiều năm trở lại đây, nhất là trong các đợt chào bán lớn. Điểm chính trong cách tiếp cận giá cố định là tổ chức phát hành và ngân hàng đầu tư đặt ra mức giá trước khi các lệnh mua được đưa ra. Nói cách khác, giá được ấn định với thông tin về nhu cầu thị trường. Có hai loại chào bán giá cố định: (a) cam kết chắc chắn (hay bảo lãnh) và nỗ lực tối đa (không bảo lãnh). Trong trường hợp đầu (trường hợp khá phổ biến), ngân hàng đầu tư bảo lãnh cho đợt chào bán, do vậy bảo đảm toàn bộ khoản tiền thu được cho tổ chức phát hành, bất kể nhu cầu thực tế trên thị trường. Trong trường hợp sau, ngân hàng chỉ thực hiện nỗ lực tối đa để bán cổ phiếu, mà không có bảo lãnh. Thông thường, quy mô tối thiểu được đặt ra và nếu vào lúc chốt danh sách mà không đủ cầu thì việc chào bán sẽ bị hủy bỏ. Rõ ràng là cam kết chắc chắn thì rủi ro cao hơn đối với ngân hàng đầu tư về mặt rủi ro bảo lãnh.

Đấu giá: Về mặt lịch sử, đây là cơ chế xác định giá ít phổ biến nhất. Nó thường chỉ được sử dụng tại Pháp. Mặc dù vậy, có ngày càng nhiều tổ chức phát hành quyết định sử dụng phương pháp này. Trong một đợt đấu giá, nhà đầu tư được mời để bỏ giá mua cổ phiếu và một khi khối lượng chào bán đã được đăng ký hết thì cổ phiếu sẽ được phân bổ ở mức giá duy nhất mà bảo đảm khối lượng chào bán được thực hiện hết. Cũng giống như phương pháp dựng sổ, giá được ấn định sau khi các lệnh mua được đưa ra. Sự khác biệt chính giữa 2 phương pháp đó là, trong phương pháp dựng sổ, các quy tắc về giá và việc phân phối là không rõ ràng.

Đấu giá là phương pháp phân phối chứng khoán thông qua kết quả đấu giá. Các nhà đầu tư có nhu cầu sẽ nộp đơn tham gia đấu giá, trong đó nêu chi tiết khối lượng và giá đăng ký đấu giá tương ứng với khối lượng đặt mua. Việc đấu giá có thể được thực hiện công khai cho

toàn bộ thị trường hoặc đấu giá hạn chế cho một số các nhà đầu tư được lựa chọn. Thông thường doanh nghiệp sẽ đưa ra giá khởi điểm để hạn chế các hồ sơ chào thầu với mức giá quá thấp. Các nhà đầu tư sẽ được lựa chọn trên cơ sở giá đăng ký đấu giá từ cao xuống thấp đến khi khối lượng chứng khoán chào bán được phân phối hết.

Có các kiểu đấu giá sau:

Đấu giá kiểu Mỹ: là một phương thức đấu giá trong đó kết quả sẽ được lựa chọn trên cơ sở giá đăng ký từ cao xuống thấp đến khi khối lượng chứng khoán chào bán được bán hết. Nhà đầu tư thành công sẽ mua chứng khoán theo đúng giá đăng ký mà họ đưa ra. Điều này có nghĩa là sẽ có rất nhiều mức giá thành công, phụ thuộc vào mức giá đăng ký của nhà đầu tư. Để tránh việc các nhà đầu tư bỏ giá quá cao không thực hiện mua như cam kết, thông thường phương pháp này đòi hỏi một tỷ lệ đặt cọc nhất định dựa trên số lượng đăng ký và giá khởi điểm.

Tại các thị trường phát triển, phương pháp đấu giá không phải là phương pháp thông dụng. Các nhà đầu tư cũng không mặn mà với phương pháp này vì khả năng họ phải trả giá cao hơn và sự biến động giá cổ phiếu trên thị trường thứ cấp thường không tốt. Chính vì thế, tỷ lệ nhu cầu đăng ký theo phương pháp này thường không cao.

Đấu giá có thể được thực hiện thông qua hệ thống đấu giá điện tử hoặc thủ công thông qua phong bì niêm phong. Đối với hệ thống đấu giá điện tử, nhà đầu tư phải mở một tài khoản chứng khoán tại công ty môi giới tham gia đấu giá hoặc tại các đại lý phân phối. Các nhà đầu tư sẽ được cấp mã số giao dịch để có thể kết nối vào mạng đấu giá điện tử. Kết quả đấu giá thành công được xác định một cách nhanh chóng sau khi thời gian nộp thầu kết thúc.

Đấu giá mở hay IPO mở: là một phương thức đấu giá được phát triển trong một thập kỷ gần đây (từ năm 1997) nhằm khắc phục

một số nhược điểm của 2 phương pháp đấu giá kiểu Mỹ và phương pháp dựng sổ truyền thống.

Về cơ bản, phương pháp đấu giá mở hoạt động tương tự như đấu giá kiểu Mỹ. Tuy nhiên, các nhà đầu tư thành công được áp dụng cùng một mức giá mà tại đó chứng khoán có thể phân phối hết. Ngân hàng đầu tư sẽ xác định mức giá thấp nhất mà tại đó tất cả chứng khoán được bán hết và mức giá này sẽ là mức giá thành công áp dụng cho tất cả các nhà đầu tư. Nhà đầu tư đăng ký với mức giá cao hơn mức giá thành công sẽ được đáp ứng toàn bộ nhu cầu đăng ký. Nhà đầu tư đăng ký với mức giá bằng mức giá thành công sẽ được đáp ứng một phần nhu cầu đăng ký theo tỷ lệ. Nhà đầu tư đăng ký với mức giá thấp hơn giá thành công sẽ không được phân bổ chứng khoán.

Trong một số trường hợp, doanh nghiệp có thể điều chỉnh giá phát hành thấp hơn mức giá thành công. Trong trường hợp này, chỉ các nhà đầu tư thành công mới được hưởng lợi. Các nhà đầu tư có mức giá đăng ký cao hơn mức giá phát hành song thấp hơn mức giá thành công vẫn không được phân bổ chứng khoán. Mục đích của việc điều chỉnh giá phát hành nhằm tạo mức hợp lý cho giá cổ phiếu và kích thích sự khởi đầu tốt cho hoạt động của cổ phiếu trên thị trường thứ cấp.

Phương pháp IPO mở tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nhỏ được phép tiếp cận mua cổ phiếu, trách nhiệm thiên vị của ngân hàng đầu tư trong việc phân bổ chứng khoán cho các khách hàng ruột. Đối với chủ thể phát hành, giá thành công do thị trường quyết định nên hạn chế khả năng định giá thấp của ngân hàng đầu tư. Hơn nữa, việc áp dụng cùng một mức giá phát hành sẽ tạo sự nhất quán về giá cho cổ phiếu, do đó kích thích sự tham gia đấu thầu của các nhà đầu tư.

Nhược điểm của phương pháp này là không khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức do họ cảm thấy đây là một



phương pháp bất lợi cho họ. Cụ thể, họ không tận dụng được các lợi ích của việc định giá thấp từ phương pháp dựng sổ. Sự thiếu vắng của các nhà đầu tư tổ chức sẽ hạn chế nhu cầu đầu tư cũng như hạn chế nguồn lực nghiên cứu và tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường thứ cấp.

Hiện nay, cơ chế xác định giá được sử dụng nhiều nhất vẫn là dựng sổ, ít nhất là đối với nhóm các nhà đầu tư tổ chức. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ thường được phép đặt lệnh mua trong nhóm các nhà đầu tư nhỏ lẻ, nhưng giá thì được ấn định bởi nhóm nhà đầu tư tổ chức. Nói cách khác, hầu hết các đợt IPO sử dụng cách tiếp cận kết hợp, kết hợp chào bán cho nhà đầu tư nhỏ lẻ theo giá cố định với phương pháp dựng sổ. Cách tiếp cận kết hợp này có thể theo thứ tự hoặc đồng thời. Trong cách tiếp cận tuần tự, giá được ấn định theo phương pháp dựng sổ trước khi giá chào bán cho nhà đầu tư nhỏ lẻ được đưa ra: do vậy, nhà đầu tư nhỏ lẻ biết chính xác mức giá mà họ sẽ trả. Trong cách tiếp cận đồng thời, việc chào bán cho nhà đầu tư tổ chức và nhỏ lẻ được thực hiện cùng lúc, do vậy, nhà đầu tư nhỏ lẻ đưa ra giá mà không biết chính xác về giá mà họ sẽ trả. Một giải pháp trung dung cũng có thể được thực hiện. Trong quá trình dựng sổ (trước khi sổ được đóng) thì một mức giá tối đa được công bố và việc chào bán cho nhà đầu tư nhỏ lẻ cũng được đưa ra: các nhà đầu tư nhỏ lẻ không biết giá chính xác mà chỉ biết mức giá tối đa họ sẽ phải trả. Phần sau đây sẽ mô tả quá trình IPO điển hình mà cách tiếp cận này được sử dụng.

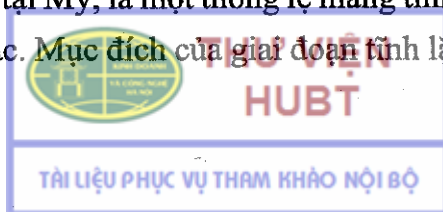
Các bước chính của quá trình IPO

Các bước chính của quá trình IPO theo cách tiếp cận dựng sổ được sử dụng gồm ba giai đoạn chính: (a) chuẩn bị, (b) tiếp cận thị trường, (c) ra công chúng.

Chuẩn bị: Ngay sau khi quyết định ra công chúng được đưa ra, việc chuẩn bị bản cáo bạch và soát xét (due diligence) liên quan sẽ bắt

đầu. Bản cáo bạch về cơ bản là một tài liệu chứa đựng tất cả thông tin về tổ chức phát hành và đợt phát hành. Bản cáo bạch cung cấp mọi thông tin công bố về hoạt động kinh doanh của công ty và là một công cụ marketing quan trọng và bảo vệ cho các nhà đầu tư cá nhân. Một bản cáo bạch tóm tắt hay một bản chào bán được cung cấp cho nhà đầu tư tổ chức. Để chuẩn bị bản cáo bạch, có hai loại soát xét được tiến hành. Thứ nhất, soát xét hoạt động kinh doanh, bao gồm phân tích tính khả thi và bền vững kế hoạch kinh doanh. Thứ hai, soát xét pháp lý, liên quan tới cấu trúc và nội dung bản cáo bạch. Việc trình bày đúng các vấn đề thực tế và rủi ro là rất quan trọng nhằm tránh các vụ kiện tụng pháp lý. Thực tế, theo nhiều quy định pháp lý thì tổ chức phát hành, ngân hàng đầu tư và đôi khi công ty kiểm toán phải chịu trách nhiệm đối với nội dung bản cáo bạch. Tóm lại, một bản cáo bạch điển hình sẽ bao gồm các thông tin về yếu tố rủi ro có thể ảnh hưởng tới hoạt động tương lai, chiến lược của công ty, lợi thế cạnh tranh của công ty, năng lực và kinh nghiệm của đội ngũ lãnh đạo và việc sử dụng các khoản thu được từ việc phát hành. Trong giai đoạn này, tổ chức phát hành cũng có thể đăng ký niêm yết với cơ quan quản lý thị trường và với sở giao dịch chứng khoán.

Tiếp cận thị trường: Đây là giai đoạn bắt đầu bằng việc xuất bản báo cáo nghiên cứu tiền IPO. Trước khi báo cáo này được đưa ra, đợt IPO tiềm năng sẽ không được phép tiết lộ ra công chúng. Báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị bởi các chuyên gia phân tích của ngân hàng đầu tư quản lý việc chào bán. Một giai đoạn tĩnh lặng (quite period) thường diễn ra sau khi đưa ra báo cáo nghiên cứu. Nói cách khác, ngân hàng đầu tư không cung cấp bất cứ báo cáo nào khác về tổ chức phát hành, cho đến vài ngày sau khi kết thúc. Quy tắc này, mang tính bắt buộc tại Mỹ, là một thông lệ mang tính thị trường nhiều hơn ở các nước khác. Mục đích của giai đoạn tĩnh lặng là nhằm tránh



khuấy động thị trường, như việc đề xuất của các chuyên gia phân tích nhằm vào việc làm tăng cầu thị trường và đẩy giá. Khi báo cáo nghiên cứu được đưa ra và do vậy, đợt IPO được công khai, thì ngân hàng đầu tư bắt đầu bước tiền marketing, một cách không chính thức thực hiện chào hàng với các nhà đầu tư tổ chức để có được cảm nhận của họ về đợt phát hành. Đôi khi, những cuộc trao đổi thông tin như vậy có thể diễn ra thậm chí trước khi cung cấp báo cáo, thông thường chỉ với các nhà đầu tư được lựa chọn đáng tin cậy. Với thông lệ này, ngân hàng tiến hành trao đổi bí mật về đợt IPO dự kiến chỉ với một vài nhà đầu tư chủ chốt. Sau bước tiền marketing, khoảng giá sẽ được xác định. Độ rộng của khoảng giá cũng khá rộng, từ 10% đến 20% hoặc hơn so với mức giá trung bình. Việc định giá sẽ phản ánh cảm nhận (sentiment) được đánh giá trong bước tiền marketing. Một khi khoảng giá được xác định thì đợt giới thiệu (roadshow) sẽ được tiến hành. Thông thường sẽ mất khoảng vài tuần, nhưng đó là khoảng thời gian khá sôi động. Đối với các đợt chào bán nhỏ ở Châu Âu, có thể phải mất ít hơn 1 tuần để tiếp cận được các trung tâm tài chính chủ chốt tại Châu Âu, trong khi đó, đối với các đợt chào bán lớn hơn, có thể phải mất 1 tuần tại Châu Âu và một tuần tại Mỹ. Ban lãnh đạo công ty phát hành và ngân hàng đầu tư sẽ trình bày vấn đề với các nhà đầu tư tổ chức. Cuộc roadshow kết hợp việc trình bày cho thính giả là các nhà đầu tư tiềm năng với việc gặp gỡ các nhóm nhà đầu tư nhỏ và gặp gỡ riêng từng nhà đầu tư lớn quan trọng nhất. Thông thường, chỉ các nhà đầu tư mà thực sự quan tâm tới đợt phát hành mới được mời tham dự buổi trình bày. Một điểm bất lợi chính của các cuộc trình bày rộng rãi đó là khi một người có một sự quan ngại hợp lý và đặt vấn đề ra, khi đó đột nhiên mọi người khác, những người chưa bao giờ nghĩ đến vấn đề này, sẽ trở nên lo lắng. Ngược lại, nhiều nhà đầu tư thích đặt các câu hỏi mang tính riêng tư nhằm tránh các nhà đầu

tư khác có thể hưởng lợi từ các thông tin mà họ thu được. Trong giai đoạn roadshow, các mức giá chào mua không có tính ràng buộc được đưa ra và sổ sẽ được xây dựng từ đó. Theo cách tiếp cận hỗn hợp, một khi sổ đã đóng thì giá được xác lập và việc chào bán lẻ được bắt đầu. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, khi ngân hàng đầu tư đã thu thập đủ thông tin từ các nhà đầu tư tổ chức, nhưng sổ vẫn mở thì giá IPO tối đa được công bố và việc chào bán lẻ sẽ bắt đầu.

Ra công chúng: Một khi đóng sổ, tổ chức phát hành và ngân hàng đầu tư sẽ đặt mức giá chào bán. Đây là lúc rất quan trọng: tổ chức phát hành muốn tối đa hóa các khoản thu, nhà đầu tư muốn có được một giao dịch tốt và ngân hàng đầu tư thì muốn ở giữa hai trạng thái này. Các đợt IPO của Châu Âu thường xác định giá trong khoảng giá được thiết lập tại đầu giai đoạn dựng sổ. Theo báo cáo của Citigroup năm 2005, trung bình có ít hơn 20% giá IPO của Châu Âu nằm ngoài khoảng giá, trong khi đó tại Mỹ có khoảng 50% số IPO có giá bên ngoài khoảng giá. Kết quả này có thể do sự liên quan nhiều hơn đến bước tiền marketing tại Châu Âu. Nói cách khác, khoảng giá đã được xác định theo các phản hồi từ thị trường. Trong phân khúc nhà đầu tư tổ chức, việc phân bổ được thực hiện trên cơ sở tùy nghi. Ngược lại, trong phân khúc nhà đầu tư nhỏ lẻ, việc phân bổ được thực hiện theo nguyên tắc nhất định: phụ thuộc vào quy định pháp lý, nó sẽ là phân phối trên cơ sở tỷ lệ từ trên xuống hay phân phối một cách ngẫu nhiên thông qua rút thăm. Sau khi xác định giá xong và phân bổ cổ phiếu, việc giao dịch sẽ được tiến hành. Tuy nhiên, công việc của ngân hàng đầu tư vẫn chưa kết thúc, do họ còn phải duy trì hoặc ổn định giá cổ phiếu trong suốt những ngày giao dịch đầu tiên: đây được gọi là việc ổn định hóa.

Chào bán cổ phần bổ sung (Seasoned Equity Offerings (SEOs)) và chào bán quyền mua (Rights Offerings)

Chào bán cổ phần bổ sung (SEOs)

Chào bán SEOs hay chào bán các đợt tiếp theo lại rất ít thấy ở Châu Âu và Mỹ. Mặc dù vậy, tại Mỹ khi SEO được đưa ra thì nó có xu hướng lớn hơn nhiều so với các đợt IPO điển hình. SEO có thể hoặc là sơ cấp (cổ phiếu mới và làm tăng vốn cho công ty) hoặc thứ cấp (cổ phiếu cũ và như vậy sẽ giảm tỷ lệ sở hữu của cổ đông hiện hữu). Trong hầu hết các trường hợp, đợt chào bán SEO được thực hiện thông qua các thương vụ mua đứt (bought deal) hoặc dựng sổ nhanh (accelerated book – building). Thương vụ mua đứt tức là ngân hàng đầu tư mua cổ phiếu, sau đó bán lại càng sớm càng tốt cho các nhà đầu tư tổ chức. Chênh lệch giữa giá mua và giá bán chính là lợi nhuận của ngân hàng đầu tư. Tổ chức phát hành không phải trả bất cứ khoản phí nào. Thương vụ mua đứt chứa đựng rủi ro lớn đối với ngân hàng đầu tư. Dựng sổ nhanh liên quan đến việc thực hiện marketing mục tiêu hướng vào nhóm nhỏ các nhà đầu tư: dự sổ diễn ra trong khoảng thời gian rất ngắn. Các đợt SEO thường diễn ra trong giai đoạn cổ phiếu của tổ chức phát hành cũng như thị trường đang rất thuận lợi. Tuy nhiên, giá cổ phiếu thường giảm khoảng 3% khi công bố đợt chào bán cổ phiếu. SEO chứa đựng thông điệp tiêu cực đối với nhà đầu tư: giám đốc sẽ tiến hành chào bán cổ phiếu khi họ tin rằng giá cổ phiếu hiện tại của công ty là quá cao. Tại Mỹ, giá trị trung bình do giảm giá tương đương khoảng 30% giá trị của đợt phát hành. Ví dụ một công ty có mức vốn hóa khoảng 1 tỷ USD, công bố chào bán 100 triệu USD SEO. Giả sử giá cổ phiếu giảm trung bình khoảng 3%. Điều này sẽ làm giảm khoảng 30 triệu USD mức vốn hóa thị trường của công ty. Lưu ý rằng 30 triệu USD tương đương với 30% giá trị đợt chào bán bổ sung. Kết quả này hàm ý rằng một tỷ trọng đáng kể



doanh thu của phát hành cổ phiếu đã ra khỏi túi của cổ đông cũ. Do vậy cũng dễ hiểu rằng đối với SEO thứ cấp (cổ đông hiện hữu bán bớt cổ phiếu) thì phản ứng của thị trường thậm chí còn tồi tệ hơn: mức giảm trung bình của mức vốn hóa khoảng 80%, nhiều trường hợp giá trị công ty giảm hơn mức doanh thu thu được từ việc chào bán.

Chào bán quyền mua (Rights Offerings)

Theo quy định tại nhiều quốc gia, việc tăng vốn đòi hỏi công ty phải phát hành vốn mới dưới dạng quyền để bảo vệ cho cổ đông hiện hữu khỏi tình trạng pha loãng sở hữu của họ. Do vậy, các cổ đông được quyền mua cổ phiếu mới theo tỷ trọng mà họ nắm giữ vào thời điểm chào bán. Quyền mua được phát hành cho cổ đông hiện hữu theo một tỷ lệ nhất định và ở mức chiết khấu so với giá thị trường hiện hành. Hơn nữa, quyền được giao dịch trên cùng sở giao dịch chứng khoán như cổ phiếu. Nếu cổ đông không thực hiện quyền này trong giai đoạn đăng ký mua (thông thường là 2 tuần) thì tổ chức phát hành sẽ nhận được khoản thu nhập thông qua việc bán các quyền mua không thực hiện cho các nhà đầu tư. Giá quyền mua được xác định theo mức thị trường hiện hành mà không phải theo giá đăng ký. Công ty sẽ thu được khoản tiền theo mức giá đăng ký mua trong quyền và nhà đầu tư không thực hiện quyền sẽ nhận được phần chênh lệch.

Cần lưu ý rằng các cổ đông hiện hữu không nhạy cảm với mức chiết khấu của quyền mua so với giá lý thuyết của cổ phiếu vào ngày không hưởng quyền (theoretical ex-right price (TERP)). TERP là giá mà tại đó cổ phiếu được giao dịch vào lúc công bố điều khoản về phát hành quyền, sau khi đã tách khỏi quyền (ngày giao dịch không hưởng quyền (ex-rights date)). Về mặt trực quan, TERP sẽ bằng mức vốn hóa thị trường trước khi phát hành quyền cộng với số tiền huy động được chia cho số lượng cổ phiếu bổ sung:



$$(N \times P + n \times p) / (N + n)$$

N: số lượng cổ phiếu đang lưu hành;

n: số lượng cổ phiếu mới phát hành thêm;

P: giá cổ phiếu hiện hành;

p: giá phát hành/giá đăng ký.

Tổng mức chiết khấu là chênh lệch phần trăm giữa giá thị trường hiện tại và giá đăng ký. Mức chiết khấu so với TERP là chênh lệch phần trăm giữa TERP và giá đăng ký. Cần có phương thức xác định mức chiết khấu so với TERP một cách phù hợp: mức chiết khấu cần đủ lớn để quyền sẽ giao dịch ở mức giá trị dương trong suốt giai đoạn đăng ký. Nói cách khác, mức chiết khấu được sử dụng để ngăn chặn rủi ro giá giảm trong suốt thời gian tương đối dài từ ngày định giá cho đến cuối giai đoạn đăng ký mua. Mức chiết khấu cần được định giá để vào bất cứ thời điểm nào, quyền mua vẫn có giá trị dương (giá cổ phiếu không thấp hơn giá đăng ký). Đồng thời, mức chiết khấu cần đủ “hợp lý” để tránh việc đưa ra một thông điệp “thiếu tin cậy” đối với nhà đầu tư. Như đã nêu ở trên, mức chiết khấu về mặt lý thuyết không có tác động tới sự giàu có của cổ đông hiện hữu, mà nó chỉ liên quan tới giá cổ phiếu trước khi thực hiện quyền. Thực tế, giá này có thể được thể hiện như là sự kết hợp của TERP và giá quyền: TERP giảm theo mức chiết khấu trong khi đó giá quyền lại tăng theo mức chiết khấu. Giá giao dịch lý thuyết của cổ phiếu vào ngày giao dịch không hưởng quyền là TERP. Các cổ đông mà thực hiện quyền để đăng ký cổ phiếu mới sẽ không gánh chịu việc pha loãng cổ phiếu. Các cổ đông không đăng ký mua, sẽ tiếp tục nắm giữ cổ phiếu của mình (giao dịch tại TERP) và nhận quyền (giao dịch theo giá lý thuyết) có thể bán theo giá thị trường của họ.

Cần lưu ý rằng luật của hầu hết các bang ở Mỹ đều cho các cổ đông quyền mua trước, ngoại trừ khi quyền bị loại bỏ. Phần lớn các công ty niêm yết tại Mỹ đã bỏ quyền này khỏi điều lệ công ty. Đó là lý do tại sao chào bán quyền lại khá hiếm ở Mỹ.

Tổ hợp bảo lãnh phát hành

Cấu trúc của tổ hợp bảo lãnh phát hành

Trong các trường hợp có nhiều hơn một ngân hàng tham gia vào việc chào bán cổ phiếu, tổ chức phát hành sẽ chọn một nhà quản lý chính (lead manager hay book runner) trong việc chào bán cổ phiếu và nhà quản lý chính (cùng với tổ chức phát hành) sẽ lập ra một tổ hợp các ngân hàng nhằm hỗ trợ trong việc xác định giá, bảo lãnh và phân phối chứng khoán. Tổ hợp bị ràng buộc bởi một tập hợp các hợp đồng chính thức (hợp đồng liên minh tổ hợp): khi kết thúc việc chào bán thì tổ hợp sẽ bị giải tán.

Mặc dù các chức năng của thành viên trong tổ hợp là giống nhau ở mọi quốc gia, nhưng tên gán cho mỗi vai trò có thể thay đổi. Tuy nhiên, tên gọi không quan trọng, điều quan trọng thực sự là vị trí tương đối của ngân hàng ở trong tổ hợp. Trong trường hợp chào bán cho nhiều phân khúc (tranche), thì mỗi phân khúc lại có một tổ hợp. Một nhà quản lý chung được chọn ra, gọi là nhà điều phối chung (global coordinator). Nhà điều phối chung thông thường giữ vị trí một phần của tổ hợp trong mọi phân khúc (không nhất thiết như nhà quản lý chính).

Cấu trúc tổ hợp bảo lãnh phát hành

Tổ hợp	Nhóm bảo lãnh phát hành	Nhóm quản lý	Nhà quản lý sổ (book – runner) hay nhà quản lý chính... Nhà quản lý sổ liên kết (Joint book – runner) hay nhà quản lý chính liên kết
		Các nhà bảo lãnh phát hành không quản lý	Nhà quản lý Nhà quản lý ...
	Các đại lý bán (selling banks)		Đồng quản lý ...

Một tổ hợp điển hình sẽ gồm ba thành phần: (a) nhóm quản lý, (b) nhóm bảo lãnh và (c) nhóm bán. Bảng trên trình bày một cấu trúc tổ hợp điển hình.

Nhóm quản lý sẽ bao gồm nhà quản lý chính và các nhà quản lý liên kết khác (nếu có). Nhà quản lý chính chịu trách nhiệm về vấn đề soát xét, roadshow, dựng sổ, phân bổ và sẽ thu được phần phí lớn nhất. Không ít trường hợp chúng ta sẽ thấy có đồng thời nhiều nhà quản lý chính, đặc biệt đối với các đợt IPO lớn. Nhà quản lý chính liên kết có thể được chọn một cách gián tiếp bởi nhà quản lý chính, thiết lập một giới hạn dưới đối với tỷ trọng phần phí thu được, do vậy hạn chế số lượng ngân hàng tham gia.

Nhóm bảo lãnh sẽ bao gồm nhóm quản lý và các nhà bảo lãnh không tham gia quản lý và vẫn thường gọi là manager. Các manager bảo lãnh một phần cổ phiếu, tỷ trọng của nó do nhóm quản lý xác định.

Cuối cùng, các ngân hàng bán (co – managers) chỉ cố gắng tối đa trong việc bán cổ phiếu, nhưng họ không tham gia bảo lãnh cổ phiếu; nói cách khác, họ không bảo đảm cho việc phân phối. Sự khác biệt

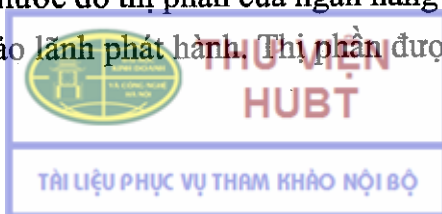
về mức độ tập trung trong tổ hợp phụ thuộc vào các phân khúc: phân khúc bán lẻ thường đông hơn và bao gồm nhóm bán (đến khoảng 20 ngân hàng), trong khi đó phân khúc nhà đầu tư tổ chức thường chỉ có 46 ngân hàng và ít khi có một nhóm bán.

Các chức năng

Các tổ hợp có thể thực hiện 4 chức năng: (a) thông tin, (b) chứng thực (certification), (c) nghiên cứu và (d) tạo lập thị trường.

Thông tin (Information): Định giá một đợt IPO vừa là khoa học, vừa là nghệ thuật. Khoa học dựa trên nền tảng các phương pháp định giá. Nghệ thuật bao gồm việc xác định được các lợi ích của thị trường trong đợt chào bán. Các ngân hàng khác nhau có các khách hàng khác nhau, do vậy có các thông tin khác nhau. Các ngân hàng liên quan đến tổ hợp cũng có thể cung cấp thông tin gián tiếp: các thành viên của nhóm quản lý có thể ảnh hưởng tới định giá IPO bằng cách “rỉ tai nhau” (ví dụ như việc nói với tổ chức phát hành rằng nhà quản lý chính đang định giá sai đợt IPO và chúng tôi đáng ra có thể làm tốt hơn), nhằm trở thành nhà quản lý chính trong hoạt động bảo lãnh sau này.

Chứng thực (Certification): Chứng thực cho thấy rằng các tổ chức bảo lãnh phát hành uy tín sẽ có bất trắc ít hơn và do vậy định giá tốt hơn. Định giá thấp thường liên quan tới mức độ thông tin bất đối xứng giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Lý do đó là, danh tiếng của một ngân hàng đầu tư sẽ bị hủy hoại nếu nó liên quan tới một vụ IPO bị định giá sai. Do vậy, nhà bảo lãnh phát hành chính và các ngân hàng tham gia khác trong nhóm quản lý có động lực để định giá đúng khi phát hành, giảm thiểu việc xác định giá thấp. Danh tiếng có thể được thể hiện qua thước đo thị phần của ngân hàng đầu tư trong hoạt động kinh doanh bảo lãnh phát hành. Thị phần được sử dụng để xây



dựng ra bảng xếp hạng của các ngân hàng và các ngân hàng đầu tư rất chú trọng tới vị trí của họ trong bảng này.

Nghiên cứu (Research): Trong số các dịch vụ do các thành viên của tổ hợp cung cấp, các bản phân tích sau phát hành thường sẽ được chú ý nhiều nhất. Các bản báo cáo phân tích sẽ mang lại lợi ích cho công ty khi nó giúp gia tăng hoạt động giao dịch và tính thanh khoản. Chất lượng của các báo cáo phân tích công ty cũng rất quan trọng. Thực tế, các ngân hàng đầu tư thuộc nhóm phân tích hàng đầu thì nhiều khả năng được mời vào tổ hợp phát hành hơn. Sự tham gia của các chuyên gia phân tích sẽ vượt quá số lượng thành viên của tổ hợp. Chiến lược này (được sử dụng tại một số đợt IPO Châu Âu) có thể chắc chắn sẽ hữu ích trong một số trường hợp các công ty phức tạp và khó hiểu. Tuy nhiên, có quá nhiều quan điểm khác nhau sẽ gây ra nhiều và bối rối cho các nhà đầu tư.

Tạo lập thị trường (Market making): Số lượng các nhà tạo lập thị trường giao dịch một chứng khoán nào đó đóng vai trò quan trọng đối với tính thanh khoản của nó. Nếu một công ty trở thành đại chúng được niêm yết trên thị trường đấu giá theo lệnh, khi đó số lượng các thành viên tổ hợp bảo lãnh sẽ có tác động tích cực tới số lượng các ngân hàng tham gia tạo lập thị trường cho cổ phiếu đó khi giao dịch bắt đầu.

Trên quan điểm của tổ chức phát hành, những điều trên cho thấy rằng một tổ hợp lớn (đặc biệt là có nhiều nhà bảo lãnh chính liên kết) sẽ mang lại một số lợi ích. Tuy nhiên, khả năng của tổ chức phát hành đưa nhiều tổ chức làm nhà bảo lãnh phát hành chính sẽ bị hạn chế bởi một vài yếu tố. Thứ nhất, các tổ hợp bảo lãnh phát hành càng lớn sẽ đòi phí càng cao. Các ngân hàng đầu tư ở vị trí cao thường áp đặt các yêu cầu về phân phối. Nói cách khác, quy mô của tổ hợp bảo lãnh

phát hành có thể bị giới hạn bởi quy mô phát hành. Hơn nữa, các mối quan hệ bảo lãnh phát hành giữa các ngân hàng đầu tư đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định ai tham gia tổ hợp: do đó, tổ chức phát hành không thể đơn giản yêu cầu một ngân hàng đầu tư nào đó tham gia khi nhà bảo lãnh phát hành chính có thể có quyền phủ quyết.

Ổn định hóa (Stabilization)

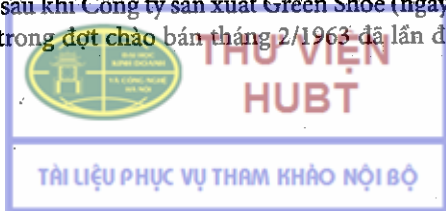
Phân phối quá và quyền chọn mua Green Shoe

Ổn định hóa là việc mua chứng khoán vì một mục đích nhất định nhằm ngăn chặn hoặc làm chậm lại xu hướng giảm giá trên thị trường để tạo thuận lợi đối với việc phát hành ra công chúng.

Để hỗ trợ nỗ lực ổn định hóa, ngân hàng đầu tư có thể phân phối quá (overallot) số lượng cổ phiếu (ví dụ như bán nhiều cổ phiếu hơn ra công chúng so với số lượng được chào, thường khoảng trên 15%) cho nhà đầu tư. Ngân hàng phân phối quá số lượng cổ phiếu thông qua việc cho vay cổ phiếu, do vậy tạo ra vị thế đoản (short position): nghĩa là ngân hàng đã bán cổ phiếu mà họ thực sự không sở hữu. Tổ chức phát hành thường trao cho ngân hàng đầu tư một quyền chọn để mua cổ phiếu từ chính tổ chức phát hành hoặc từ các cổ đông bán bớt cổ phiếu trong vòng 30 ngày sau: đây là quyền chọn phân phối quá (overallotment option), thường gọi là Green Shoe². Tóm lại, ngân hàng đầu tư phải trả lại số cổ phiếu đã vay, nhưng ngân hàng nắm một quyền chọn mua đối với những cổ phiếu này. Có hai kịch bản có thể xảy ra:

(1) Giá giảm: ngân hàng đầu tư mua cổ phiếu trên thị trường, hy vọng sẽ làm chậm lại hoặc đảo ngược việc sụt giảm giá. Cuối giai đoạn ổn định hóa, ngân hàng đầu tư sẽ giao lại số lượng cổ phiếu đã vay (quyền chọn Green Shoe không được thực thi).

2 Thuật ngữ được dùng sau khi Công ty sản xuất Green Shoe (ngày nay thuộc Stride Rite) ở Lexington, MA, USA, trong đợt chào bán tháng 2/1963 đã lần đầu tiên sử dụng quyền chọn phân phối quá.



(2) Giá tăng: ngân hàng đầu tư thực hiện quyền chọn Green Shoe để trang trải cho hoạt động bán không mà không phải mất chi phí nào.

Giải thích cụ thể như sau. Điều tồi tệ nhất có thể xảy ra trong một đợt IPO đó là giá sau khi IPO giảm (ví dụ do định giá quá cao). Ngân hàng đầu tư coi như trả công cho nhà đầu tư tổ chức vì thông tin mà họ cung cấp thông qua việc định giá thấp (underpricing), do vậy, định giá cao (overpricing) sẽ hủy hoại danh tiếng của ngân hàng (tương tự như vậy, trên quan điểm của tổ chức phát hành, IPO định giá quá cao cũng không tốt, nó sẽ để lại “tiếng xấu” trên thị trường). Trong trường hợp giá sau IPO giảm, ngân hàng đầu tư có thể làm gì? Để ngăn chặn hoặc hạn chế giá giảm, giải pháp duy nhất là mua. Để có thể mua trong trường hợp giá giảm, ngân hàng đầu tư phải sử dụng quyền chọn phân phối quá. Một cách sơ bộ để xác định quyền chọn phân phối quá như sau: ngân hàng đầu tư có quyền lựa chọn để tăng quy mô phát hành (ví dụ như số lượng cổ phiếu bán ra) trong trường hợp nhu cầu cao, hoặc giảm quy mô phát hành trong trường hợp nhu cầu thấp. Ngân hàng đầu tư đã bán trong đợt IPO nhiều hơn số lượng cổ phiếu mà nó đã bảo lãnh (đây được gọi là phân phối quá). Bảo lãnh phát hành cổ phiếu có nghĩa là phải mua những cổ phiếu này. Nếu ngân hàng đầu tư không mua, họ không thể có để bán. Nói cách khác, ngân hàng làm sao có thể bán nếu họ không sở hữu cổ phiếu. Khi đó, họ sẽ phải vay từ tổ chức phát hành hoặc từ cổ đông của nó. Đây là hoạt động bán không. Khi các cổ phiếu bán thêm ra xuất phát từ việc đi vay, ngân hàng sớm muộn cũng sẽ phải trả lại cho tổ chức phát hành. Nếu giá cổ phiếu giảm xuống, ngân hàng đơn giản sẽ mua cổ phiếu trên thị trường (như vậy sẽ ngăn chặn hoặc hạn chế được việc giảm giá). Mua cổ phiếu ở mức giá thấp hơn giá IPO sẽ đưa đến ba kết quả: (a) tạo ra lực cản giảm giá, (b) làm cho số lượng cổ phiếu trên thị trường giảm bớt, (c) mang lại lợi nhuận cho ngân hàng đầu tư.

Trong trường hợp giá tăng, điều đó có nghĩa đợt IPO đã thành công. Vấn đề là ngân hàng đầu tư vẫn phải trả lại cổ phiếu cho tổ chức phát hành. Mua cổ phiếu trên thị trường sẽ gây ra thua lỗ cho ngân hàng: thực tế, ngân hàng phải mua ở giá cao hơn giá IPO. Khi đã nghĩ đến khả năng này, ngân hàng đầu tư yêu cầu tổ chức phát hành cấp cho quyền chọn mua đối với số lượng cổ phiếu phân phối quá với giá thực hiện bằng với giá IPO (ngân hàng đầu tư là người nắm giữ quyền chọn mua). Tổ chức phát hành sẽ cung cấp quyền chọn mua này miễn phí (vì xét cho cùng, đây là một phần dịch vụ mà ngân hàng đầu tư cung cấp). Khi đó, nếu giá tăng, ngân hàng đơn giản là sẽ thực thi quyền chọn mua, chỉ cần phải đưa số tiền tương đương số cổ phiếu phát hành quá cho tổ chức phát hành. Vì tổ chức phát hành trả cho ngân hàng đầu tư khoản phí trên tổng doanh số của đợt phát hành, do vậy, ngân hàng đầu tư cũng kiếm thêm được tiền trong tình huống này (phí trên số cổ phiếu phát hành thêm).

Chi phí bảo lãnh phát hành

Phí bảo lãnh phát hành là phần chênh lệch giữa giá phát hành và số tiền thực tế mà doanh nghiệp nhận được. Phí bảo lãnh phát hành được thỏa thuận bởi tổ chức phát hành và nhà bảo lãnh phát hành đại diện cho tổ hợp bảo lãnh. Các thành viên trong tổ hợp bảo lãnh đều nhận được phí bảo lãnh phát hành theo tỷ lệ cam kết bảo lãnh. Ngoài ra, nhà bảo lãnh phát hành chính còn nhận được một khoản phí quản lý bù đắp cho việc quản lý và điều phối quá trình bảo lãnh phát hành.

Trong trường hợp các ngân hàng đầu tư thực hiện bảo lãnh phát hành cũng tham gia vào nhóm phân phối chứng khoán, khi đó họ được nhận thêm hoa hồng phân phối chứng khoán. Mức hoa hồng phân phối được xác định dựa trên khối lượng chứng khoán phân phối được của từng thành viên.



Mức phí sẽ thay đổi tùy theo các quốc gia và phụ thuộc vào các đặc điểm phát hành. Nói chung, các chứng khoán phát hành càng rủi ro, mức phí hay chênh lệch trả cho tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ càng lớn (ví dụ như cổ phiếu sẽ khác so với trái phiếu, phát hành lần đầu khác với phát hành các đợt tiếp theo). Các ngân hàng đầu tư cũng sẽ đòi hỏi mức phí khá thấp đối với chào bán theo giá cố định so với chào bán thông qua dựng sổ. Trong chào bán theo giá cố định, các ngân hàng đã định giá trước. Điều này sẽ đặt ra nhiều rủi ro cho ngân hàng hơn, do vậy ngân hàng sẽ đòi chênh lệch cao hơn hoặc xác định giá cổ phiếu thấp hơn nhiều so với giá kỳ vọng sau khi chào bán. Thực tế, chào bán bằng phương pháp dựng sổ ít bị định giá thấp hơn.

Trong những năm 1990 tại Mỹ, tổng mức phí ở mức khoảng 7%. Đặc biệt, trong giai đoạn 1995 – 1998, các đợt IPO huy động vốn trong khoảng 20 triệu \$ và 80 triệu \$ thì khoảng 91% tổ chức phát hành trả tổng mức phí ở mức 7%. Một trong những lý do được đưa ra đó là có sự cấu kết ngầm giữa các ngân hàng đầu tư.

Mức phí trong chào bán cổ phiếu thường có ba phần: phí quản lý (20%), phí bảo lãnh (20%) và hoa hồng phân phối (60%). Mặc dù nguyên tắc 20 - 20 - 60 là chuẩn mực của thị trường, nhưng đôi khi vẫn có sự khác biệt. Phí quản lý để bù đắp cho nhà quản lý sổ và các nhà quản lý sổ liên kết (nhóm quản lý) để tổ chức đợt chào bán, tiến hành soát xét, lập bản cáo bạch dự thảo, giao dịch với nhà quản lý, tổ chức tổ hợp bảo lãnh, quản lý roadshow... Đôi khi, một mức phí (khoảng từ 20% đến 50% tổng mức phí quản lý) được trả cho nhà quản lý sổ vì những công việc nhiều hơn. Phí bảo lãnh là nhằm bù đắp cho nhóm bảo lãnh vì những rủi ro bảo lãnh, đó luôn là mức phí thấp nhất trong chào bán bằng phương pháp dựng sổ. Sau khi trừ đi tất cả các chi phí liên quan, mức phí này được chia sẻ theo khối lượng cổ phiếu được bảo lãnh. Mức hoa hồng phân phối được chia cho các thành viên của tổ hợp dựa trên khối lượng cổ phiếu mà mỗi thành

viên đăng ký để bán. Ở dạng đơn giản nhất, mức hoa hồng phân phối được trả cho ngân hàng nào mang lại lệnh đăng ký mua của nhà đầu tư. Thực tế, nhà quản lý sổ có quyền đáng kể trong việc phân phối cổ phiếu và do đó kể cả mức hoa hồng phân phối cho các thành viên tổ hợp. Đây là lý do tại sao nhà quản lý sổ thường cam kết bán nhiều hơn so với khối lượng bảo lãnh (khoảng 40%), trong khi đó các nhà bảo lãnh phát hành lại cam kết việc bán chỉ khoảng 10% so với khối lượng bảo lãnh phát hành của họ.

Cũng lưu ý rằng có một phần khối lượng cổ phiếu thường được đặt trước với nhà quản lý sổ chính, do vậy các thành viên tổ hợp chỉ cạnh tranh một phần trong tổng khối lượng cổ phiếu. Một vài định chế chia theo trật tự giữa các thành viên trong tổ hợp để bảo đảm việc phân phối phù hợp và giữ quan hệ tốt với tất cả các ngân hàng.

Với xu hướng hình thành các tổ hợp tài chính ngày nay, sự cạnh tranh đối với nghiệp vụ bảo lãnh phát hành diễn ra ngày càng khốc liệt. Các ngân hàng tổng hợp, tiến hành cả nghiệp vụ ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư, trở thành các ngân hàng có sức cạnh tranh mạnh từ việc giảm phí bảo lãnh phát hành khi họ có được doanh thu từ việc bán chéo các sản phẩm khác.

Định giá phát hành

Để xác định giá phát hành cổ phiếu, trước hết ngân hàng đầu tư phải xác định giá trị doanh nghiệp. Kết quả định giá doanh nghiệp sẽ là cơ sở để định giá cổ phiếu phát hành. Thông thường, ngân hàng đầu tư sẽ thực hiện định giá theo một vài phương pháp khác nhau nhằm kiểm nghiệm kết quả. Mỗi phương pháp khác nhau dựa trên cơ sở các giả định khác nhau và do đó có thể cho các kết quả khác nhau.

Phương pháp định giá:

Để định giá doanh nghiệp, ngân hàng đầu tư có thể sử dụng một số phương pháp thông dụng như phương pháp chiết khấu dòng



thu nhập hoặc phương pháp so sánh. Về cơ bản, phương pháp chiết khấu dòng thu nhập xác định giá trị doanh nghiệp thông qua giá trị dòng tiền tương lai mà doanh nghiệp tạo ra từ việc sử dụng nguồn vốn. Trong khi đó, phương pháp so sánh dùng để đánh giá các doanh nghiệp tương đương trên thị trường hoặc trong cùng ngành để xác định giá trị doanh nghiệp. Nội dung chi tiết các phương pháp này được trình bày ở môn học phân tích đầu tư chứng khoán.

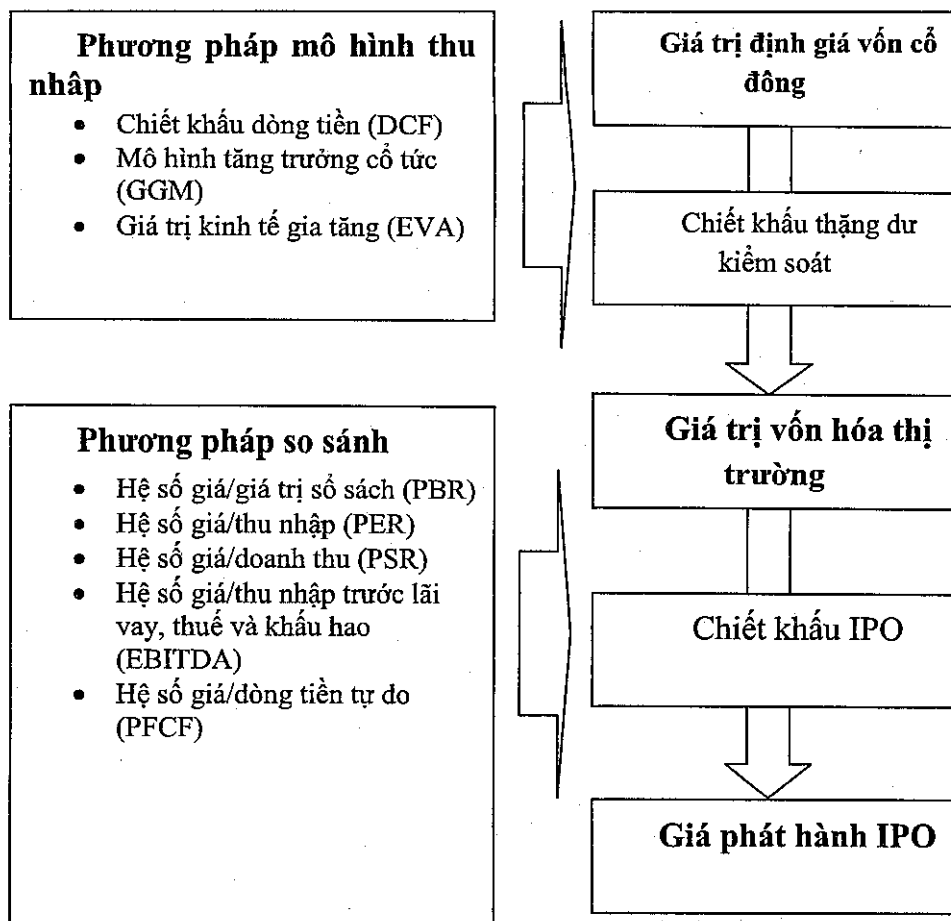
Chiết khấu thặng dư kiểm soát

Kết quả định giá từ mô hình thu nhập sẽ đưa ra giá trị định giá doanh nghiệp mang tính lý thuyết. Sau khi loại bỏ phần giá trị nợ dài hạn, giá trị còn lại thể hiện phần giá trị định giá vốn chủ sở hữu hay vốn cổ đông. Trong phần vốn cổ đông có cổ đông đa số và cổ đông thiểu số. Cổ đông đa số là người nắm giữ phần lớn sở hữu của doanh nghiệp, do đó họ có quyền kiểm soát thông qua tỷ lệ sở hữu đa số. Trong khi đó, cổ đông thiểu số là người nắm phần sở hữu thấp, do vậy không có quyền kiểm soát. Do quyền kiểm soát mà giá trị trên mỗi cổ phiếu đối với cổ đông đa số cao hơn giá trị trên mỗi cổ phiếu đối với cổ đông thiểu số. Phần chênh lệch đó chính là thặng dư kiểm soát dành cho cổ đông chi phối.

Để phát hành cổ phiếu ra thị trường, cổ phiếu phải được định giá từ góc độ các nhà đầu tư cá nhân là các cổ đông thiểu số. Điều này có nghĩa là phải loại bỏ cấu phần thặng dư quyền kiểm soát của cổ đông lớn ra khỏi giá trị doanh nghiệp. Do đó, ngân hàng đầu tư sẽ điều chỉnh giá trị định giá lý thuyết của doanh nghiệp về mức giá trị vốn hóa thị trường, hay mức giá mà nhà đầu tư chấp nhận trao đổi trên thị trường.

Sau khi thực hiện chiết khấu sở hữu thiểu số, ngân hàng đầu tư sẽ cân đối kết quả định giá với các kết quả của mô hình so sánh. Việc cân đối này nhằm kiểm chứng lại kết quả ban đầu và điều chỉnh các sai lệch trọng yếu trong quá trình tính toán các mô hình.

Mô hình định giá phát hành cổ phiếu



Chiết khấu IPO

Chiết khấu IPO là việc ngân hàng đầu tư tiếp tục điều chỉnh giá trị vốn hóa thị trường về mức giá mà thị trường sẽ chấp nhận để đảm bảo cho sự thành công của đợt phát hành. Nói một cách khác, chiết khấu IPO chính là chiết khấu để đảm bảo khả năng thị trường chấp nhận giao dịch mua bán cổ phiếu.

Như đã trình bày ở trên, doanh nghiệp phát hành thường chấp nhận một khoản chi phí định giá thấp khi phát hành theo phương pháp dựng sổ. Đây chính là cơ sở để ngân hàng đầu tư thực hiện việc chiết

khẩu IPO nhằm đưa ra một mức giá phát hành đảm bảo quyền lợi của các bên liên quan.

Lựa chọn giá phát hành.

Các nhà bảo lãnh phát hành phải cân nhắc hai mục tiêu có tính mâu thuẫn nhau. Thứ nhất, giả sử số lượng cổ phiếu phát hành được ấn định trước thì chênh lệch mà tổ chức BLPH nhận được có mối tương quan dương với giá chào bán. Do vậy trong trường hợp các yếu tố khác không đổi, sẽ có động cơ để tổ chức BLPH đẩy giá chào bán càng cao càng tốt. Thứ hai, tổ chức BLPH muốn bảo đảm đợt phát hành sẽ được chào bán hết. Rủi ro của việc đăng ký mua dưới khối lượng chào bán sẽ giảm theo giá chào bán và do đó sẽ tạo động cơ để giảm giá chào bán. Với các mục tiêu mâu thuẫn nhau như trên, giá chào bán cuối cùng được chọn sẽ phải là mức giá đánh đổi giữa hai rủi ro này và bảo đảm việc đánh đổi ở mức tối ưu. Về mặt lý thuyết, mức giá tối thiểu hóa đánh đổi giữa hai rủi ro sẽ là mức giá tối ưu cho cả tổ chức phát hành và tổ chức BLPH và đó là mức giá cơ bản hay giá thị trường của đợt phát hành. Nếu tổ chức BLPH đặt mức giá chào bán bằng đúng mức giá này thì tổ chức phát hành huy động được quy mô vốn tối đa và tổ chức BLPH nhận được chênh lệch giá tối đa; tuy nhiên sẽ không có chênh lệch giá chào bán với giá thị trường (underpricing). Ngoài ra, ở mức giá này tất cả các cổ phiếu sẽ được bán hết và loại trừ được rủi ro đăng ký mua dưới mức chào bán. Trong trường hợp giá chào bán trên mức giá trị cơ bản thì khối lượng đăng ký mua sẽ dưới khối lượng phát hành, khi đó tổ chức phát hành sẽ có lợi và tổ chức BLPH bị thiệt (do khối lượng cổ phiếu không bán hết vì khối lượng đăng ký mua thấp). Đối với trường hợp giá chào bán thấp hơn giá trị cơ bản, khi đó tổ chức phát hành sẽ thu được giá trị huy động ít hơn và tổ chức BLPH thu được chênh lệch giá ít hơn, tuy nhiên rủi ro của việc đăng ký dưới khối lượng chào bán sẽ được giảm thiểu do cổ phiếu được chào bán với mức giá thấp.

4.4.4. Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu

Chào bán trái phiếu không thực sự có sự khác biệt so với chào bán cổ phiếu. Các chủ thể tham gia phát hành cũng tương tự như phát hành cổ phiếu, gồm: tổ chức phát hành, nhà đầu tư và tổ hợp bảo lãnh do nhà bảo lãnh phát hành chính hay nhà bảo lãnh quản lý sổ (book – runner) quản lý. Quá trình phát hành cũng tương tự. Tuy nhiên, một nhiệm vụ quan trọng trong hoạt động bảo lãnh phát hành đó là định giá chứng khoán chào bán. Do đó, sự khác biệt thực sự giữa chào bán trái phiếu và cổ phiếu khá rõ ràng. Nhìn chung, định giá trái phiếu dễ dàng hơn so với định giá cổ phiếu. Thực tế, mức phí mà ngân hàng đầu tư đòi hỏi trong quản lý phát hành trái phiếu nào đó thường thấp hơn nhiều so với mức phí cho IPO. Một trong những lý do giải thích tại sao trái phiếu dễ định giá hơn so với cổ phiếu đó là do định mức tín nhiệm, đó là ý kiến đánh giá về mức độ tín nhiệm về tổ chức phát hành hoặc chứng khoán nợ của tổ chức phát hành do một cơ quan độc lập và có uy tín thực hiện. Sự cần thiết của định mức tín nhiệm đã tạo thuận lợi đáng kể cho công việc của nhà quản lý sổ chính khi định giá trái phiếu.

Định nghĩa

Trái phiếu có thể được phân loại theo thị trường phát hành. Thị trường trái phiếu có thể là thị trường trong nước (on-shore hay national) hoặc quốc tế (off-shore hay Eurobond). Thị trường trong nước có thể được phân loại chi tiết thêm thành hai nhóm: thị trường trái phiếu của tổ chức trong nước và nước ngoài. Ví dụ như trái phiếu được phát hành và giao dịch tại Italia do tổ chức phát hành Italia thực hiện sẽ là trái phiếu nội địa (domestic bond). Ngược lại, trái phiếu nước ngoài (foreign bond) là trái phiếu được tổ chức phát hành nước



ngoài phát hành trên một thị trường nào đó, ví dụ như trái phiếu được phát hành và giao dịch tại Mỹ bởi một tổ chức phát hành Đức. Trái phiếu quốc tế hay Châu Âu (Eurobond) được yết theo một loại đồng tiền nhất định nhưng được phát hành ở những quốc gia không phải là quốc gia có đồng tiền yết trên trái phiếu đó. Những trái phiếu này khác với trái phiếu nước ngoài ở chỗ trái phiếu Châu Âu thường không có các yêu cầu về đăng ký. Trái phiếu Châu Âu thường là trái phiếu vô danh. Trong khi đó, trái phiếu nước ngoài thường được đăng ký (tên của người sở hữu được xác định trên trái phiếu và được ghi sổ bởi tổ chức phát hành). Trái phiếu vô danh thường có tính thanh khoản hơn và do đó chúng có mức sinh lời thấp hơn so với trái phiếu đăng ký.

Các trái phiếu cũng có thể được phân loại theo loại hình tính chất liên quan. Mặc dù sáng tạo tài chính đã tạo ra một vài loại chứng khoán nợ khác, nhưng có thể phân loại trái phiếu thành bốn dạng chính:

- Trái phiếu lãi suất cố định: loại này bao gồm trái phiếu thuần túy (straight bond) với coupon cố định và trái phiếu zero – coupon.

- Trái phiếu lãi suất thả nổi: lãi coupon được xác định theo một mức lãi suất tham chiếu nào đó. Đôi khi, mức thanh toán coupon được đặt ở mức trần hoặc sàn.

- Trái phiếu có gắn với cổ phiếu: có hai loại trái phiếu có gắn với cổ phiếu đó là trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu gắn chứng quyền. Trong trường hợp này, cấu trúc trái phiếu phức tạp hơn cũng có thể được hình thành như một số loại trái phiếu trả coupon gắn với các mức chuẩn (benchmark) của thị trường cổ phiếu.

- Trái phiếu được bảo đảm bằng tài sản (ABS: asset – backed securities) được phát hành và bảo đảm bởi một số loại tài sản (các khoản vay thế chấp, tín dụng tiêu dùng...) trong quá trình chứng khoán hóa.

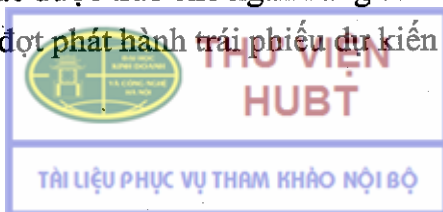
Quy trình thực hiện

Như đã trình bày ở trên, quá trình hình thành tổ hợp bảo lãnh trái phiếu không thực sự khác nhiều so với bảo lãnh phát hành cổ phiếu. Người quản lý sở chính sẽ đứng ra tổ chức tổ hợp bảo lãnh, có thể mời thêm một nhóm nhỏ các ngân hàng, do đó hình thành nhóm quản lý chung. Nhóm bảo lãnh phát hành và nhóm bán cũng được mời tham gia.

Cấu trúc của 1 đợt phát hành trái phiếu điển hình

Ủy thác	Công bố về đợt phát hành	Ngày chào bán	Đóng số
14 ngày	10 ngày	14 ngày	
<i>Khởi tạo</i>	<i>Dựng số</i>	<i>Ổn định hóa</i>	

Bước khởi tạo bắt đầu với việc nhà quản lý sở chính nhận ủy thác từ tổ chức phát hành. Nhà quản lý sở chính và tổ chức phát hành sẽ thảo luận về các điều khoản phát hành (loại trái phiếu, kỳ hạn, coupon...). Khi thành lập tổ hợp, nhà quản lý sở chính cũng chuẩn bị quan điểm về chất lượng tín nhiệm của đợt phát hành, đặc biệt khi trái phiếu không được đánh giá bởi một tổ chức xếp hạng tín nhiệm độc lập. Ngân hàng đầu tư cũng bắt đầu tiến hành các hoạt động marketing sơ bộ, thăm dò một cách không chính thức các nhà đầu tư để có được quan điểm hay cảm nhận của họ về đợt phát hành. Lưu ý rằng các đặc điểm của trái phiếu vẫn chỉ là tạm thời cho đến ngày phát hành. Các điều khoản, cũng chỉ là tạm thời, được công bố cho thị trường, thường là một vài tuần sau khi việc ủy thác đã được hoàn tất. Cũng khá giống với việc thiết lập khoảng giá trong chào bán cổ phiếu. Công bố các điều khoản phát hành sẽ bắt đầu cho quá trình dựng số. Lưu ý rằng việc phát hành dự kiến sẽ được công bố ngay khi công việc ủy thác được trao cho ngân hàng đầu tư. Nói cách khác, thị trường biết đến đợt phát hành trái phiếu dự kiến ngay từ giai đoạn



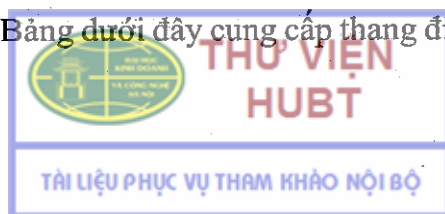
ban đầu. Tuy nhiên, những chi tiết về tính chất của trái phiếu vẫn được xác định trong giai đoạn khởi tạo ban đầu và chỉ được đưa ra ngay trước khi công việc dựng sổ bắt đầu. Vào cuối giai đoạn dựng sổ, các điều khoản cuối cùng được quyết định và trái phiếu được xác định giá. Định giá trái phiếu thường được thể hiện dưới dạng chênh lệch tín dụng, đó là chênh lệch giữa lãi suất thanh toán và lãi suất phi rủi ro với cùng thời gian đáo hạn. Vào ngày chào bán trái phiếu, tổ hợp mua trái phiếu từ tổ chức phát hành, mặc dù tổ chức phát hành sẽ không nhận được tiền bán trái phiếu cho đến ngày kết thúc. Giai đoạn dựng sổ cũng là khi giao dịch thị trường xám (grey market) diễn ra. Trong thị trường xám, các nhà đầu tư giao dịch trái phiếu, thậm chí nếu đợt phát hành vẫn chưa diễn ra: trên phương diện này, nó có thể được xem như một dạng thị trường kỳ hạn, khi việc thanh toán giao dịch trên thị trường xám chỉ diễn ra sau ngày phát hành trái phiếu. Thị trường xám cung cấp thông tin về trái phiếu được phát hành: như vậy, vai trò của người quản lý sổ chính trong điều tra thăm dò thị trường để định giá trái phiếu sẽ bị suy giảm đôi chút. Trong phát hành trái phiếu, người quản lý sổ chính cũng cung cấp dịch vụ bình ổn giá bằng cách tác động lên giá thị trường của trái phiếu trong khoảng thời gian giữa ngày phát hành trái phiếu và ngày kết thúc. Giống như chào bán cổ phiếu, cơ chế được dựa trên phân phối chứng khoán. Trong chào bán trái phiếu, một thủ tục phát hành khác, được gọi là “giao kèo mua” (bought deal) cũng được sử dụng đến. Trong giao kèo mua, người quản lý sổ chính mua toàn bộ trái phiếu từ tổ chức phát hành, do vậy họ đặt ra các điều khoản trước khi công bố ra thị trường. Nó tương đương với phương pháp phát hành cổ phiếu với giá cố định. Cách tiếp cận giao kèo mua cũng cho phép giảm thời gian phát hành, nhưng dẫn đến sự bất trắc lớn hơn cho ngân hàng đầu tư về kết quả của đợt phát hành, khi không tiến hành hoạt động dựng sổ. Nó có xu hướng được

sử dụng khi các điều kiện thị trường ổn định và tính thanh khoản trên thị trường tốt.

Định mức tín nhiệm (Credit Ratings)

Định mức tín nhiệm là quan điểm về khả năng không thanh toán được của tổ chức phát hành hoặc đợt phát hành của tổ chức phát hành đó. Định mức tín nhiệm đợt phát hành có thể khác với định mức tín nhiệm đối với tổ chức phát hành: đương nhiên, định mức tín nhiệm đợt phát hành phụ thuộc vào tín nhiệm của tổ chức phát hành, nhưng có nhiều biến số khác được xem xét trong định mức tín nhiệm đợt phát hành như thời gian đáo hạn của trái phiếu, tài sản bảo đảm... Định mức tín nhiệm có tác động lớn tới cả chênh lệch tín dụng (tức là mức lãi suất do tổ chức phát hành trả) và tổng mức chênh lệch (tức là phí do tổ chức phát hành trả cho ngân hàng đầu tư). Định mức tín nhiệm càng xấu thì các mức chênh lệch sẽ càng cao. Định mức tín nhiệm xấu liên quan tới rủi ro mất khả năng thanh toán cao hơn: kết quả là các nhà đầu tư sẽ đòi hỏi lãi suất cao hơn và đối với ngân hàng đầu tư thì sẽ khó khăn hơn trong xác định giá và chào bán trái phiếu (dẫn tới phí cao hơn). Theo luật pháp tại một số quốc gia, quản lý tài chính được gắn với định mức tín nhiệm: ví dụ tại nhiều quốc gia, một vài định chế như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí chỉ có thể mua các chứng khoán với mức tín nhiệm ở trên một mức nhất định. Quản lý vốn của ngân hàng cũng liên quan một phần tới định mức tín nhiệm, vì một cách có thể sử dụng để tính yêu cầu vốn tối thiểu là dựa vào mức tín nhiệm của người vay do các tổ chức độc lập xác định.

Thang điểm mức tín nhiệm là giống nhau cho tổ chức phát hành và đợt phát hành đối với các chứng khoán trung hạn và dài hạn, trong khi đó thang điểm tín nhiệm của đợt phát hành chứng khoán ngắn hạn lại hoàn toàn khác. Bảng dưới đây cung cấp thang điểm tín nhiệm của



ba tổ chức định mức tín nhiệm nổi tiếng nhất, đó là Moody, Standard & Poor's (S&P) và Fitch. Các tổ chức thường điều chỉnh định mức tín nhiệm trong cùng nhóm tín nhiệm để cung cấp định nghĩa tốt hơn về chất lượng tín nhiệm tương đối: ví dụ như Moody's điều chỉnh hạng Baa thành Baa1, Baa2 và Baa3. S&P và Fitch điều chỉnh BBB thành BBB+, BBB, BBB -. Các điều chỉnh khác cũng được sử dụng cho các hạng khác.

Định mức tín nhiệm thường được phân thành hai hạng (loại trừ hạng mất khả năng thanh toán): (a) hạng đầu tư và (b) hạng đầu cơ. Các chứng khoán hạng đầu tư là những chứng khoán được xếp hạng BBB - hoặc tốt hơn. Chứng khoán hạng đầu cơ là những chứng khoán có hạng dưới BBB -, được gọi là những chứng khoán có mức sinh lời cao (high yield hoặc junk).

Định giá trái phiếu phát hành

Cũng như chứng khoán vốn, định giá chứng khoán nợ có vai trò quan trọng đối với sự thành công của đợt phát hành. Định giá quá cao hay quá thấp đều mang lại rủi ro cho ngân hàng đầu tư.

Việc định giá thấp có thể làm cho giá chứng khoán tăng cao ngay trong quá trình phát hành. Điều này đồng nghĩa với việc phân phối chứng khoán phát hành có thể được hoàn thành nhanh chóng. Tuy nhiên, các thành viên nhóm bảo lãnh không thể tăng giá bán cao quá mức quy định trong bản cáo bạch, do đó thiệt hại sẽ thuộc về doanh nghiệp phát hành. Nếu ngân hàng đầu mối duy trì một trạng thái đoàn chứng khoán trước khi phát hành do không dự đoán được việc tăng giá, ngân hàng có thể phải chấp nhận mua giá cao trên thị trường để trung hòa trạng thái.

Ngược lại, nếu giá chứng khoán giảm trong quá trình phát hành, việc phân phối chứng khoán sẽ trở nên khó khăn hơn nhiều. Ngân

hàng bảo lãnh sẽ phải chịu rủi ro lớn từ việc mua sổ chứng khoán không bán hết. Hơn nữa, do lãi suất thị trường tăng, chi phí tài trợ cho các khoản hàng tồn kho này cũng tăng lên.

Chứng khoán hóa (Securitization)

Chứng khoán hóa là quá trình mà các khoản vay hoặc các khoản phải thu được đóng gói lại và bán cho các nhà đầu tư trái phiếu. Các nhà đầu tư mua chứng khoán được bảo đảm bởi các khoản vay hoặc các khoản phải thu. Do vậy, những trái phiếu này được gọi là Chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản (ABS). Rủi ro của các khoản vay hoặc các khoản phải thu được chuyển từ ngân hàng (hoặc công ty) đã khởi tạo rủi ro hay trái phiếu sang thị trường trái phiếu. Quá trình chứng khoán hóa cho phép chuyển các loại tài sản không có tính thanh khoản (các khoản vay thế chấp, khoản vay tiêu dùng, khoản vay của công ty, các khoản phải thu thương mại...) thành các chứng khoán có thể mua bán được. Giao dịch đó sẽ mang lại tiền cho người khởi tạo (ví dụ như tổ chức mà khởi tạo ra tài sản không có tính thanh khoản) và chúng có thể được sử dụng để mở rộng hoạt động kinh doanh mà không làm gia tăng vốn chủ sở hữu. Trong một giao dịch điển hình, Phương tiện cho mục đích đặc biệt (Special Purpose Vehicle (SPV)) được người khởi tạo xây dựng lên. Đây là dạng một công ty mà họ sẽ mua những tài sản đã được chứng khoán hóa từ người khởi tạo. Việc mua này được tài trợ thông qua phát hành trái phiếu, do đó, nó được gọi là các chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản (ABS). Ví dụ trong ngành ngân hàng: các ngân hàng phải tuân thủ yêu cầu vốn tối thiểu, được xác định bằng tỷ trọng trong tổng tài sản trọng số theo rủi ro. Giả sử một ngân hàng đáp ứng yêu cầu vốn tối thiểu đối với tài sản. Cách duy nhất để cung cấp thêm khoản vay đó là hoặc chờ cho tới khi đáo hạn các khoản vay hiện tại hoặc tăng vốn chủ sở hữu. Một giải pháp khác cho ngân hàng là tiến hành chứng khoán hóa. Ngân

hàng có thể chứng khoán hóa một nhóm các khoản vay thuần nhất (ví dụ các khoản vay thế chấp), tạo ra tiền để đầu tư vào các khoản vay mới. Các nhà đầu tư có thể có lợi từ việc chứng khoán hóa, tức là thực hiện được đầu tư vào các tài sản mà nếu không tiến hành chứng khoán hóa thì họ không thể thực hiện được. Hơn nữa, thông thường ABS có mức bù rủi ro cao hơn so với các trái phiếu công ty tương đương, do cấu trúc tương đối phức tạp hơn. Tất nhiên, chất lượng của ABS hầu như được quyết định bởi chất lượng của các tài sản được chứng khoán hóa. Bất cứ tài sản nào mà dòng tiền của nó có thể được dự báo một cách hợp lý đều có thể được chứng khoán hóa: từ thẻ tín dụng hay các khoản phải thu thương mại cho đến bất cứ khoản cho vay nào của ngân hàng.

Hầu hết các giao dịch chứng khoán hóa đều liên quan đến việc nâng tín dụng ở mức độ nào đó (credit enhancement). Không có nhiều tài sản có thể chứng khoán hóa vào các chứng khoán định mức tín nhiệm hàng đầu. Mục đích của nâng tín dụng là nhằm tăng chất lượng tín dụng của các trái phiếu được phát hành. Có một vài kỹ thuật nâng tín dụng, về cơ bản có thể gộp vào hai nhóm: bên trong và bên ngoài. Các kỹ thuật bên trong có thể kể đến như là: (a) phân mảng (tranching): các trái phiếu được phát hành theo một vài mảng với thứ bậc khác nhau (các trái phiếu thứ cấp sẽ gánh chịu mọi khoản lỗ, do đó làm tăng chất lượng của các trái phiếu ưu tiên); (b) thế chấp quá mức: giá trị của tài sản được chuyển sang SPV cao hơn so với giá trị của trái phiếu phát hành, nhằm bảo đảm cho bất cứ sự giảm giá nào, (c) cầm cố bằng tiền: tài khoản tiền được tạo lập bởi người khởi tạo làm tài sản cầm cố cho trái phiếu. Theo cách khác, người khởi tạo có thể mua sự bảo lãnh bên ngoài từ một ngân hàng hay công ty bảo hiểm. Hầu như cùng mục tiêu như cách chứng khoán hóa truyền thống có thể có được thông qua các sản phẩm phái sinh tín dụng.

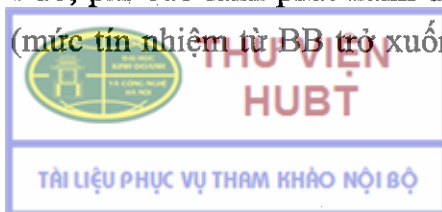
Thực tế, những giao dịch này thường được gọi là chứng khoán hóa tổng hợp (synthetic securitization). Sự khác biệt chính giữa chứng khoán hóa tổng hợp và truyền thống đó là chứng khoán hóa tổng hợp không tạo tiền. Mặc dù vậy, do rủi ro tín dụng thực tế được chuyển giao nên ngân hàng có thể thu được nguồn vốn giải tỏa. Ví dụ trong hoán đổi đồ vỡ tín dụng (CDS) – một công cụ phái sinh tín dụng phổ biến – người mua bảo hiểm đồng ý trả phí bảo hiểm định kỳ và người bán bảo hiểm đồng ý thanh toán khi xảy ra sự kiện thua lỗ tín dụng. Đây là một dạng chính sách bảo hiểm mà do đó nó cho phép chuyển giao rủi ro thực tế, mà không tạo ra tiền mặt.

Các công cụ lưỡng tính

Chứng khoán lưỡng tính là loại pha trộn giữa chứng khoán nợ và chứng khoán vốn. Chứng khoán lưỡng tính có thể được cấu trúc theo một vài dạng khác nhau, trong đó dạng đơn giản nhất là trái phiếu chuyển đổi. Những người nắm giữ trái phiếu chuyển đổi có quyền để chuyển đổi chứng khoán họ nắm giữ sang một số lượng cổ phiếu thường nhất định (theo tỷ lệ chuyển đổi). Một dạng khác với cấu trúc tương tự đó là kết hợp chứng khoán nợ với chứng quyền (warrant). Cần lưu ý rằng cả hai chứng khoán này đều chỉ là một loại chứng khoán lưỡng tính.

Phí bảo lãnh phát hành

Tương tự như phát hành cổ phiếu, mức phí được chia thành phí quản lý, phí bảo lãnh và phí bán. Phí bảo lãnh phát hành là phần chênh lệch giữa giá bán chứng khoán cho nhà đầu tư và số tiền mà doanh nghiệp phát hành thu về thực tế. Đối với các đợt phát hành chứng khoán nợ hạng đầu tư thường thấp ở mức dưới 1% tổng vốn huy động. Trong khi đó, phí bảo lãnh phát hành đối với các chứng khoán hạng đầu cơ (mức tín nhiệm từ BB trở xuống) có thể lên tới



3%. Ngoài ra, ngân hàng đầu tư còn tính các phụ phí kèm theo như phí tư vấn luật, các thủ tục soát xét đặc biệt.

Mức phí được trích ra từ phần chiết khấu giảm giá khi bán trái phiếu cho tổ hợp. Ví dụ xem xét phát hành trái phiếu với giá phát hành 1.000 USD (theo mệnh giá) và tổng chênh lệch (2%). Nhà quản lý sổ chính mua trái phiếu từ tổ chức phát hành ở mức giá 980\$ (mức chênh lệch là 20\$) và bán chúng cho các nhà bảo lãnh ở giá 985\$ (5\$ là phí quản lý) và bán cho những người tham gia bán trái phiếu ở mức 990\$. Chênh lệch giữa 990\$ và 985\$ là mức phí bảo lãnh 5\$. Những tổ chức bán (seller) có thể bán trái phiếu cho nhà đầu tư cuối cùng ở mức 1.000\$, thu được 10\$ phí bán.

Mức phí bảo lãnh phát hành trung bình đối với chứng khoán nợ trong giai đoạn 1970 – 2000 là khoảng 1,15% trên tổng số vốn huy động. Trong thập kỷ 1980, mức phí nằm trong khoảng 1,5 – 2%, tuy nhiên đến năm 2000, mức phí này giảm xuống chỉ còn 0,56%. Mức phí trung bình trong năm 2006 chỉ còn 0,33%.

Về tỷ trọng phân chia phí phát hành, phí bảo lãnh thường chiếm 45% và phí phân phối chứng khoán chiếm 55% tổng phí. Đối với phí phát hành, ngân hàng đầu mối thường nhận 20% tổng phí với danh nghĩa phí quản lý và phí bảo lãnh và các ngân hàng thành viên còn lại trong tổ hợp bảo lãnh nhận 25%. Phí phân phối (55%) sẽ được phân chia cho các thành viên của tổ hợp bảo lãnh bao gồm các ngân hàng bảo lãnh và các đại lý phân phối theo tỷ lệ giá trị chứng khoán phân phối.

Thông thường, mức phí do ngân hàng đầu tư đòi hỏi liên quan đến mối quan hệ giữa nhà quản lý sổ chính và tổ chức phát hành, được phản ánh qua các giao dịch trước kia thực hiện giữa tổ chức phát hành với cùng ngân hàng đầu tư đó: mối quan hệ càng chặt thì phí sẽ càng thấp.

TÓM TẮT CHƯƠNG 4

Mỗi quốc gia có thể có khái niệm khác nhau về bảo lãnh phát hành, nhưng về cơ bản, bảo lãnh phát hành được hiểu là hoạt động của ngân hàng đầu tư hay công ty chứng khoán trong việc giúp tổ chức phát hành thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng và gánh chịu rủi ro.

- Các chủ thể tham gia vào bảo lãnh phát hành bao gồm: Ban giám đốc và hội đồng quản trị, Ngân hàng bảo lãnh và tổ hợp bảo lãnh, Đại lý phân phối chứng khoán, các tổ chức kiểm toán độc lập, Tư vấn phát hành, Tư vấn pháp lý, Tư vấn quan hệ công chúng, Dịch vụ cổ đông.

- Phương thức thực hiện bảo lãnh phát hành bao gồm: Phương thức bảo lãnh phát hành cạnh tranh và Phương thức bảo lãnh phát hành thoả thuận.

- Quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán bao gồm các bước: (1) Phân tích, đánh giá khả năng phát hành chứng khoán; (2) Tổ chức phát hành và TCBL chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành; (3) Phân phối chứng khoán; (4) Khoá sổ và kết thúc đợt bảo hành phát hành; (5) Bình ổn và điều hoà thị trường; và (6) Giải thể tổ hợp.

- Các hình thức bảo lãnh phát hành chứng khoán bao gồm: Bảo lãnh chặt chẽ hoặc truyền thống, bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn, bảo lãnh với cố gắng cao nhất, bảo lãnh tất cả hoặc không, bảo lãnh theo phương thức tối thiểu - tối đa và bảo lãnh theo phương thức dự phòng.

- Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành cổ phiếu ra công chúng bao gồm: (i) Cấu trúc của chào bán cổ phiếu ra



công chúng: Loại cổ phiếu, đối tượng chào bán, nơi chào bán và thị trường; (ii) Cơ chế xác định giá: Giá mở (book – building: dựng số), giá cố định (fixed price) và đấu giá gồm đấu giá kiểu Hà Lan và đấu giá mở hay IPO mở.

- Các bước chính của quá trình IPO: chuẩn bị, tiếp cận thị trường và ra công chúng.

- Công ty tăng vốn thông qua: Chào bán cổ phần bổ sung hoặc chào bán quyền mua.

- Cấu trúc của tổ hợp bảo lãnh phát hành điển hình sẽ gồm ba thành phần: (a) nhóm quản lý, (b) nhóm bảo lãnh, (c) nhóm bán. Các chức năng chính của tổ hợp bao gồm: (a) thông tin, (b) chứng thực (certification), (c) nghiên cứu, (d) tạo lập thị trường.

- Ổn định hóa là việc mua chứng khoán vì một mục đích nhất định nhằm ngăn chặn hoặc làm chậm lại xu hướng giảm giá trên thị trường để tạo thuận lợi đối với việc phát hành ra công chúng.

- Phí bảo lãnh phát hành là phần chênh lệch giữa giá phát hành và số tiền thực tế mà doanh nghiệp nhận được. Phí bảo lãnh phát hành được thỏa thuận bởi tổ chức phát hành và nhà bảo lãnh phát hành đại diện cho tổ hợp bảo lãnh.

- Định giá phát hành bao gồm các phương pháp: Chiết khấu thặng dư kiểm soát và chiết khấu IPO.

- Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu: được thực hiện tương tự như chào bán cổ phiếu, tuy nhiên cần lưu ý các vấn đề liên quan tới định mức tín nhiệm trái phiếu hoặc việc chứng khoán hóa.

MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Chứng khoán có tài sản đảm bảo	ABS (Asset – backed securities)	Trái phiếu hoặc giấy tờ có giá được đảm bảo bằng các khoản cho vay hoặc các khoản phải thu, do ngân hàng, các công ty thẻ tín dụng, hoặc những tổ chức tín dụng xác nhận, thường kèm thư tín dụng hoặc được bảo lãnh thanh toán bởi một tổ chức khác(không phải tổ chức phát hành)
Giao dịch lô lớn	Block Trade	Là những giao dịch chứng khoán có khối lượng bằng hoặc lớn hơn 10.000 cổ phiếu và bằng hoặc lớn hơn 3 trái phiếu.
Trái phiếu	Bond	Chứng khoán chính phủ hoặc công ty có trả lãi hoặc triết khấu, theo đó tổ chức phát hành phải trả cho trái chủ một khoản tiền nhất định, thường được chi trả định kỳ và phải trả khoản vay gốc khi đáo hạn. Trái chủ nhận một IOU(Giấy chứng nhận nợ) từ tổ chức phát hành, nhưng không có những đặc quyền dành cho chủ sở hữu công ty giống như các cổ đông.
Nhà bảo lãnh quản lý sổ	Book – Runner	Nhà bảo lãnh phát hành chính hoặc người quản lý chính trong việc phát hành cổ phiếu mới, nợ hoặc công cụ chứng khoán trong tổ hợp bảo lãnh phát hành.



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Giá mở, giá dựng sổ	Book-Building	Sổ được xây dựng từ các mức giá dự kiến mua và dựa trên cơ sở thông tin từ sổ, các điều khoản về chào bán được hoàn thiện ngay trước khi chào bán cổ phiếu. Một trong những đặc điểm chính của cách tiếp cận giá mở là việc phân bổ cổ phiếu giữa các nhà đầu tư tổ chức được quyết định tùy theo ý của ngân hàng đầu tư.
Thương vụ mua đứt(bảo lãnh trọn gói)	Bought Deal	Là hợp đồng bảo lãnh phát hành với cam kết chắc chắn, theo đó bên bảo lãnh phát hành sẽ mua toàn bộ chứng khoán của một đợt phát hành của tổ chức phát hành.
Số dư bù đắp	Compensation	Tỷ lệ phần trăm cố định và có thể là phần phụ thêm cho việc bắt buộc nắm giữ chứng khoán dựa trên bất cứ phần phát hành nào mà không được đăng ký mua bởi nhà đầu tư
Báo cáo tài chính hợp nhất	Consolidated financial statement	Là sổ tổng hợp sức khỏe của các doanh nghiệp. Báo cáo tài chính hợp nhất không chỉ thuần túy là sự cộng ngang các báo cáo tài chính đơn lẻ. Đó là sự loại trừ giá trị đầu tư, loại trừ giao dịch nội bộ, là sự xác định lợi ích cổ đông thiểu số, xác định lợi thế thương mại... liên quan đến các giá trị không lồ, các mô hình sở hữu khác nhau, các phương pháp xác định khác nhau... và hệ quả là tác động trực tiếp đến lãi, lỗ của từng công ty thành viên và cả tập đoàn.



Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Trái phiếu chuyển đổi	Convertible Bond	Trái phiếu cho phép người sở hữu nó được quyền ưu tiên chuyển đổi lấy một loại chứng khoán khác của công ty được phát hành tại một thời điểm nào đó trong tương lai và với những điều kiện đã được thống nhất.
Cải thiện mức độ tín nhiệm	Credit enhancement	Các phương pháp được tổ chức phát hành sử dụng nhằm cải thiện mức độ xếp hạng tín nhiệm trái phiếu của một đợt chào bán nhằm cắt giảm chi phí sử dụng vốn.
Xếp hạng định mức tín nhiệm	Credit Ratings	Việc phân tích lịch sử tín dụng và hoạt động kinh doanh để đánh giá khả năng trả nợ của một cá nhân hoặc một tổ chức.
Kế hoạch chào bán quyền mua Dealer-manager	Dealer - manager	Tổ chức phát hành chỉ đơn thuần thỏa thuận với một hoặc một số ngân hàng đầu tư trả phí hoa hồng mỗi cổ phiếu cho “dealers” nào tiến hành thực thi quyền trong thời gian đăng ký mua cổ phiếu và cho những người có tên trong chứng quyền được thực thi
Trái phiếu Châu Âu	Eurobond	Trái phiếu có mệnh giá bằng đồng US\$ hoặc các loại tiền tệ khác, được bán cho các nhà đầu tư ở những nước không sử dụng các đồng tiền này.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Điều khoản “Green Shoe”	Green Shoe	Một điều khoản trong hợp đồng bảo lãnh phát hành nêu rằng trong trường hợp nhu cầu của công chúng quá lớn, tổ chức phát hành sẽ cho phép tổ hợp bảo lãnh phát hành phân phối thêm cổ phiếu.
Thị trường xám, thị trường tự do	Grey Market	Việc bán những chứng khoán chưa được phép phát hành bởi một công ty không phải là thành viên của tổ hợp bảo lãnh. Giao dịch trên thị trường không chính thức như vậy là một chỉ báo tốt về mức cầu đối với đợt phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu mới sắp diễn ra.
Tổ chức phát hành	Issuer	Pháp nhân có quyền phát hành và phân phối chứng khoán. Tổ chức phát hành bao gồm các công ty cổ phần, chính quyền địa phương, các chính phủ trong và ngoài nước và các cơ quan của họ, các quỹ tín thác đầu tư.
Nhà bảo lãnh quản lý sổ liên kết	Joint book – runner	Thành phần bảo lãnh trong tổ hợp bảo lãnh phát hành.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Thỏa thuận dự kiến, bản ghi nhớ	Letter of Intent	Gồm cấu trúc cơ bản của phương thức bảo lãnh dự kiến và bao gồm loại chứng khoán được chào bán, quy mô chào bán, bản chất của việc chào bán (ví dụ như sơ cấp, thứ cấp, kết hợp hay chào bán quyền mua), cho dù bảo lãnh là cam kết chắc chắn hay tối đa, các chi phí và thù lao cho tổ chức bảo lãnh, khoảng giá dự kiến, hay cơ chế hoặc công thức xác định giá. Một bức thư như vậy được phát hành sau khi các cuộc thương lượng đã hoàn tất với sự hài lòng của cả hai phía.
Niên yết chứng khoán	Listed security	Chứng khoán được một trong các sở giao dịch chứng khoán có tổ chức và đã đăng ký chấp nhận cho giao dịch.
Mua bán và sáp nhập	M&A	Là việc mua bán và sáp nhập các doanh nghiệp trên thị trường.
Tạo lập thị trường	Market Making	Việc duy trì mức giá chào mua và chào bán đối với một loại chứng khoán cụ thể bằng cách luôn sẵn sàng mua hoặc bán theo lô lớn với mức giá đang niêm yết trên thị trường nhằm tạo sự thanh khoản và duy trì thị trường.
	Market overhang	“Market overhang” được cảm nhận và tạo ra bởi các nhà đầu tư có thể đang nắm giữ một khối lượng lớn các cổ phiếu mà họ muốn bán nhưng thấy rằng thị trường sẽ còn giảm sâu hơn nữa.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Công cụ “Pitch book”	Pitch book	Một công cụ marketing được ngân hàng đầu tư sử dụng tại Mỹ. Nó bao gồm việc tổ chức và phân tích cẩn thận những cân nhắc đầu tư của khách hàng tiềm năng và hiện tại và/hoặc để làm tham chiếu so sánh cho nhân viên ở một ngân hàng đầu tư hoặc thương mại. Mục đích của công cụ này là bảo đảm cho deal giữa ngân hàng đầu tư với khách hàng tiềm năng
Thị trường sơ cấp	Primary Market	Thị trường phát hành chứng khoán mới, tiền thu được từ việc bán chứng khoán được chuyển cho tổ chức phát hành ra chứng khoán đó.
Chào bán sơ cấp	Primary offering	Việc bán chứng khoán của một đợt phát hành mới, nhằm phân biệt với hoạt động phân phối thứ cấp. Toàn bộ các đợt phát hành trái phiếu là phân phối lần đầu còn được gọi là chào bán lần đầu, tuy nhiên không nên nhầm lẫn với khái niệm chào bán lần đầu ra công chúng là khái niệm đề cập đến việc phân phối cổ phiếu lần đầu tiên của một công ty ra công chúng.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Phát hành riêng lẻ	Private Placement	Bán cổ phiếu, trái phiếu hoặc các sản phẩm có tính đầu tư khác trực tiếp cho một nhà đầu tư có tổ chức. Một đợt chào bán riêng lẻ không cần phải đăng ký với UBCK và giao dịch như chào bán ra công chúng nếu số chứng khoán đó được mua vì mục đích đầu tư chứ không phải để bán lại.
Bản cáo bạch	Prospectus	Văn bản chính thức chào bán chứng khoán, trình bày kế hoạch về hoạt động dự kiến của doanh nghiệp hoặc trình bày tình hình hoạt động kinh doanh thực tế của doanh nghiệp hiện đang hoạt động mà nhà đầu tư cần biết để đưa ra một quyết định sáng suốt.
Chào bán cổ phiếu ra công chúng	Public Offering	Chào bán chứng khoán mới ra công chúng đầu tư, sau khi đã tuân thủ các yêu cầu đăng ký của UBCK và Giao dịch.
Quyền mua cổ phiếu	Rights	Là đặc quyền ưu đãi cho cổ đông hiện hữu. Các cổ đông này có quyền mua cổ phần của một đợt phát hành cổ phiếu phổ thông mới trước khi chúng được chào bán ra công chúng.
Chào bán quyền mua	Rights Offerings	Chào bán cổ phiếu thường cho những cổ đông hiện hữu đang sở hữu các quyền mua cho phép họ mua cổ phiếu phát hành mới với mức giá thấp hơn mức giá chào bán ra công chúng sau đó.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Quảng bá phát hành chứng khoán	Roadshow	Buổi thuyết trình về sự kiện phát hành chứng khoán của một tổ chức phát hành với đối tượng là các nhà đầu tư tiềm năng.
Thị trường thứ cấp	Secondary Market	Các sở giao dịch và thị trường phi tập trung nơi mua, bán chứng khoán sau khi chúng đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Tiền thu được từ các giao dịch được cộng vào tài khoản của các nhà kinh doanh và đầu tư bán chứng khoán.
Chào bán thứ cấp	Secondary Offering(Secondary Distribution)	Việc bán ra công chúng những chứng khoán đã phát hành trước đây hiện đang thuộc sở hữu của các nhà đầu tư lớn.
Chứng khoán hóa	Securitization	Phương thức phân phối rủi ro bằng cách gộp các công cụ nợ lại với nhau thành nhóm, rồi phát hành chứng khoán mới được bảo đảm bằng chính tập hợp đó.
Đại lý phát hành(phân phối chứng khoán)	Selling Group(Selling Syndicate)	Nhóm tự doanh do tổ chức đứng đầu nhóm bảo lãnh phát hành chỉ định làm đại lý cho các nhà bảo lãnh phát hành khác để thực hiện việc phát hành chứng khoán sơ cấp hoặc chứng khoán thứ cấp ra công chúng.
Cổ đông	Shareholder	Người sở hữu một hay nhiều cổ phần trong một công ty.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Phương tiện cho mục đích đặc biệt	Special Purpose Vehicle	Là một phương tiện đặc biệt (thường là các công ty con) được tạo ra nhằm mục đích mua lại những tài sản thường là khó thanh khoản, phục vụ như một đối tác cho giao dịch hoán đổi và các công cụ phái sinh tín dụng nhảy cảm khác của người khởi tạo.
Bình ổn	Stabilization	Sự can thiệp vào thị trường của nhà bảo lãnh phát hành chính để giữ giá thị trường không rớt xuống thấp hơn giá phát hành ra công chúng trong suốt thời gian phát hành.
Điều khoản “Stand Off”	Stand off	Quy định cấm TCPH và một số cổ đông lớn được bán chứng khoán của đợt chào bán trong một khoảng thời gian nhất định sau khi hợp đồng bảo lãnh có hiệu lực
Bảo lãnh dự phòng/ Cam kết dự phòng	Standby Commitment	Thỏa thuận giữa một tổ chức phát hành và một ngân hàng đầu tư trong đó bên thứ hai cam kết mua và bán lại, một phần chứng khoán trong một đợt chào bán cổ phiếu theo quyền mua, trong thời gian các cổ đông này không đăng ký mua trong thời gian quy định từ 2 đến 4 tuần.
Cổ phiếu	Stock	Quyền sở hữu một công ty được thể hiện bằng quyền đối với các khoản lợi nhuận và tài sản của công ty.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Sở giao dịch chứng khoán	Stock Exchange	Địa điểm thị trường có tổ chức tại đó cổ phiếu, các công cụ tương đương với cổ phiếu phổ thông và trái phiếu được giao dịch bởi các thành viên của Sở, các cá nhân với tư cách môi giới và tự doanh.
TTCK	Stock market	Thuật ngữ chung chỉ các thị trường nơi chứng khoán được giao dịch, bao gồm cả sở giao dịch chứng khoán có tổ chức(organized securities exchanges) lẫn các thị trường phi tập trung (over-the-counter).
Chứng khoán hóa tổng hợp	Synthetic securitization	Là chứng khoán được tạo ra bằng cách kết hợp sử dụng các loại chứng khoán khác nhau. VD: việc mua đồng thời quyền chọn bán và bán một quyền chọn mua của cùng một cổ phiếu sẽ tạo thành một cổ phiếu tổng hợp có cùng giá trị với cổ phiếu cơ sở nếu xét về tiềm năng thu nhập lãi vốn.
Giá lý thuyết của cổ phiếu vào ngày không hưởng quyền	TERP (theoretical ex-right price)	Giá mà tại đó cổ phiếu được giao dịch vào lúc công bố điều khoản về phát hành quyền, sau khi đã tách khỏi quyền (ngày giao dịch không hưởng quyền (ex-rights date). Các cổ đông mà thực hiện quyền để đăng ký cổ phiếu mới sẽ không gánh chịu việc pha loãng cổ phiếu. Mặc dù giá cổ phiếu không có khả năng thay đổi ngay lập tức sau khi phát hành cổ phiếu mới, nó sẽ thay đổi theo điều chỉnh của thị trường.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Bảo lãnh phát hành	Underwrite	Nghệp vụ của các ngân hàng đầu tư, là các tổ chức tham gia thành lập tổ hợp bảo lãnh phát hành (underwriting group) để chia sẻ rủi ro và bảo đảm phân phối thành công số chứng khoán phát hành.
Nhà bảo lãnh phát hành	Underwriter	Các ngân hàng đầu tư, độc lập hoặc cùng với thành viên khác trong Tổ hợp bảo lãnh phát hành, đồng ý mua số chứng khoán phát hành mới của một tổ chức phát hành và phân phối cho các nhà đầu tư, kiếm lợi nhờ lợi nhuận bảo lãnh phát hành (underwriting Spread).
Hợp đồng bảo lãnh phát hành	Underwriting Agreement	Hợp đồng giữa tổ chức phát hành chứng khoán mới để bán ra công chúng và nhà bảo lãnh phát hành chính (managing underwriter) với tư cách là đại diện của nhóm bảo lãnh phát hành (underwriting group).
Tổ hợp bảo lãnh phát hành	Underwriting Group	Liên kết tạm thời của các nhà bảo lãnh phát hành do nhà bảo lãnh phát hành chính đứng ra tổ chức trong một đợt phát hành mới chứng khoán.
Lợi nhuận bảo lãnh phát hành	Underwriting Spread	Chênh lệch giữa số tiền phải trả cho tổ chức phát hành chứng khoán trong lần phân phối đầu tiên và giá bán chứng khoán ra công chúng.

Tiếng Việt	Tiếng Anh	Giải thích thuật ngữ
Chứng quyền	Warrant	Là một loại chứng khoán thường được phát hành kèm với một trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, cho phép người nắm giữ có quyền mua một tỷ lệ nhất định cổ phiếu phổ thông trong một khoảng thời gian (hạn chế hoặc không hạn chế) với mức giá xác định, thường cao hơn giá thị trường ở thời điểm phát hành.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 4

1. Khái niệm và vai trò của bảo lãnh phát hành?
2. Trình bày vai trò của ngân hàng đầu tư/công ty chứng khoán trong quá trình thực hiện bảo lãnh phát hành?
3. Trình bày những ưu điểm và nhược điểm của phương thức bảo lãnh phát hành cạnh tranh và thỏa thuận?
4. Đây là giai đoạn quan trọng nhất để bảo đảm đợt phát hành thành công trong quá trình bảo lãnh phát hành chứng khoán?
5. Hình thức bảo lãnh phát hành nào có tính rủi ro cao nhất đối với tổ chức bảo lãnh phát hành?
6. Trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam hiện nay, cơ chế xác định giá theo phương pháp dựng số, giá cố định, hay đấu giá sẽ dễ thành công hơn?

CHƯƠNG 5

TƯ VẤN CHỨNG KHOÁN

Tư vấn chứng khoán là một nghề rất cần trong xã hội hiện đại. Để trở thành một chuyên gia giỏi, người hành nghề phải nỗ lực rất nhiều trong chuyên môn cũng như rèn luyện tính kỷ luật trong lối sống. Đây là một nghề được xã hội đánh giá cao về mức sử dụng chất xám. Tư vấn là một trong nghiệp vụ kinh doanh của các tổ chức kinh doanh chứng khoán hiện nay. Hoạt động tư vấn chứng khoán là hoạt động thu thập, xử lý thông tin; vận dụng chuyên môn nhằm phát hiện, đề xuất giải pháp, phương án; lập dự án và giám sát, đánh giá dự án. Hoạt động này rất phong phú, đi vào nhiều lĩnh vực liên quan đến chứng khoán như đầu tư; niêm yết; đấu giá cổ phần; mua bán sáp nhập doanh nghiệp..., do nhà tư vấn thực hiện độc lập, khách quan theo yêu cầu của người sử dụng dịch vụ tư vấn. Tùy thuộc vào đặc thù cũng như thế mạnh của từng đơn vị tư vấn, các tổ chức tư vấn có thể thực hiện một hoặc tất cả các hoạt động tư vấn như tư vấn đầu tư chứng khoán, tư vấn niêm yết, tư vấn cổ phần hóa và định giá doanh nghiệp, tư vấn mua bán sáp nhập doanh nghiệp, tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp. Chương này sẽ làm rõ khái niệm, nguyên tắc và quy trình của các nghiệp vụ tư vấn chứng khoán nhằm giúp người đọc hiểu rõ bản chất và kỹ năng thao tác các nghiệp vụ tư vấn chứng khoán.

5.1. Nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán

Tư vấn đầu tư chứng khoán là việc thu thập, xử lý thông tin, đưa ra lời khuyên, phân tích tình huống hoặc thực hiện một số công việc có tính chất cung cấp dịch vụ cho khách hàng.

Tư vấn đầu tư chứng khoán cũng có thể được hiểu là hoạt động phân tích; đưa ra khuyến nghị liên quan đến mua bán, nắm giữ chứng khoán hoặc công bố và phát hành các ấn phẩm có liên quan đến chứng khoán.

Chủ thể cung cấp dịch vụ này bên cạnh CTCK còn có các Công ty quản lý quỹ, các tổ chức tư vấn đầu tư và một số ít trường hợp là cá nhân. Hoạt động tư vấn đầu tư đòi hỏi nhiều kiến thức và kỹ năng chuyên môn mà không cần đòi hỏi vốn lớn. Đây là hoạt động nghiệp vụ có sự quản lý chặt chẽ và có yêu cầu đạo đức nghề nghiệp cao khi hành nghề vì tính chất đặc thù của kinh doanh chứng khoán.

Điều kiện, tiêu chuẩn đăng ký làm người tư vấn đầu tư chứng khoán

- Điều kiện để được cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán

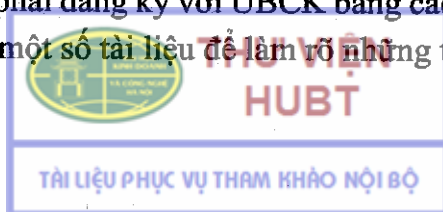
Để được cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán, các cá nhân phải đáp ứng được các điều kiện sau:

- Có năng lực pháp luật, năng lực hành vi dân sự đầy đủ.
- Có đủ giá trị tài sản quản lý đối với cá nhân thực hiện tư vấn đầu tư.
- Có chứng chỉ hành nghề tư vấn đầu tư (Ở Việt Nam là chứng chỉ hành nghề môi giới chứng khoán).
- Có trình độ đại học, có trình độ chuyên môn về chứng khoán.

Trong trường hợp tổ chức môn đăng ký hoặc để được cấp giấy phép hoạt động tư vấn đầu tư phải đang hoạt động hợp pháp và có đủ năng lực tài chính, có đủ vốn theo quy định của pháp luật.

- Đăng ký làm nhà tư vấn đầu tư chứng khoán

Người tư vấn đầu tư, hoặc cá nhân nào đang có dự định trở thành người tư vấn đầu tư phải đăng ký với UBCK bằng cách làm đơn đăng ký theo mẫu và nộp một số tài liệu để làm rõ những thông tin:



- Tên và hình thức tổ chức mà người hành nghề tư vấn đầu tư tham gia hoặc có ý định vào làm việc; địa chỉ trụ sở chính và chi nhánh của tổ chức này (nếu có); tên và địa chỉ của đối tác, người quản lý, người điều hành công ty và những cá nhân thực hiện các chức năng tương tự, số lượng nhân viên của tổ chức đó.

- Trình độ đào tạo, kinh nghiệm kinh doanh trong 10 năm và hoạt động kinh doanh hiện tại của người tư vấn đầu tư hoặc của các đối tác, kinh nghiệm quản lý điều hành và kinh nghiệm làm việc trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm.

- Đặc điểm trong hoạt động của công ty, người hành nghề tư vấn đầu tư kể cả cách thức cung cấp dịch vụ tư vấn và đưa ra các phân tích hoặc báo cáo.

- Báo cáo tài chính đã được kiểm toán bởi một tổ chức kiểm toán độc lập và các công bố tài chính khác.

- Đặc điểm và phạm vi quyền hạn của công ty hoặc người hành nghề tư vấn đầu tư trong việc quản lý quỹ ủy thác liên quan đến tiền và chứng khoán của khách hàng.

- Cơ sở tính phí của công ty tư vấn đầu tư.

Đại diện tư vấn đầu tư

Tất cả các đại diện tư vấn đầu tư phải có trụ sở làm việc và phải được đăng ký tại cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán của địa phương đó. Đại diện tư vấn đầu tư là nhân viên, người quản lý, hoặc giám sát viên của công ty tư vấn đầu tư được quyền cung cấp các dịch vụ sau:

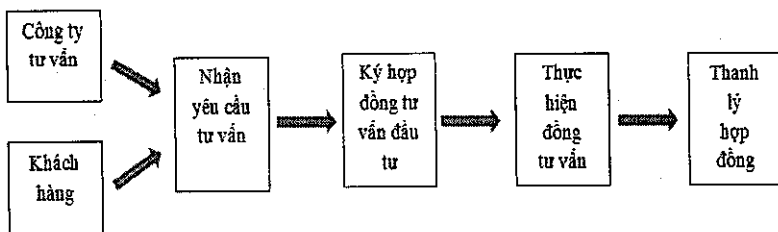
- Tư vấn về giá trị chứng khoán.

- Tư vấn về tính phù hợp của việc mua hoặc bán chứng khoán.

- Chào mời khách hàng mới có nhu cầu về dịch vụ tư vấn đầu tư.

Quy trình của hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán

Quy trình nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán phụ thuộc vào từng loại hình dịch vụ cụ thể được cung cấp. Nhưng nói chung là, trong trường hợp ký kết hợp đồng thì các bước thực hiện giữa tổ chức tư vấn và khách hàng sẽ bao gồm:



- Bước 1: Tổ chức tư vấn tiếp xúc khách hàng, nhận biết rõ vấn đề khách hàng cần tư vấn và chứng minh cho khách hàng thấy khả năng tư vấn của mình.

- Bước 2: Thương lượng và ký kết hợp đồng.

- Bước 3: Thực hiện hợp đồng.

- Bước 4: Gia hạn hoặc thanh lý hợp đồng.

Trong trường hợp tư vấn không ký kết hợp đồng thì nhân viên tư vấn chỉ gặp gỡ và đưa ra những khuyến nghị đối với vấn đề khách hàng cần tư vấn hay cung cấp thông tin, đánh giá tình hình thị trường thông qua các phương tiện thông tin đại chúng.

Những nguyên tắc cơ bản của hoạt động tư vấn đầu tư

Tư vấn đầu tư chứng khoán nằm trong số các loại hình dịch vụ tư vấn và vì vậy nó cũng phải tuân thủ theo những nguyên tắc chung, những chuẩn mực đạo đức của hoạt động tư vấn như sau:

+ Nguyên tắc trung thực và công bằng



Nguyên tắc này đòi hỏi nhân viên tư vấn phải ứng xử một cách trung thực, công bằng, minh bạch và vì lợi ích cao nhất của khách hàng. Khi tính phí, nhà tư vấn không được tính vượt quá mức cho phép. Trong những dạng hợp đồng bao tiêu toàn bộ, không lợi dụng sự thiếu hiểu biết của khách hàng để ép giá nhằm tìm kiếm chênh lệch lớn.

+ Nguyên tắc bảo mật thông tin cho khách hàng

Nhân viên tư vấn chỉ được sử dụng những thông tin thu thập được từ hoặc về khách hàng cho mục đích công việc trong phạm vi được giao phó.

+ Nguyên tắc tư vấn khách quan

Nguyên tắc này đòi hỏi, tổ chức tư vấn phải hết sức khách quan trong hoạt động tư vấn của mình. Trong trường hợp tổ chức tư vấn đang thực hiện các dịch vụ liên quan tới khả năng đầu tư vốn của khách hàng (như đợt bảo lãnh phát hành, thu xếp tài chính hay tự doanh chứng khoán...), tổ chức tư vấn không được hướng khách hàng chú trọng vào các đối tượng của mình.

Khách hàng cần được thông báo rõ về những lợi thế và bất lợi của các loại hình đầu tư vốn. Những lời tư vấn phải được xuất phát từ những cơ sở khách quan là sự phân tích tổng hợp một cách logic, khoa học. Không được thổi phồng về thị trường, kích thích sự mua bán của nhà đầu tư để tìm phí hoa hồng, không được dùng khách hàng như một công cụ để tìm kiếm lợi nhuận.

+ Nguyên tắc tư vấn đầy đủ và chi tiết

Nguyên tắc này đòi hỏi tổ chức tư vấn phải cung cấp đầy đủ và chi tiết các thông tin liên quan đến cơ hội đầu tư của khách hàng như : lợi thế và bất lợi của từng cơ hội đầu tư, các rủi ro khách hàng có thể gặp phải, các loại phí, thuế...

+ Nguyên tắc tư vấn theo khả năng của khách hàng

Khi thực hiện tư vấn đầu tư không chỉ thuần túy tập trung vào cung cấp các thông tin cần thiết cho việc đầu tư có hiệu quả, mà cần phải: tôn trọng nguyện vọng và mục đích đầu tư của cá nhân khách hàng; quan tâm tới thực tế tài sản và thu nhập của cá nhân khách hàng; lưu ý tới đối tượng chịu thuế của khách hàng. Chính vì vậy, nhân viên tư vấn cần nắm bắt thông tin về khách hàng trước khi thực hiện tư vấn nhằm đảm bảo thành công cao nhất cho khách hàng.

+ Nguyên tắc thông tin hỗ trợ

Công việc tư vấn đầu tư không chỉ dừng lại khi khách hàng quyết định đầu tư, mà cần tạo cho khách hàng cảm giác luôn được hỗ trợ công việc đầu tư của mình. Chính do vậy, tổ chức tư vấn luôn phải bao quát trong thời gian dài những diễn biến thực tế liên quan đến vấn đề mình tư vấn và quyết định đầu tư của khách hàng, thông báo kịp thời tới khách hàng những thông tin cần thiết như:

- Những thay đổi pháp lý liên quan tới nhà đầu tư như tăng thuế thu nhập hay được truy hoàn thuế;

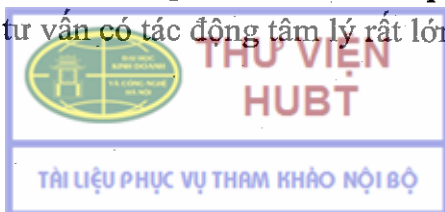
- Những thay đổi điều kiện giao dịch gây bất lợi cho hoạt động đầu tư đã được thực hiện;

- Khối lượng tiền đầu tư của khách hàng gia tăng do khối lượng lớn chứng khoán đến hạn hay bị thanh toán hoàn trả (như trái phiếu quay số thu hồi);

- Những khả năng đầu tư mới có lợi khi khách hàng chuyển hướng đầu tư.

- Những thông tin từ phía tổ chức phát hành hoặc thông tin về kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến cơ hội đầu tư của khách hàng.

Trong tư vấn đầu tư chứng khoán, báo cáo phân tích, khuyến nghị của nhân viên tư vấn có tác động tâm lý rất lớn đến người được



tư vấn và có thể làm cho nhà đầu tư này vì thế mà hưởng lợi hay bị thiệt hại. Do vậy, khi đưa ra những lời bình luận về giá trị, xu hướng biến động của các loại chứng khoán, nhà tư vấn phải rất thận trọng.

Tóm lại, xét về góc độ quan hệ khách hàng lâu dài và tin cậy, thành công của hoạt động tư vấn đầu tư thể hiện trong việc khách hàng luôn hài lòng về quyết định đầu tư của họ.

Phân loại hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán

➤ Theo hình thức tư vấn: có hai hình thức tư vấn

Tư vấn trực tiếp: Khách hàng có thể gặp gỡ trực tiếp với nhà tư vấn hoặc sử dụng các phương tiện truyền thông như điện thoại, fax, email... để hỏi ý kiến.

Hoạt động này thường diễn ra đồng thời với hoạt động môi giới trong đó nhân viên môi giới đảm nhận vai trò nhà tư vấn. Khi tham gia giao dịch, khách hàng muốn tham khảo ý kiến của nhân viên môi giới về xu hướng giá, loại chứng khoán và thời điểm mua bán thích hợp.

+ *Trực tiếp gợi ý mua-bán chứng khoán:* là việc nhân viên tư vấn trên cơ sở phân tích về tổ chức phát hành, phân tích tâm lý diễn biến thị trường để đưa ra khuyến nghị mua bán chứng khoán của nhà đầu tư.

Với dịch vụ này, nhà tư vấn có thể đưa ra lời tư vấn dưới dạng trực tiếp hay các bản tin, báo cáo phân tích. Thông thường, đối với CTCK, việc đó được thực hiện song song với nghiệp vụ môi giới chứng khoán, do nhà môi giới đảm nhận và không thu phí. Vì vậy, hoạt động này không chịu sự điều chỉnh chặt chẽ của luật pháp, trừ khi có bằng chứng rõ ràng về việc nhà tư vấn thông qua đó mà có hành vi lũng đoạn thị trường. Tuy nhiên, do có mâu thuẫn với hoạt động tự doanh nên pháp luật về chứng khoán luôn quy định phải tách biệt nghiệp vụ tư vấn lại này với tự doanh của một CTCK. Bởi vì nếu

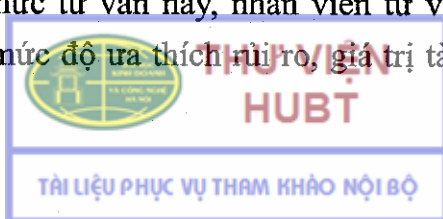
nhà môi giới cũng là người đảm trách tự doanh cho công ty, khi cần bán một chứng khoán nào đó thì sẽ khuyên khách hàng mua vào, nếu cần mua thì khuyên khách hàng bán ra.

Để đáp ứng nhu cầu thăm dò xu hướng biến động giá chứng khoán và lựa chọn chứng khoán của nhà đầu tư, nhân viên tư vấn phải nắm bắt diễn biến thị trường, đưa ra những lời khuyên nghị trên cơ sở phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật một cách logic, khách quan và trung thực.

Nhà tư vấn có thể sử dụng báo cáo phân tích về các tổ chức niêm yết, về thị trường chứng khoán của đội ngũ phân tích cũng như kinh nghiệm của bản thân để trả lời các câu hỏi của khách hàng. Khi khách hàng hỏi những câu tương tự như: “Có nên mua (bán) loại chứng khoán này không?”, “xu hướng biến động giá của chứng khoán này sẽ như thế nào?”... nhân viên tư vấn thường tránh câu trả lời trực tiếp (bằng khẳng định nên hay không nên mua, bán, giá chứng khoán sẽ lên hay xuống...) thay vào đó, họ sẽ cung cấp đầy đủ, chi tiết những thông tin xung quanh tổ chức phát hành, xu hướng thị trường thời gian qua và thời gian tới. Tuy nhiên, trong quá trình đưa thông tin, nhân viên tư vấn phải làm nổi bật được các thông tin để ủng hộ cho nhận định mà họ dự kiến sẽ khuyên nghị.

Trực tiếp gợi ý tạo dựng danh mục đầu tư và quản trị, điều hành tài sản đầu tư: là dịch vụ nhân viên tư vấn cung ứng trong trường hợp nhà đầu tư đến gặp nhân viên tư vấn để có lời khuyên trong việc xây dựng danh mục đầu tư hay quản trị, điều hành tài sản đầu tư của mình. Dịch vụ tư vấn này thường có thu phí trên cơ sở hợp đồng giữa đơn vị tư vấn và khách hàng.

Đối với hình thức tư vấn này, nhân viên tư vấn phải luôn xét đến nguyện vọng, mức độ ưa thích rủi ro, giá trị tài sản đầu tư của



khách hàng. Đối tượng đầu tư của khách hàng phụ thuộc vào tâm lý và định hướng của từng khách hàng và có thể đơn thuần là một loại chứng khoán. Trên thực tế, để đảm bảo an toàn cho khách hàng, nhân viên tư vấn thường khuyến nghị khách hàng đa dạng hóa danh mục đầu tư thông qua đầu tư vào một số loại chứng khoán khác nhau. Số lượng chứng khoán đầu tư cũng không được quá nhiều (khoảng 5-7 mã chứng khoán) nhằm giúp cho khách hàng có thời gian để nắm bắt được tình hình và diễn biến thị trường và quản lý danh mục đầu tư của mình được tốt hơn. Để xác định danh mục đầu tư tối ưu, nhân viên tư vấn phải vận dụng các lý thuyết liên quan đến quản trị danh mục đầu tư và có các phần mềm hỗ trợ cho việc xây dựng danh mục này. Nhà tư vấn không chỉ giúp khách hàng xây dựng được danh mục đầu tư mà có thể còn tư vấn trong quản trị danh mục tức tư vấn mua bán, duy trì hoặc điều chỉnh các loại chứng khoán và tỷ trọng trong danh mục đầu tư của khách hàng căn cứ vào biến động thông tin của tổ chức phát hành và diễn biến của thị trường trong từng giai đoạn.

Tư vấn gián tiếp: Là cách người tư vấn xuất bản các ấn phẩm hay đưa thông tin lên những phương tiện truyền thông như internet để bất kỳ khách hàng nào cũng có thể tiếp cận được nếu muốn. Thông tin này có thể là số liệu về giá cả, khối lượng giao dịch, bản cáo bạch, báo cáo tài chính hoặc thông tin về P/E của từng chứng khoán, ROE, ROA của tổ chức phát hành hoặc đi kèm những lời phân tích, đánh giá thị trường, tình hình giá cả của các loại chứng khoán. Nhân viên tư vấn có thể sử dụng lời bình hay biểu đồ để phân tích và phải dựa trên cơ sở khách quan, khoa học. Các biểu đồ này được xây dựng trên những lý thuyết thị trường nhất định hay theo đánh giá riêng của từng nhân viên tư vấn. Mặc dù theo nguyên tắc họ phải rất khách quan, nhưng trên thực tế việc phân tích các tình huống của các nhà tư vấn lại có thể rất khác nhau do bị chi phối với kiến thức, kinh nghiệm

và tư duy chủ quan của từng người. Mặt khác, họ luôn khuyến cáo nhà đầu tư về giới hạn trách nhiệm của mình với nội dung như “ báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng thông tin này như một nguồn thông tin tham khảo”.

Khi hoạt động tư vấn đầu tư theo hình thức này thì việc quản lý đỡ khó khăn hơn vì các bản tin, bản báo cáo đánh giá là những bằng chứng về hành vi của nhà tư vấn. Tất nhiên không thể loại trừ trường hợp nhà tư vấn muốn thu lợi bất chính nên đã có những phân tích dự đoán, những xu hướng thị trường theo chủ quan làm tổn hại đến nhà đầu tư. Cơ quan quản lý nhà nước yêu cầu nhà tư vấn phải có kiến thức, kinh nghiệm cũng như thái độ khách quan khi nhìn nhận sự việc. Nhà tư vấn không nên đưa ra lời khẳng định như: “ngày mai giá cổ phiếu A sẽ lên” vì nó mang tính lôi kéo, kích động các nhà đầu tư hôm sau đổ xô vào thị trường này. Nghĩa là đánh giá phải mang tính toàn diện, dài hạn, trên cơ sở phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật trong đó nổi bật là xét đến triển vọng phát triển lâu dài của tổ chức phát hành (phân tích cơ bản).

➤ *Theo mức độ ủy quyền của hoạt động tư vấn đầu tư:*

Tư vấn gợi ý: Ở mức độ này, người tư vấn chỉ nêu ý kiến của mình về những diễn biến trên thị trường, gợi ý cho khách về những phương pháp, cách thức xử lý nhưng quyền quyết định là của khách hàng.

Tư vấn ủy quyền: Với nghiệp vụ này, nhà tư vấn được ủy quyền và quyết định hộ khách hàng theo mức độ ủy quyền của khách hàng.

Tư vấn ủy quyền thực chất là hoạt động quản lý danh mục đầu tư. 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.



Trên thực tế, một số nhà đầu tư có số vốn nhỏ rồi thường xuyên lớn sẽ tự mình tổ chức đội ngũ quản lý danh mục đầu tư riêng vì họ có thể tin tưởng vào đội ngũ này, đồng thời chi phí tính trên tổng tài sản dùng đầu tư là chấp nhận được. Những người có số vốn ít hơn nhận thấy việc thuê đội ngũ riêng là không hợp lý vì chi phí cao, họ sẽ tìm đến các công ty chứng khoán, công ty tư vấn đầu tư, những nhà chuyên môn trong lĩnh vực đầu tư để nhờ giúp đỡ. Các công ty khi thực hiện nghiệp vụ này sẽ được hưởng phí quản lý và được nhà đầu tư trả chi phí phát sinh khi thực hiện đầu tư.

Trong khi quản lý tài sản cho khách hàng, tổ chức tư vấn đầu tư phải tuân thủ các điều kiện trong hợp đồng ký kết. Hợp đồng này được thảo ra trên nguyên tắc của luật dân sự và tuân thủ các quy định của ngành chứng khoán. Trong đó, tổ chức tư vấn đầu tư phải xác định rõ với khách hàng là họ không đảm bảo về lợi nhuận đầu tư và mọi rủi ro của hoạt động đầu tư sẽ do khách hàng phải gánh chịu. Hợp đồng cũng phải xác định rõ mức độ uỷ quyền toàn bộ cho tổ chức tư vấn đầu tư tức là công ty có quyền quyết định về đối tượng đầu tư, đó là loại chứng khoán hay tài sản nào, thời điểm nào mua, thời điểm nào bán. Tuy nhiên, dù uỷ quyền toàn bộ nhưng để đảm bảo quyền lợi của khách hàng, tổ chức tư vấn đầu tư vẫn phải thường xuyên gửi các thông báo trước và sau khi tiến hành giao dịch và kết quả thực hiện giao dịch.

Nội dung của hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán

Nhìn một cách tổng quát, hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán chủ yếu xoay quanh nhà tư vấn trả lời cho khách hàng hai câu hỏi sau: Nên lựa chọn loại hàng hóa nào và tại mức giá bao nhiêu cũng như thời điểm mua bán thích hợp?

Nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán sẽ bao gồm: cung cấp kết quả phân tích thị trường chứng khoán và từng mã chứng khoán cụ

thể; cung cấp chiến lược và kỹ thuật giao dịch: giá, giá trị, loại, chất lượng, số lượng, phương thức giao dịch, thời gian giao dịch, cung cấp thông tin về các rủi ro và giải pháp hạn chế rủi ro, cung cấp thông tin về cách thức quản trị danh mục đầu tư. Các nội dung này phải có cơ sở hợp lý và phù hợp trên thông tin đáng tin cậy, phân tích logic.

Đối tượng đầu tư của khách hàng phụ thuộc vào tâm lý và định hướng đầu tư của từng khách hàng và có thể thuần túy là một chứng khoán. Nhưng trên thực tế, để đảm bảo an toàn cho hoạt động đầu tư và phòng tránh rủi ro trong khả năng có thể, các nhà tư vấn thường khuyến khích khách hàng thực hiện đầu tư theo danh mục.

Nói tới hoạt động đầu tư, điều cần được quan tâm là cơ sở nguồn vốn đầu tư. Các nhà tư vấn thường dựa trên tâm lý đầu tư và khả năng tạo nguồn của khách hàng

Tổ chức tư vấn không được đảm bảo cho khách hàng kết quả đầu tư trừ trường hợp đầu tư vào những sản phẩm đầu tư có thu nhập cố định, không được trực tiếp hay gián tiếp bù đắp một phần hoặc toàn bộ các khoản thua lỗ của khách hàng do đầu tư vào chứng khoán, trừ trường hợp việc thua lỗ của khách hàng là do lỗi của tổ chức tư vấn, không được quyết định đầu tư thay cho khách hàng khi không có sự ủy quyền của khách hàng.

Tổ chức tư vấn phải có trách nhiệm ngăn ngừa xung đột lợi ích liên quan đến tư vấn đầu tư chứng khoán, phải công bố cho khách hàng biết trước về những xung đột lợi ích có thể phát sinh giữa công ty, người hành nghề chứng khoán và khách hàng. Tổ chức tư vấn, người hành nghề chứng khoán phải công bố lợi ích của mình về chứng khoán mà mình sở hữu cho khách hàng đang được tư vấn về chứng khoán đó.

Phí tư vấn đầu tư {6}

Tùy thuộc vào sản phẩm tư vấn hoặc dịch vụ mà khách hàng lựa chọn, nhà tư vấn sẽ tính phí theo các cách sau:

- Tính theo tỷ lệ phần trăm trên giá trị tài sản duy trì trên tài khoản tư vấn của người tư vấn đầu tư.

- Phí bình quân hàng năm.

- Các mức phí định kỳ.

Bên cạnh đó, người tư vấn đầu tư có thể được thu các khoản phí sau:

- Nhận hoa hồng khi thực hiện giao dịch của khách hàng thông qua người hành nghề môi giới chứng khoán hay đại diện đăng ký.

- Nhận hoa hồng khi thực hiện nhận quản lý tài sản như người được ủy thác ra quyết định đầu tư giao dịch thay mặt khách hàng.

Cần phải lưu ý là, các nguồn thu nhập bổ sung ở trên phải được công bố cho khách hàng bằng văn bản trước khi người tư vấn đầu tư thực hiện các giao dịch này.

Các giao dịch qua đại lý: Giao dịch chứng khoán theo đại lý là hình thức giao dịch mà người tư vấn đầu tư đại diện cho người bán và người mua chứng khoán và nhận được các mức phí tư vấn và các mức hoa hồng từ cả hai bên.

Trong trường hợp người tư vấn đầu tư chuẩn bị thực hiện giao dịch dưới hình thức giao dịch qua đại lý, họ phải nhận được sự ủy quyền bằng văn bản của khách hàng mà họ tư vấn. Sự ủy quyền này không thể thực hiện bằng lời chào vào bất kỳ thời điểm nào và người tư vấn không được chào mời cả hai bên tham gia giao dịch loại này. Người tư vấn thực hiện các giao dịch thông qua đại lý phải gửi cho các khách hàng báo cáo thường niên về chi tiết số lượng các giao dịch

qua đại lý do nhà tư vấn thực hiện và giá trị phần tiền hoa hồng mà người tư vấn này nhận được.

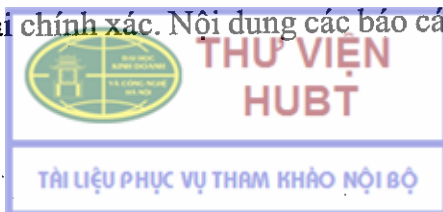
Kỹ năng thực hiện tư vấn đầu tư {6}

Để được thực hiện các nội dung tư vấn, người tư vấn đầu tư phải sử dụng một số các kỹ năng cơ bản sau đây: Xác lập mối quan hệ giữa người tư vấn đầu tư với khách hàng. Khi một công ty được đăng ký hoặc được cấp giấy phép hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán, các chương trình tư vấn đầu tư có thể cung cấp cho khách hàng bao gồm: Quản lý tài khoản ủy thác toàn bộ, các chương trình tư vấn đầu tư không ủy thác toàn bộ và lời tư vấn về việc lựa chọn các nhà quản lý đầu tư và các quỹ tương hỗ được đưa ra thông qua hàng loạt các chương trình tư vấn đầu tư khác nhau của công ty.

Khi công ty hoạt động như một nhà tư vấn đầu tư, công ty sẽ ký hợp đồng với khách hàng xác nhận chính xác mối quan hệ tư vấn đầu tư của họ với khách hàng và nêu các nghĩa vụ của công ty đối với khách hàng. Ngay từ đầu, công ty sẽ đưa cho khách hàng một cuốn sổ của chương trình mà khách hàng chọn có các thông tin chi tiết liên quan, các dịch vụ tư vấn mà công ty cung cấp, các mức phí áp dụng, danh sách nhân viên tư vấn của công ty, các hoạt động kinh doanh của công ty và các đơn vị tài chính trực thuộc và các xung đột giữa công ty hoặc một bộ phận của công ty và quyền lợi của khách hàng được hưởng.

Cung cấp thông tin cho khách hàng

Thông tin cung cấp bởi nhà tư vấn đầu tư phải rõ ràng và có thể hiểu được đối với người tiếp cận thông tin và trong mọi tình huống phải đảm bảo thông tin được cung cấp phải chính xác. Cụ thể: Thông tin cung cấp cho khách hàng nêu trong báo cáo nghiên cứu và các ấn phẩm ban hành phải chính xác. Nội dung các báo cáo nghiên cứu phải



đảm bảo là đúng thực tế, các thông báo và các chỉ số phải dựa trên các thông số thực tế qua việc thực hiện xác minh cần thiết một cách cẩn thận. Để đảm bảo các thông tin đưa ra là thích hợp, các khái niệm và thuật ngữ được sử dụng trong báo cáo phải thông dụng và dễ hiểu đối với người đọc, các biểu đồ, chỉ số phải mang tính đại diện để có thể đánh giá chính xác tình hình tài chính.

Cập nhật thông tin

Việc cập nhật báo cáo nghiên cứu mà người tư vấn đầu tư công bố phải bao gồm thay đổi tối thiểu trong tài liệu, thông tin liên quan đến các tình huống trước đó. Nếu nhà tư vấn đầu tư không tiếp tục thực hiện phân tích thực trạng đang diễn ra, người tiếp nhận những báo cáo nghiên cứu đó phải được thông báo về việc tài liệu nghiên cứu đó không được tiếp tục cập nhật.

Truyền đạt thông tin đến với khách hàng

Người tư vấn đầu tư phải cung cấp cho tất cả các khách hàng và nhà đầu tư các báo cáo nghiên cứu và khuyến nghị đầu tư trên cơ sở bình đẳng. Quy tắc này có nghĩa người tư vấn phải tiến hành các biện pháp nhằm đảm bảo những người tiếp nhận thông tin có thể tiếp cận các báo cáo nghiên cứu và khuyến nghị đầu tư cùng một lúc. Điều này không có nghĩa là người tư vấn phải đảm bảo rằng tất cả khách hàng và nhà đầu tư tiếp cận thông tin một cách hiệu quả cùng một lúc.

Quy tắc này cũng không có nghĩa là người tiếp nhận thông tin sẽ được báo cáo nghiên cứu và khuyến nghị đầu tư theo khuôn mẫu giống nhau; có những khách hàng có thể được đối xử khác miễn là việc đó có lý do hợp lý.

Tư vấn đối với các lệnh tự nguyện

Lệnh tự nguyện là lệnh thể hiện quyết định đầu tư của khách hàng không dựa vào khuyến nghị của người môi giới.

Công ty tư vấn cho khách hàng phải cung cấp ý kiến tư vấn cẩn trọng thích hợp đối với các lệnh tự nguyện “không phù hợp” với thông tin về khách hàng mà công ty có. Công ty phải nắm được mục tiêu và chiến lược đằng sau mỗi lệnh được chấp nhận thay mặt khách hàng cho dù lệnh đó là “lệnh gọi ý” dựa trên khuyến nghị của nhà môi giới hay là lệnh tự nguyện của khách hàng. Công ty phải thực hiện các biện pháp bảo vệ thích hợp khi khách hàng cố theo đuổi các lệnh tự nguyện và không phù hợp, đó là biện pháp phân loại lệnh là “tự nguyện” khi nhập lệnh và mô tả yêu cầu như vậy trên báo thông báo xác nhận giao dịch của khách hàng.

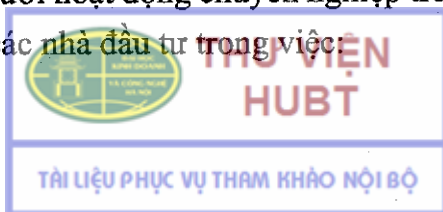
Phát hiện, phân loại, định dạng các rủi ro có thể phát sinh.

Người tư vấn đầu tư phải thông báo cho khách hàng rủi ro có thể ảnh hưởng đến việc đầu tư. Bất cứ thông tin nào liên quan đến việc đầu tư vào các sản phẩm có thu nhập cố định hay sản phẩm được cơ cấu có thu nhập đảm bảo cũng phải đề cập đến những rủi ro liên quan đến việc đầu tư đó.

Ngoài ra, người tư vấn đầu tư phải tránh các tình huống có xung đột về lợi ích khách hàng. Nếu như xung đột lợi ích xảy ra, quyền ưu tiên sẽ được dành cho lợi ích của khách hàng.

Vai trò của hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán

- *Đối với nhà đầu tư:* Là hoạt động hết sức cần thiết và không thể thiếu được bởi lẽ các nhà đầu tư CK là những người có vốn, tuy nhiên họ lại bị hạn chế về thời gian và kiến thức, chính vì vậy để có thể tìm kiếm được cơ hội đầu tư tốt nhất trên thị trường phù hợp với số vốn và mức độ chấp nhận rủi ro của bản thân là một điều không dễ dàng. Lúc này, việc tìm đến các nhà tư vấn là một giải pháp tốt cho họ. Với tư cách là những người hoạt động chuyên nghiệp trên TTCK, tổ chức tư vấn có thể giúp các nhà đầu tư trong việc



+ Cung cấp thông tin đầy đủ và chi tiết về thu nhập, rủi ro của các loại chứng khoán, về các cơ hội đầu tư, về xu hướng đầu tư và phát triển của TTCK; cung cấp thông tin, phân tích báo cáo tài chính của các tổ chức phát hành;

+ Cung cấp thông tin về các quy định pháp luật liên quan đến nhà đầu tư trên TTCK (các loại thuế thu nhập phải nộp trong ĐTCK, tỉ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài, các giới hạn trong giao dịch,...); đưa ra các kinh nghiệm trong đầu tư chứng khoán, giới thiệu các thuyết, các trường phái trong đầu tư chứng khoán; hướng dẫn phương thức tạo lập danh mục đầu tư và quản trị điều hành tài sản đầu tư phù hợp với đặc điểm của từng nhà đầu tư.

- Đối với các tổ chức tư vấn:

Với lợi thế thường xuyên tiếp xúc với các doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư, tổ chức cung cấp dịch vụ tư vấn có lợi thế rất lớn khi triển khai cả tư vấn tài chính cũng như tư vấn đầu tư chứng khoán. Việc cung cấp dịch vụ tư vấn vừa đa dạng vừa có chất lượng sẽ đem lại rất nhiều lợi ích cho các tổ chức tư vấn.

+ Trước hết, thông qua đó, tổ chức tư vấn có thể nâng cao uy tín của mình trên thị trường. Với loại thị trường nhạy cảm như là thị trường tài chính, TTCK và đối với những tổ chức cung ứng dịch vụ cho đông đảo những doanh nghiệp và công chúng đầu tư thì uy tín là vấn đề rất quan trọng. Với “tài sản vô hình” này mà có thể thu hút thêm nhiều khách hàng, thậm chí trong tình hình cạnh tranh khốc liệt, tổ chức tư vấn không cần phải giảm phí tư vấn mà vẫn duy trì được sự trung thành của khách hàng cũ đồng thời không ngừng gia tăng số lượng khách hàng mới.

+ Tận dụng mối quan hệ tốt với khách hàng đến tư vấn, tổ chức tư vấn còn có thể mở rộng được cơ sở khách hàng cho các nghiệp vụ

kinh doanh khác (môi giới, quản lý danh mục đầu tư...), kể cả các nghiệp vụ phụ trợ (tín dụng – ký quỹ, bán không...).

+ Nghiệp vụ tư vấn cũng nhằm phục vụ cho mục tiêu cuối cùng là giúp tạo lợi nhuận cho công ty bên cạnh các nghiệp vụ khác. Việc ký kết được nhiều hợp đồng tư vấn cộng với chính sách thu phí hợp lý cho từng giai đoạn thích hợp của thị trường, cho từng đối tượng khách hàng sẽ đem lại nguồn lợi nhuận dồi dào cho tổ chức tư vấn. Đây chính là điều mà bất kì tổ chức tư vấn nào cũng mong đợi.

- Đối với nền kinh tế:

Công ty tư vấn thông qua hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán đã từng bước góp phần mở rộng thị trường, hướng dẫn các nhà đầu tư tham gia thị trường một cách bài bản. Công chúng thường đầu tư theo cảm tính, mua bán theo quy luật số đông hơn là dựa vào các phân tích tài chính sẽ làm cho TTCK thường không ổn định và thường xuyên gặp những biến động bất thường, khó kiểm soát. Do vậy, thị trường muốn hoạt động tốt không thể thiếu những nhà tư vấn đầu tư với vai trò định hướng, dẫn đường cho thị trường. Hoạt động này còn góp phần thu hút được nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường, kích cầu chứng khoán và có thể huy động được một nguồn vốn lớn nhàn rỗi cho nền kinh tế.

5.2. Nghiệp vụ tư vấn tài chính Doanh nghiệp

5.2.1. Nghiệp vụ tư vấn cổ phần hóa

Cổ phần hóa (CPH) là một hình thức chuyển đổi doanh nghiệp từ doanh nghiệp có một hoặc số ít chủ sở hữu sang các doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu dưới hình thức các công ty cổ phần (CTCP). Thực chất của quá trình này là nhằm chuyển đổi hình thức sở hữu trong các doanh nghiệp cũ sang hình thức sở hữu hỗn hợp giữa các cổ đông là



tư nhân, pháp nhân; giữa tư nhân với nhà nước; giữa tư nhân với nhau trên cơ sở chia nhỏ tài sản của công ty thành những phần bằng nhau, bán lại cho các cổ đông dưới hình thức cổ phiếu. Thông qua đó thiết lập hình thức tổ chức quản lý sản xuất theo mô hình CTCP, hoạt động với tư cách một pháp nhân độc lập. Như vậy CPH có thể thực hiện cho bất cứ loại hình doanh nghiệp nào, kể cả doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và các loại hình doanh nghiệp khác. Mặc dù trong thực tiễn CPH diễn ra cả đối với các doanh nghiệp tư nhân song do số lượng các doanh nghiệp tư nhân CPH là không đáng kể, cho nên khi nhắc đến CPH người ta thường hiểu là CPH DNNN.

CPH các DNNN là biện pháp có tính đặc thù của quá trình đổi mới các DNNN, là quá trình chuyển đổi DNNN thành các CTCP. Đó là biện pháp chuyển doanh nghiệp từ một chủ sở hữu nhà nước sang sở hữu của nhiều chủ thể- đa sở hữu (hay sang sở hữu hỗn hợp), trong đó tồn tại một phần sở hữu của nhà nước; là quá trình huy động các nguồn vốn đầu tư phát triển sản xuất, xử lý và khắc phục những tồn tại hiện thời của DNNN; tạo những điều kiện cho người góp vốn và người lao động thực sự làm chủ doanh nghiệp. Tất cả nhằm mục đích nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và giảm nhẹ gánh nặng của nhà nước đối với doanh nghiệp.

Vì vậy, tư vấn CPH là hoạt động hướng dẫn DNNN thực hiện chuyển đổi từ DNNN sang CTCP, bao gồm tư vấn một phần hoặc toàn bộ quy trình.

Quy trình chung thực hiện tư vấn cổ phần hóa

Quy trình chung thực hiện tư vấn CPH như sau:

Bước 1: Tư vấn xử lý tài chính

Các chuyên gia tư vấn CPH sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp trong việc thực hiện soát xét công nợ, đánh giá và phân loại tài sản của doanh nghiệp mình. Tiến hành xây dựng các tiêu chí, biểu mẫu phù hợp để

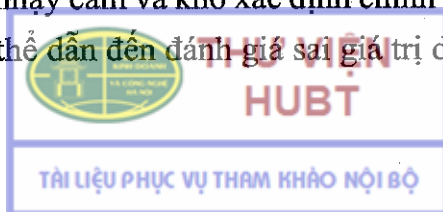
hỗ trợ các doanh nghiệp trong việc đối chiếu, xác nhận và phân loại nợ. Đồng thời sẽ trợ giúp các doanh nghiệp trong việc lập hồ sơ công nợ và hoàn thiện các bằng chứng trong việc phân loại nợ theo qui định của pháp luật. Việc phân loại nợ và lập hồ sơ công nợ sẽ giúp cho doanh nghiệp nhanh chóng thực hiện các thủ tục xử lý ngay các khoản nợ tồn đọng phù hợp với cơ chế chuyển đổi DNNN và đẩy nhanh quá trình CPH theo kế hoạch đã đề ra.

Bước 2: Tư vấn xác định giá trị doanh nghiệp

Những năm gần đây công tác xác định giá trị doanh nghiệp được sự phát triển đúng lúc và hoạt động một cách bài bản và khoa học hơn. Nhu cầu của xã hội về dịch vụ xác định giá trị ngày càng cao và ngày càng được nhân rộng hơn bởi tính chính xác và hiệu quả của nó. Dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp đó đóng góp một cách tích cực vào việc làm lành mạnh hóa nền tài chính quốc gia nói chung và hệ thống kế toán tài chính doanh nghiệp nói riêng.

Xác định giá trị là bộ phận quan trọng trong các loại hình hoạt động công ty. Xác định giá trị đem lại nhiều lợi ích cho công ty, cung cấp các thông tin trợ giúp nhà đầu tư hoạch định và vạch chiến lược kinh doanh. Một cuộc định giá được coi là bộ phận của một nghiệp vụ thông thường liên quan đến: (1) Mua lại doanh nghiệp; (2) Thanh lý doanh nghiệp; (3) Liên doanh; (4) Cơ cấu lại công ty; (5) Tranh chấp;

Không có phương pháp xác định giá trị tốt nhất áp dụng cho các tình huống có sẵn – phương pháp tiếp cận phụ thuộc vào đặc thù doanh nghiệp. Các yếu tố này có thể là khả năng sinh lời của DN, xu thế tăng trưởng lợi nhuận, sự lành mạnh của tình hình tài chính, vấn đề con người trong lao động sản xuất và hoạt động quản lý... Những yếu tố này hết sức nhạy cảm và khó xác định chính xác theo giá trị thị trường, vỡ vụn có thể dẫn đến đánh giá sai giá trị doanh nghiệp. Các



phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước cho CPH đang được áp dụng phổ biến hiện nay gồm:

Phương pháp định giá theo tài sản: Là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp trên cơ sở đánh giá giá trị thực tế toàn bộ tài sản hiện có của doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị DN.

Giá trị thực tế của doanh nghiệp là giá trị thực tế toàn bộ tài sản hiện có của doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp có tính đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Phương pháp định giá theo dòng tiền chiết khấu: Là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp trên cơ sở khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai.

Bước 3: Tư vấn các vấn đề về lao động

Việc tư vấn nhằm giúp doanh nghiệp hiểu được yếu tố con người là rất quan trọng từ đó đề ra các phương thức thu hút, quản lý và sử dụng lực lượng lao động có trình độ tay nghề chuyên môn một cách có hiệu quả.

Căn cứ vào thực trạng về lao động của công ty, chuyên gia tư vấn CPH sẽ tư vấn xây dựng phương án sắp xếp lại lao động của công ty sau CPH.

Công việc bao gồm:

- + Lập danh sách lao động cần tiếp tục sử dụng khi chuyển sang CPH;
- + Lập chiến lược tuyển dụng, kế hoạch tiền lương, các ưu đãi về thu nhập.
- + Phân loại và lập phương án xử lý lao động dôi dư và phương án hỗ trợ kinh phí đào tạo;

+ Tư vấn các chế độ bảo hiểm, hưu trí, các quyền lợi khác của người lao động...

+ Chế độ ưu đãi cho người lao động;

+ Xây dựng cơ cấu tổ chức công ty sau CPH.

Bước 4: Lập phương án CPH

- Giới thiệu về công ty: Mô tả khái quát quá trình thành lập sản xuất kinh doanh của công ty trong 3-5 năm liền kề trước khi CPH công ty và mô hình tổ chức công ty, tình hình và kết quả hoạt động.

- Đánh giá thực trạng của công ty ở thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp, bao gồm: (1) Thực trạng về tài sản (bao gồm cả diện tích đất được giao hoặc thuê); (2) Thực trạng về tài chính công nợ; (3) Thực trạng về lao động; (4) Những vấn đề cần tiếp tục xử lý.

- Phương án sắp xếp lại lao động.

- Phương án sản xuất kinh doanh trong 3-5 năm tiếp theo, trong đó nêu:

+ Phương án cơ cấu lại doanh nghiệp khi chuyển thành CTCP.

+ Kế hoạch sản xuất kinh doanh của các năm tiếp theo về sản phẩm, sản lượng, thị trường, lợi nhuận... và các giải pháp về vốn, nguyên liệu, tổ chức sản xuất, lao động, tiền lương...

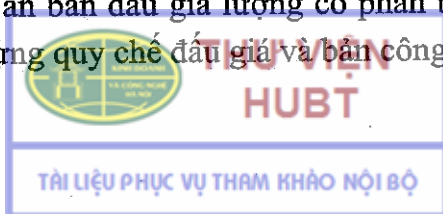
- Phương án CPH: (1) Hình thức CPH, vốn điều lệ theo yêu cầu hoạt động kinh doanh của công ty; (2) Dự kiến cơ cấu vốn điều lệ; (3) Phương thức phát hành cổ phiếu.

- Dự thảo điều lệ tổ chức và hoạt động của CTCP theo qui định.

Bước 5: Tư vấn thực hiện bán đấu giá cổ phần

Các công việc thực hiện bao gồm:

+ Lập phương án bán đấu giá lượng cổ phần bán ra ngoài: xác định giá sàn, xây dựng quy chế đấu giá và bản công bố thông tin;



+ Thông báo công khai trên các phương tiện thông tin đại chúng giá sàn và số lượng cổ phần bán ra bên ngoài;

+ Chuẩn bị các mẫu biểu, tổ chức nhận đăng ký, thu tiền đặt cọc mua cổ phần của nhà đầu tư bên ngoài;

+ Lập danh sách nhà đầu tư đăng ký hợp lệ và xác định mức độ ưu tiên đối với từng nhà đầu tư;

+ Tổ chức buổi đấu giá bán cổ phần ra bên ngoài: Gửi phiếu tham dự đấu giá đến nhà đầu tư, lập chương trình, soạn thảo các văn bản, chuẩn bị phần mềm đấu giá,...Thực hiện đấu giá, xác định danh sách được mua cổ phần;

+ Thu tiền bán đấu giá cổ phần của các nhà đầu tư và chuyển về cho Cơ quan Nhà nước theo quy định;

QUY TRÌNH TƯ VẤN CỔ PHẦN HOÁ CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN X

Bước 1: Thu thập thông tin về doanh nghiệp CPH

Căn cứ vào đề án tổng thể sắp xếp, đổi mới DNNN đã được Chính phủ phê duyệt cho từng Bộ, Tỉnh và các Tổng công ty trong toàn quốc (tài liệu do bộ phận tiếp thị thu thập), cán bộ tư vấn tiến hành đánh giá, phân loại theo những tiêu chí sau: (1) Ngành nghề doanh nghiệp đang hoạt động; (2) Quy mô doanh nghiệp; (3) Lịch trình thực hiện CPH theo đề án được duyệt; (4) Địa bàn đơn vị đặt trụ sở chính. Sau đó tiến hành lập danh sách và đề xuất các doanh nghiệp có tính khả thi cần tiếp cận với phụ trách bộ phận.

Bước 2: Tiến hành tiếp xúc, đánh giá nhu cầu, đề xuất ký kết hợp đồng.

Sau khi có ý kiến của phụ trách bộ phận, cán bộ tư vấn kết hợp với bộ phận tiếp thị lên kế hoạch tiếp cận các đơn vị đó và lên danh sách (trực tiếp hoặc đề xuất gặp gỡ của lãnh đạo hai bên). Mục đích

chính của giai đoạn này là tập trung khai thác những vấn đề sau: (1) Tìm hiểu nhu cầu tư vấn cụ thể tại đơn vị; (2); Tiến độ CPH tại đơn vị (xem hiện nay đơn vị đang ở giai đoạn nào của quá trình CPH); (3) Những khó khăn, vướng mắc hiện đơn vị đang gặp phải; (4) Khi đó đánh giá được hiện trạng cũng như nhu cầu của đơn vị, bộ phận tư vấn sẽ có báo cáo ban lãnh đạo và đề xuất việc ký kết hợp đồng, tiến hành đàm phán với đơn vị để đi đến quyết định cuối cùng.

Bước 3: Thực hiện các nội dung tư vấn CPH

Căn cứ vào đặc điểm cụ thể, khả năng của Công ty, nhu cầu tư vấn của từng đơn vị (được thể hiện trong hợp đồng ký kết) bộ phận tư vấn sẽ thực hiện một hoặc nhiều trong những công việc đã được liệt kê tại phần đầu quy trình này.

1. Chuẩn bị hồ sơ, tài liệu:

Sau khi doanh nghiệp có quyết định CPH của cơ quan có thẩm quyền, công ty phối hợp cùng với Ban đổi mới quản lý tại doanh nghiệp chuẩn bị các tài liệu: (1) Hồ sơ pháp lý khi thành lập DNNN; (2) Hồ sơ pháp lý về quyền quản lý và sử dụng tài sản tại doanh nghiệp (bao gồm cả diện tích đất được giao hoặc thuê); (3) Hồ sơ về tình hình công nợ (đặc biệt là các khoản nợ tồn đọng); (4) Hồ sơ về vật tư hàng hoá ứ đọng, kém, mất phẩm chất; (5) Hồ sơ các công trình đầu tư xây dựng; (6) Báo cáo tài chính của doanh nghiệp đến thời điểm định giá; (7) Lập danh sách lao động thường xuyên của doanh nghiệp tại thời điểm có quyết định CPH, tiến hành phân loại lao động theo các đối tượng thuộc hợp đồng không xác định thời hạn, hợp đồng có thời hạn từ 1 đến 3 năm, hợp đồng ngắn hạn... và dự kiến danh sách lao động được mua cổ phần ưu đãi và cổ phần trả chậm; (8) Dự toán chi phí CPH theo chế độ quy định.



2. Tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp:

Hồ sơ xác định giá trị doanh nghiệp gồm: (1) Báo cáo tài chính và báo cáo quyết toán thuế tại thời điểm định giá; (2) Báo cáo kết quả kiểm kê và xác định giá trị tài sản doanh nghiệp; (3) Bản sao hồ sơ chi tiết những vấn đề vướng mắc đề nghị được xử lý; (4) Các tài liệu cần thiết khác (tùy theo phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp). Căn cứ hồ sơ xác định giá trị đó được cung cấp, công ty sẽ thực hiện xác định giá trị doanh nghiệp theo đúng hướng dẫn tại qui định của Nhà nước.

3. Xây dựng phương án bán cổ phần ưu đãi, sắp xếp và sử dụng lao động.

- Căn cứ vào danh sách lao động thường xuyên tại thời điểm CPH, Ban đổi mới quản lý tại doanh nghiệp kết hợp với công đoàn để xây dựng phương án bán cổ phần ưu đãi theo hướng dẫn.

- Phương án sắp xếp và sử dụng lao động sẽ được xây dựng và tập hợp trên cơ sở các danh sách lao động được lập bởi doanh nghiệp CPH theo hướng dẫn về chính sách đối với lao động dôi dư.

4. Xây dựng phương án CPH và dự thảo điều lệ tổ chức hoạt động của CTCP:

- Phương án CPH sẽ được xây dựng theo mẫu.

- Điều lệ tổ chức hoạt động của CTCP căn cứ theo Luật Doanh nghiệp và Điều lệ mẫu.

5. Bảo vệ thủ tục phương án CPH và dự thảo điều lệ, hoàn thiện và công khai phương án:

- Sau khi đơn vị đó có quyết định chính thức về giá trị doanh nghiệp của Cơ quan quyết định CPH, Ban đổi mới quản lý tại doanh nghiệp sẽ hoàn thiện lại phương án, điều lệ, công khai thảo



luận, lấy ý kiến tại Hội nghị công nhân viên chức bất thường trong doanh nghiệp.

CTCK X và Doanh nghiệp tổ chức làm việc với Ban đổi mới và phát triển doanh nghiệp (Bộ phận chuyên trách của cơ quan quyết định CPH hoặc của Tổng công ty nếu doanh nghiệp CPH là thành viên) để bảo vệ thử phương án và điều lệ để tiếp nhận những ý kiến đóng góp để điều chỉnh phương án, điều lệ cho phù hợp tạo ra tính thuyết phục của phương án CPH.

6. Trình Ban đổi mới và phát triển doanh nghiệp Phương án CPH chính thức để cơ quan có thẩm quyền ra quyết định về CPH.

7. Tổ chức thực hiện phương án CPH:

- Tổ chức bán cổ phần cho người lao động và bán cho đối tượng bên ngoài: Sau khi phương án CPH đã được phê duyệt, công ty và Ban đổi mới quản lý tại doanh nghiệp sẽ mở sổ đăng ký mua cổ phần đồng thời lựa chọn hình thức cổ phiếu của CTCP theo hướng dẫn. Trong trường hợp doanh nghiệp có yêu cầu công ty thực hiện bảo lãnh phát hành đối với số lượng cổ phần bán ra bên ngoài, bộ phận tư vấn có trách nhiệm thông báo và hỗ trợ bộ phận bảo lãnh phát hành tiến hành khảo sát doanh nghiệp, xây dựng phương án bảo lãnh phát hành trước khi tổ chức thực hiện việc bán đấu giá.

- Tổ chức đại hội cổ đông thành lập: Sau khi đã hoàn tất việc bán cổ phần cho người lao động trong doanh nghiệp và các đối tượng bên ngoài, Công ty và Ban đổi mới quản lý tại doanh nghiệp sẽ chuẩn bị các điều kiện, thủ tục cần thiết để tiến hành tổ chức đại hội cổ đông thành lập

- Hoàn tất các thủ tục chuyển đổi và bàn giao doanh nghiệp: (a) Đăng ký kinh doanh; (b) Thực hiện bàn giao doanh nghiệp và ra mắt CTCP; (c) Đăng ký lại tài sản của doanh nghiệp.



Bước 4 : Giải quyết những công việc còn tồn đọng, thanh lý hợp đồng tư vấn và tiến hành lưu giữ hồ sơ

Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động tư vấn cổ phần hóa của công ty chứng khoán

a. Nhóm nhân tố khách quan

Nhân tố khách quan ảnh hưởng đến hoạt động tư vấn CPH của CTCK là các nhân tố thuộc về môi trường kinh tế vĩ mô.

- Môi trường kinh tế

Các CTCK và các doanh nghiệp được CPH là một thực thể kinh tế, do vậy các doanh nghiệp phải hoạt động trong một môi trường kinh tế nhất định. Môi trường kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng kinh tế, lạm phát, tỷ giá ngoại tệ, lãi suất, các chỉ số trên thị trường chứng khoán... Mặc dù môi trường kinh tế mang tính chất như yếu tố khách quan nhưng sự tác động của chúng tới hoạt động tư vấn CPH của CTCK lại là tác động một cách trực tiếp trong đó nhấn mạnh vào sự phát triển của thị trường chứng khoán. Với một thị trường phát triển và hoạt động hiệu quả, cổ phần của doanh nghiệp CPH khi được giao dịch trên TTCK sẽ tăng tính thanh khoản do vậy chi phí giao dịch thấp. Điều này có lợi cho các nhà đầu tư, thành công của đợt chào bán cổ phần sẽ cao hơn. Tư vấn CPH bao gồm cả nội dung chào bán cổ phần, như vậy rõ ràng hiệu quả hoạt động tư vấn CPH của CTCK sẽ tăng lên khi thị trường vốn và TTCK phát triển ở một mức độ thích hợp.

- Môi trường pháp lý

Nhân tố này ảnh hưởng đến hoạt động tư vấn CPH của các CTCK một cách trực tiếp nhất. Chính nhờ có chủ trương CPH của Chính phủ mà nhu cầu về hoạt động tư vấn CPH mới được hình thành. Một cơ sở pháp lý về CPH nói riêng mà hoàn thiện và cụ thể sẽ là điều kiện

vững chắc cho doanh nghiệp CPH và tạo điều kiện thuận lợi cho tổ chức thực hiện tư vấn CPH. Ngoài ra cơ sở pháp lý đầy đủ sẽ giúp cho doanh nghiệp mạnh dạn hơn trong quá trình CPH.

Môi trường pháp lý mặc dù không ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động tư vấn CPH của CTCK nhưng việc quyết định tự thực hiện quy trình CPH hay thuê một tổ chức tư vấn của các cấp chủ quản sẽ có thể làm tăng hay giảm thị trường hoạt động dịch vụ này của các CTCK.

- Nhu cầu doanh nghiệp CPH

Nhu cầu thể hiện ở mức độ mà doanh nghiệp CPH thuê công ty tư vấn. Nội dung của tiến trình CPH doanh nghiệp có rất nhiều giai đoạn và mỗi giai đoạn lại có nhiều bước cụ thể. Doanh nghiệp có thể tự mình thực hiện hoặc thuê CTCK tư vấn cho mình. Các CTCK ưa thích hình thức thuê tư vấn trọn gói hơn vì CTCK có thể chủ động đưa ra các phương án của mình dựa trên sự nghiên cứu cụ thể tình hình thực tế của doanh nghiệp. CTCK sẽ đưa ra những giải pháp tốt nhất để doanh nghiệp lựa chọn thực hiện.

- Sự cạnh tranh trong hoạt động tư vấn CPH

Trong lĩnh vực tư vấn tài chính nói chung và nghiệp vụ tư vấn CPH nói riêng luôn tồn tại sự cạnh tranh gay gắt. Khi có cạnh tranh, các doanh nghiệp CPH sẽ có nhiều lựa chọn cho quy trình CPH của mình đồng thời chi phí cũng giảm bớt do các CTCK giảm phí tư vấn để thu hút khách hàng. Điều này đồng nghĩa với hoạt động của các CTCK khó khăn hơn, đòi hỏi các công ty phải nâng cao chất lượng phục vụ của mình, từ đó nâng cao hiệu quả quá trình CPH nói chung.

b. Nhóm nhân tố chủ quan

Những nhân tố khách quan kể trên là không thể tránh khỏi và luôn luôn có tác động đến hiệu quả hoạt động nghiệp vụ tư vấn CPH



của CTCK. Ngoài các nguyên nhân đó, bản thân CTCK với tư cách là tổ chức tư vấn lại có ảnh hưởng quyết định tới hoạt động này.

- Cơ sở vật chất của CTCK

Bao gồm hệ thống máy móc, thiết bị phục vụ cho quá trình tư vấn. CPH là một quá trình phức tạp, nhất là khâu định giá tài sản, bán đấu giá cổ phần... Để thực hiện được những công việc đó đòi hỏi phải có những công nghệ, thiết bị hiện đại, hệ thống phần mềm có khả năng xử lý những công việc phức tạp. Đáp ứng được những điều kiện trên là một lợi thế cạnh tranh của CTCK. Các doanh nghiệp CPH sẽ đánh giá cao những công ty có đủ điều kiện cơ sở vật chất làm tổ chức tư vấn cho doanh nghiệp mình.

- Điều kiện về nhân sự

Hoạt động trong lĩnh vực tài chính đòi hỏi nhân viên của các CTCK nhất là những nhân viên thuộc bộ phận tư vấn CPH phải có trình độ chuyên môn sâu rộng về lĩnh vực CPH cũng như kiến thức về TTCK. Với điều kiện cơ sở vật chất hiện đại đòi hỏi cần có những người biết sử dụng chúng có hiệu quả. Uy tín của CTCK, trong những yếu tố thu hút các doanh nghiệp tìm đến công ty là do có đội ngũ nhân viên đáng tin cậy.

- Quy mô vốn kinh doanh

Quy mô vốn kinh doanh nói chung và quy mô vốn mà CTCK dành riêng cho hoạt động tư vấn CPH sẽ ảnh hưởng tới sự phát triển của hoạt động này. Trên cơ sở nguồn vốn của mình công ty mới định ra được nguồn vốn đầu tư cho phát triển nguồn nhân lực, xây dựng các điều kiện về cơ sở vật chất cũng như đầu tư cho các nghiệp vụ khác của công ty hỗ trợ cho sự phát triển dịch vụ tư vấn CPH.

- Các nhân tố khác

Như uy tín sẵn có của công ty, các mối quan hệ mà công ty có được cũng là những nhân tố ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của nghiệp vụ tư vấn CPH.

5.2.2. Tư vấn đấu giá cổ phần

Tư vấn đấu giá cổ phần là một nghiệp vụ của CTCK trong đó CTCK sẽ tư vấn thủ tục và các bước cần thiết để tiến hành đấu giá cổ phần cho doanh nghiệp.

Công việc này bao gồm tư vấn tổ chức thăm dò nhà đầu tư để xác định mức độ quan tâm và giá có thể phát hành, tư vấn hỗ trợ doanh nghiệp tổ chức giới thiệu công ty với công chúng và tư vấn hỗ trợ doanh nghiệp giải thích các vướng mắc của nhà đầu tư trong quá trình công bố thông tin, tư vấn xây dựng bản công bố thông tin, tư vấn xây dựng quy chế đấu giá, tư vấn thủ tục pháp lý, tư vấn xác định giá khởi điểm... với mục đích đảm bảo sự thành công của đợt phát hành, tạo giá trị vốn huy động tối ưu và nâng cao tính thanh khoản của chứng khoán sau khi phát hành.

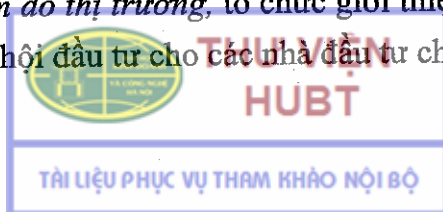
Hoạt động tư vấn đấu giá cổ phần không chỉ thực hiện để phục vụ cho việc chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa mà còn áp dụng đối với các công ty cổ phần phát hành bổ sung cổ phiếu ra công chúng.

Quy trình tư vấn đấu giá cổ phần

- Tìm hiểu, thu thập và xử lý thông tin về khách hàng

Đây là bước tiền đề cho hoạt động tư vấn đấu giá cổ phần. Quá trình tiếp xúc khách hàng giúp đơn vị tư vấn đấu giá nắm bắt sơ bộ về doanh nghiệp và lập kế hoạch về trình tự, tiến độ thực hiện công việc tư vấn đấu giá (bản chào dịch vụ tư vấn đấu giá).

- Tổ chức thăm dò thị trường, tổ chức giới thiệu về tổ chức phát hành, trình bày cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư chiến lược



Đây là một nội dung quan trọng của công tác triển khai thực hiện đấu giá. Việc tổ chức giới thiệu về tổ chức phát hành, trình bày cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư sẽ cung cấp cho nhà đầu tư những điều cần biết về tổ chức phát hành, tiềm năng phát triển của công ty. Điều này không chỉ giúp nhà đầu tư có cái nhìn tổng quát và sâu sắc về tổ chức phát hành, từ đó đưa ra chiến lược đầu tư hợp lý mà còn thu hút thêm sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư khác. Bên cạnh đó, việc tổ chức thăm dò thị trường sẽ giúp cho tổ chức phát hành nắm được khả năng thành công của đợt chào bán đến đâu, các nhà đầu tư có quan tâm đến cổ phần của doanh nghiệp không, từ đó đưa ra quyết định có chào bán cổ phần hay không, lựa chọn hình thức chào bán nào hoặc đề ra các chiến lược hỗ trợ hợp lý để thu hút sự tham gia đầu tư của công chúng, đảm bảo sự thành công của đợt đấu giá.

Thông thường, doanh nghiệp sẽ thuê tổ chức tư vấn thực hiện công việc này, vì tổ chức tư vấn có nghiệp vụ chuyên môn, am hiểu thị trường chứng khoán và nhà đầu tư, đồng thời có mạng lưới hoạt động rộng khắp nên việc điều tra có thể thực hiện trên quy mô lớn, kết quả đáng tin cậy.

Khi đã quyết định lựa chọn hình thức chào bán thông qua đấu giá, các công việc tiếp theo sẽ được triển khai.

- Thành lập ban tổ chức đấu giá

Việc thành lập ban tổ chức đấu giá sẽ do Hội đồng quản trị quyết định với thành viên là đại diện tổ chức phát hành, tổ chức tư vấn và đại diện Sở giao dịch.

Ban tổ chức đấu giá sẽ hoàn tất các thủ tục liên quan đến cổ phần hóa hoặc thủ tục liên quan đến phát hành chứng khoán ra công chúng và gửi đơn đăng ký tổ chức bán đấu giá cho Sở giao dịch chứng khoán (nếu đăng ký bán qua Sở) hoặc ký hợp đồng với tổ chức tài chính

trung gian nếu bán qua các tổ chức này. Đồng thời phối hợp với tổ chức bán đấu giá để công bố công khai cho các nhà đầu tư các thông tin liên quan đến doanh nghiệp và cuộc đấu giá.

- Xác định giá khởi điểm

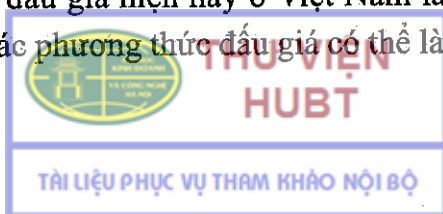
Giá khởi điểm là mức giá ban đầu của một cổ phần được chào bán ra bên ngoài do cơ quan quyết định cổ phần hoá quyết định hoặc do đơn vị tư vấn đưa ra.

Giá trị doanh nghiệp được xác định khi doanh nghiệp thực hiện quá trình cổ phần hóa, do đó có thể xác định ngay giá chào bán cổ phần lần đầu. Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp do khung pháp lý quy định, thông thường là phương pháp tài sản, phương pháp so sánh, phương pháp chiết khấu dòng tiền. Sau khi tính giá trị doanh nghiệp chúng ta sẽ tính giá chào bán cổ phần tối thiểu.

Việc xác định giá khởi điểm thường do tổ chức có chức năng định giá do Bộ Tài chính cấp phép thực hiện (thường là công ty kiểm toán, CTCK).

- Xây dựng quy chế đấu giá

Quy chế đấu giá là một văn bản pháp lý trong đó quy định rõ ràng các nội dung áp dụng đối với việc tổ chức bán đấu giá cổ phần lần đầu của doanh nghiệp. Quy chế đấu giá được xây dựng chủ yếu dựa vào các văn bản quy phạm pháp luật điều chỉnh đấu giá cổ phần nói chung và nó xác định cụ thể ban chỉ đạo đấu giá, tổ chức phát hành, đại lý đấu giá, địa điểm đấu giá, thời gian đấu giá, phương thức và hình thức đấu giá cho đợt phát hành của từng doanh nghiệp cụ thể. Trong đó quan trọng nhất phải kể đến là đấu giá theo phương thức và hình thức nào. Đối với phát hành trái phiếu doanh nghiệp có thể lựa chọn một trong hai hình thức Hà Lan hoặc Mỹ. Đối với phát hành cổ phần, hình thức đấu giá hiện nay ở Việt Nam là kiểu Mỹ (cơ chế đấu thầu đa giá). Các phương thức đấu giá có thể là đấu giá tại doanh



nghiệp (áp dụng đối với giá trị phát hành thấp), đấu giá tại tổ chức trung gian hoặc đấu giá tại Sở giao dịch chứng khoán (áp dụng đối với giá trị phát hành lớn).

Thông thường, Luật Chứng khoán mỗi nước quy định các hình thức đấu giá được phép áp dụng và các mức cổ phần bắt buộc cho mỗi phương thức đấu giá. Doanh nghiệp có thể lựa chọn cho phù hợp với các tiêu chí đã đặt ra của đợt phát hành.

- Xây dựng bản công bố thông tin

Bản công bố thông tin là một văn bản cung cấp đầy đủ mọi thông tin liên quan đến đợt đấu giá và bản thân tổ chức phát hành.

Các thông tin đưa ra phải hoàn toàn chính xác, đầy đủ làm cơ sở cho việc ra quyết định của nhà đầu tư. Việc xây dựng bản công bố thông tin phải tuyệt đối tuân thủ theo các quy định của luật pháp, đảm bảo nguyên tắc công khai trên thị trường chứng khoán.

- Hợp ban chỉ đạo đấu giá và phê duyệt kế hoạch đấu giá cổ phần

Ban chỉ đạo đấu giá sẽ có một buổi họp nhằm thống nhất và thông qua quy chế đấu giá, bản công bố thông tin và lộ trình triển khai đấu giá. Sau khi thống nhất, tất cả sẽ nộp lên cơ quan có thẩm quyền phê duyệt và công bố rộng rãi ra công chúng.

- Niêm yết thông tin

Niêm yết thông tin là nội dung quan trọng của giai đoạn triển khai đấu giá bởi lẽ thông tin được công bố công khai, rộng rãi, đầy đủ mới thu hút được sự chú ý của công chúng đầu tư. Mặt khác, các nhà đầu tư sẽ tiết kiệm được thời gian và chi phí tìm kiếm thông tin, các cơ quan ban ngành dễ dàng quản lý đợt chào bán. Thông tin có công khai, rõ ràng, minh bạch mới tạo được lòng tin cho công chúng đầu tư vào tổ chức phát hành.

Việc niêm yết thông tin bao gồm các thông tin liên quan đến đợt bán đấu giá cổ phần và các tài liệu như quy chế đấu giá, báo cáo tài chính doanh nghiệp... Mọi thông tin đều được các cơ quan thực hiện đấu giá công bố qua đài phát thanh và truyền hình, báo, tạp chí, internet. Ngoài ra nhà đầu tư có thể đến tận doanh nghiệp, Sở giao dịch hay CTCK để nhận thông tin.

- Thực hiện các thủ tục đăng ký tham dự đấu giá cho nhà đầu tư

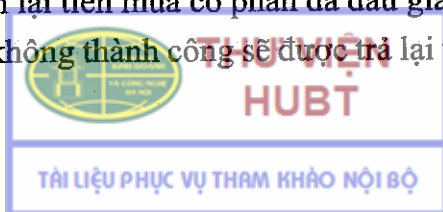
Công việc này bao gồm phát tài liệu đấu giá, hồ sơ đăng ký, thu tiền cọc, lập danh sách nhà đầu tư tham dự đấu giá. Mọi thông tin về nhà đầu tư sẽ được nhập vào hệ thống máy tính nối mạng tại địa điểm đấu giá. Nhà đầu tư sẽ phải nộp tiền đặt cọc theo một tỷ lệ nhất định so với tổng giá trị cổ phần đặt mua tính theo giá khởi điểm (nay là 10%). Hệ thống máy tính sẽ lập ra danh sách các nhà đầu tư tham dự đấu giá và các thông tin có liên quan. Thông tin về tổng số lượng cổ phần đăng ký mua, số lượng nhà đầu tư tham gia cuộc đấu giá (cá nhân và tổ chức) được công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng và là cơ sở quan trọng cho nhà đầu tư bỏ giá thầu.

- Thực hiện đấu giá

Đấu giá cổ phần được thực hiện theo phương thức bỏ phiếu kín, phiếu đấu giá nào không đảm bảo các quy định của quy chế đấu giá sẽ bị loại. Việc xác định kết quả đấu giá trên cơ sở nguyên tắc ưu tiên về giá. Kết thúc cuộc đấu giá, kết quả được công bố tới mọi nhà đầu tư tham gia mua cổ phần và công bố ra công chúng

- Thanh toán và phân phối cổ phiếu

Sau khi kết thúc cuộc đấu giá những nhà đầu tư trúng thầu sẽ được nhận cổ phiếu (chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ...) và họ phải thanh toán phần còn lại tiền mua cổ phần đã đấu giá thành công. Các nhà đầu tư đấu giá không thành công sẽ được trả lại tiền đặt cọc. Thời



hạn thanh toán tiền và cổ phiếu được thực hiện theo quy chế đấu giá và quy định của pháp luật.

- Giải quyết thắc mắc, khiếu nại và xử lý các vi phạm

Sau đợt đấu giá, có thể phát sinh ra nhiều tranh chấp. Việc giải quyết thắc mắc, khiếu nại hay xử lý vi phạm của người tham gia đấu giá được quy chế đấu giá quy định, đảm bảo sự minh bạch, rõ ràng và công bằng cho đợt chào bán của tổ chức phát hành.

Tóm lại, có rất nhiều công việc cần thực hiện trước, trong và sau đợt đấu giá. Có những việc doanh nghiệp có thể tự làm được nhưng cũng có những công việc phức tạp mà doanh nghiệp cần phải có tổ chức có trình độ chuyên môn cao, tư vấn cho doanh nghiệp thực hiện.

5.2.3. Nghiệp vụ tư vấn niêm yết chứng khoán

Tư vấn niêm yết là việc nhân viên tư vấn dựa vào những kỹ năng chuyên môn, hiểu biết về pháp luật và kinh nghiệm thực tế về niêm yết chứng khoán để giúp doanh nghiệp đưa chứng khoán lên niêm yết và giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán một cách nhanh chóng và hiệu quả.

Tuy nhiên, tư vấn niêm yết không đơn giản là giúp doanh nghiệp thực hiện các thủ tục mà quan trọng hơn là vạch ra cho doanh nghiệp một chiến lược tổng thể khi lên niêm yết. Tùy vào mức độ yêu cầu của doanh nghiệp mà nhân viên tư vấn sẽ đưa ra hướng tư vấn phù hợp.

Nội dung tư vấn niêm yết

- Tư vấn trước niêm yết

+ Giúp doanh nghiệp nhận thức về niêm yết chứng khoán

Thực tế cho thấy, rất nhiều doanh nghiệp không thấy hết được thuận lợi và bất lợi khi trở thành công ty niêm yết. Nhiệm vụ của các chuyên gia tư vấn lúc này là làm cho doanh nghiệp hiểu rõ niêm yết

chứng khoán mang lại những thuận lợi gì và làm thế nào để có thể khắc phục được bất lợi của việc niêm yết chứng khoán.

+ Tư vấn lựa chọn nơi niêm yết

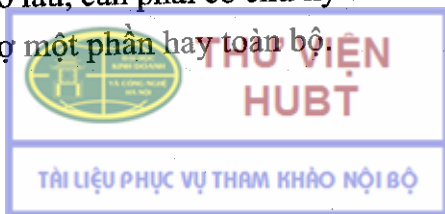
Mỗi quốc gia có thể thành lập nhiều Sở giao dịch chứng khoán hoặc nhiều thị trường giao dịch chứng khoán. Mỗi thị trường có những quy định về niêm yết, công bố thông tin riêng và có những lợi thế riêng. Tùy thuộc vào đặc điểm ngành nghề, địa bàn kinh doanh, khả năng đáp ứng các tiêu chuẩn niêm yết của doanh nghiệp mà chuyên gia tư vấn sẽ tư vấn cho doanh nghiệp nên lựa chọn Sở giao dịch hoặc thị trường giao dịch nào.

+ Tư vấn thời điểm niêm yết

Đây cũng là vấn đề hết sức quan trọng được các doanh nghiệp quan tâm. Chẳng hạn trong giai đoạn thị trường giảm mạnh thì việc niêm yết vào thời điểm này sẽ gặp nhiều bất lợi do khó có thể thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư. Căn cứ vào tiến độ hoàn thành các thủ tục, tình hình thực tiễn thị trường và quan trọng là dự đoán xu hướng thị trường vào thời điểm niêm yết các chuyên gia tư vấn sẽ tư vấn thời điểm cụ thể để niêm yết.

+ Tư vấn về trình tự các bước niêm yết chứng khoán

Để giúp các doanh nghiệp hiểu phần nào quy trình trình niêm yết và các công việc doanh nghiệp cần phải chuẩn bị trong thời gian chuẩn bị niêm yết, các chuyên gia tư vấn sẽ khái quát trình tự các bước thực hiện niêm yết từ khâu lập hồ sơ, Sở giao dịch chứng khoán thẩm định và xét duyệt hồ sơ đến khâu cấp phép niêm yết, đăng ký niêm yết, công bố thông tin và lưu ký chứng khoán. Trong mỗi bước các chuyên gia tư vấn sẽ cho doanh nghiệp biết họ phải chuẩn bị những gì, trong bao lâu, cần phải có chữ ký của ai và khâu nào đơn vị tư vấn có thể hỗ trợ một phần hay toàn bộ.



+ Thực hiện định giá doanh nghiệp

Để xác định giá trị thực của cổ phiếu và có cơ sở xác định giá tham chiếu vào ngày giao dịch lần đầu tiên niêm yết, các chuyên gia tư vấn tiến hành định giá doanh nghiệp. Căn cứ vào những thông tin về tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cộng với kinh nghiệm thực tiễn và hiểu biết của chuyên gia tư vấn, các chuyên gia sẽ xác định mức giá chào sàn hợp lý.

- Hồ trợ doanh nghiệp chuẩn bị hồ sơ niêm yết

Căn cứ vào loại chứng khoán niêm yết là cổ phiếu, trái phiếu hay chứng chỉ quỹ đầu tư và nơi niêm yết mà doanh nghiệp niêm yết phải chuẩn bị hồ sơ niêm yết riêng gồm nhiều tài liệu khác nhau. Tổ chức tư vấn sẽ hỗ trợ doanh nghiệp với các nội dung sau:

+ Hướng dẫn doanh nghiệp làm đơn xin niêm yết theo mẫu của Sở giao dịch.

+ Hướng dẫn hoàn thiện các tài liệu khác trong bộ hồ sơ như danh sách và sơ yếu lý lịch thành viên Hội đồng quản trị, ban giám đốc, ban kiểm soát; bản cam kết của thành viên, hội đồng quản trị, ban giám đốc, ban kiểm soát về nắm giữ cổ phiếu theo quy định của pháp luật và các tài liệu có liên quan khác.

+ Hỗ trợ doanh nghiệp trong việc báo cáo tài chính; hỗ trợ doanh nghiệp trong việc lựa chọn tổ chức kiểm toán; kiểm tra lại các báo cáo tài chính và căn cứ vào ý kiến ghi trong báo cáo kiểm toán để đưa ra hướng tư vấn cụ thể.

+ Hỗ trợ doanh nghiệp làm bản cáo bạch. Bản cáo bạch có thể do doanh nghiệp tự lập hoặc do tổ chức tư vấn lập hộ doanh nghiệp. Trong trường hợp Bản cáo bạch do doanh nghiệp lập chuyên gia sẽ phải xem xét và đánh giá để đảm bảo các yêu cầu như: bản cáo bạch đã lập theo đúng mẫu của Sở giao dịch chứng khoán hay chưa; có đầy

đủ thông tin cần thiết, trung thực rõ ràng để giúp nhà đầu tư đánh giá đúng thông tin về tình hình tài chính, tình hình hoạt động kinh doanh và triển vọng phát triển của tổ chức niêm yết; các số liệu tài chính trong bản cáo bạch có phù hợp với số liệu của báo cáo tài chính đã được kiểm toán trong hồ sơ niêm yết; có chữ ký của Chủ tịch HĐQT, trưởng BKS, giám đốc, tổng giám đốc, kế toán trưởng của tổ chức niêm yết (Trường hợp ký đại diện phải có giấy ủy quyền); theo dõi, bổ sung, chỉnh sửa hồ sơ theo hướng dẫn của Sở giao dịch chứng khoán.

- Hỗ trợ doanh nghiệp các thủ tục đăng ký niêm yết

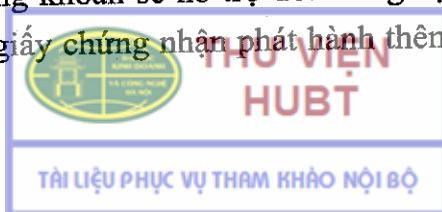
Sau khi nhận giấy phép niêm yết, tổ chức tư vấn sẽ hỗ trợ doanh nghiệp các thủ tục để đăng ký niêm yết tại Sở giao dịch, bao gồm:

- + Lập hồ sơ đăng ký niêm yết nộp cho Sở giao dịch.
- + Công bố thông tin về niêm yết chứng khoán trên hệ thống thông tin của Sở giao dịch với các nhà đầu tư thông qua mạng lưới chi nhánh của công ty chứng khoán. Các thông tin bao gồm: tên công ty, mã chứng khoán niêm yết, số lượng chứng khoán niêm yết, ngày niêm yết, ngày chính thức giao dịch.

- Cung cấp dịch vụ sau niêm yết

Sau khi chứng khoán của doanh nghiệp chính thức được giao dịch trên Sở, công ty chứng khoán tiếp tục hỗ trợ doanh nghiệp với các dịch vụ sau:

- + Quản lý sổ cổ đông của các cổ đông mở tài khoản tại công ty.
- + Hỗ trợ doanh nghiệp công bố thông tin.
- + Trong trường hợp doanh nghiệp có nhu cầu phát hành thêm cổ phần, công ty chứng khoán sẽ hỗ trợ doanh nghiệp các thủ tục cần thiết để được cấp giấy chứng nhận phát hành thêm và nhận làm đại

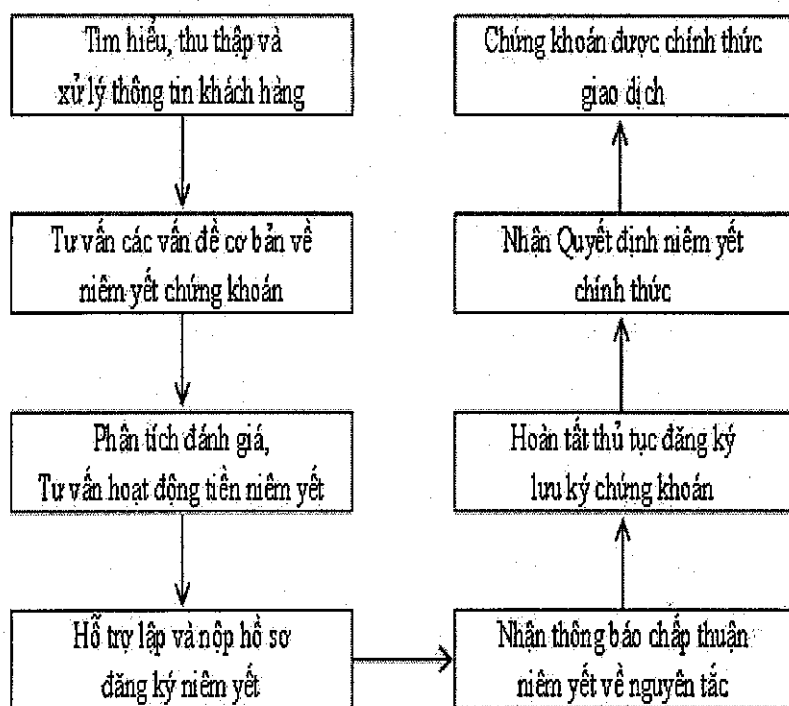


lý phát hành, đại lý đầu giá cũng như tư vấn các kỹ thuật cần thiết để đảm bảo sự thành công của đợt phát hành.

+ Tư vấn về quản trị tài chính doanh nghiệp để đảm bảo cho doanh nghiệp phát triển bền vững sau khi niêm yết.

+ Tư vấn cho doanh nghiệp cách thức đối phó với những sự kiện bất thường sau niêm yết như chứng khoán không có giao dịch, ngừng giao dịch, cách thức giải trình khi có sự biến động bất thường của giá chứng khoán...

Quy trình tư vấn niêm yết



Nhìn chung, quy trình tư vấn niêm yết gồm các bước cơ bản sau:

- *Tìm hiểu, thu thập và xử lý thông tin khách hàng.* Đây là bước tiền đề cho hoạt động tư vấn niêm yết. Quá trình tiếp xúc khách hàng giúp đơn vị tư vấn niêm yết nắm bắt sơ bộ về doanh nghiệp niêm yết

và lập kế hoạch về trình tự, tiến độ thực hiện công việc tư vấn niêm yết (bản chào dịch vụ tư vấn niêm yết).

- *Tư vấn các vấn đề cơ bản về niêm yết.*

Căn cứ vào thực tiễn của doanh nghiệp niêm yết, công ty chứng khoán sẽ giúp doanh nghiệp nhận thức được thuận lợi và bất lợi của niêm yết chứng khoán nói chung và của từng địa điểm niêm yết nói riêng, điều kiện niêm yết chứng khoán, thủ tục niêm yết chứng khoán.

- *Phân tích, đánh giá, tư vấn hoạt động tiền niêm yết.*

Trên cơ sở phân tích, đánh giá về doanh nghiệp niêm yết, tình hình thị trường, công ty chứng khoán sẽ tư vấn lựa chọn nơi niêm yết, thời điểm niêm yết, giá chào sàn...

- *Hỗ trợ lập và nộp hồ sơ niêm yết*

Công ty chứng khoán sẽ hỗ trợ doanh nghiệp trong lập hồ sơ niêm yết và tiến hành nộp hồ sơ niêm yết cho Sở giao dịch chứng khoán. Hồ sơ niêm yết phải có đầy đủ thông tin và giấy tờ theo yêu cầu của Sở giao dịch chứng khoán bao gồm các giấy tờ chủ yếu sau:

+ Giấy đăng ký niêm yết;

+ Quyết định của Đại hội đồng cổ đông thông qua việc niêm yết cổ phiếu;

+ Sổ đăng ký cổ đông của tổ chức đăng ký niêm yết được lập trong thời hạn 01 tháng trước thời điểm nộp hồ sơ đăng ký niêm yết;

+ Điều lệ công ty;

+ Quy chế quản trị công ty của tổ chức niêm yết;

+ Bản sao hợp lệ giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh;

+ Bản cáo bạch theo quy định;



- + Danh sách sơ yếu lý lịch thành viên HĐQT, BGĐ, BKS;
- + Các báo cáo tài chính có xác nhận của tổ chức kiểm toán;
- + Các cam kết của cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc và kế toán trưởng theo quy định của pháp luật;
- + Sổ theo dõi chủ sở hữu trái phiếu nếu là niêm yết trái phiếu; bản cam kết phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán (nếu là niêm yết chứng chỉ quỹ);
- + Hợp đồng tư vấn niêm yết (nếu có);
- + Giấy chứng nhận của Trung tâm lưu ký chứng khoán về việc cô phiếu của tổ chức đó đã đăng ký lưu ký tập trung.

- Nhận thông báo chấp thuận niêm yết về nguyên tắc

Sau khi Sở giao dịch chứng khoán xem xét sơ bộ hồ sơ, xét thấy doanh nghiệp thỏa mãn các điều kiện và tuân thủ đúng các thủ tục niêm yết, Sở giao dịch chứng khoán sẽ ra thông báo chấp thuận niêm yết về nguyên tắc.

- Hoàn tất thủ tục đăng ký lưu ký chứng khoán

Công ty chứng khoán sẽ trợ giúp doanh nghiệp hoàn tất thủ tục đăng ký lưu ký chứng khoán. Hồ sơ đăng ký lưu ký chứng khoán phải gửi cho Trung tâm Lưu ký chứng khoán trong thời hạn quy định.

- Nhận quyết định niêm yết chính thức

Sở giao dịch chứng khoán vẫn tiếp tục xem xét hồ sơ niêm yết và ra quyết định niêm yết chính thức cho doanh nghiệp trên cơ sở doanh nghiệp đã nhận giấy phép đăng ký lưu ký chứng khoán và tính đầy đủ, hợp lệ của hồ sơ niêm yết.

- Chứng khoán chính thức niêm yết

Sở giao dịch chứng khoán chính thức đưa tên chứng khoán và doanh nghiệp niêm yết vào danh sách niêm yết tại Sở. Sở sẽ quy định cụ thể ngày niêm yết, ngày giao dịch đầu tư tiên đối với chứng khoán niêm yết. Vào ngày giao dịch đầu tiên niêm yết, buổi lễ ra mắt niêm yết trước sự chứng kiến của ban lãnh đạo của Sở giao dịch và ban lãnh đạo của doanh nghiệp niêm yết được tổ chức nhằm ra mắt giới đầu tư về hàng hóa mới được đưa vào giao dịch cũng như đề cao trách nhiệm của ban lãnh đạo doanh nghiệp đối với tính minh bạch của thông tin công bố và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Với việc ghi tên vào danh sách niêm yết của Sở, chứng khoán niêm yết chính thức được giao dịch. Công ty niêm yết có nghĩa vụ báo cáo tất cả sự việc liên quan đến việc quản lý chứng khoán niêm yết. Việc báo cáo này được duy trì thường xuyên kể từ khi nộp đơn niêm yết và trong suốt thời gian niêm yết; đồng thời công ty niêm yết phải có nghĩa vụ về công bố thông tin, nộp phí niêm yết và các nghĩa vụ khác do Sở giao dịch quy định.

Vai trò của tư vấn niêm yết

**** Đối với tổ chức cung ứng dịch vụ tư vấn niêm yết***

Tư vấn niêm yết là một mảng trong hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp của công ty chứng khoán mà đối tượng của hoạt động này là các doanh nghiệp có nhu cầu niêm yết chứng khoán của mình tại Sở giao dịch chứng khoán. Phát triển hoạt động tư vấn niêm yết sẽ tạo một sự phát triển toàn diện trong hoạt động tư vấn tài chính nói riêng và hoạt động kinh doanh nói chung của công ty chứng khoán. Vai trò của hoạt động tư vấn niêm yết đối với công ty chứng khoán được thể hiện trên một số điểm sau:

Thứ nhất, tư vấn niêm yết là một trong số các hoạt động của tư vấn doanh nghiệp. Vì đây, là một dịch vụ của CTCK nên mang lại nguồn thu cho công ty.



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Thứ hai, tư vấn niềm yết sẽ làm tăng cường mối quan hệ giữa công ty chứng khoán với khách hàng, giúp CTCK hiểu rõ hơn thực trạng về hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính của doanh nghiệp tư vấn và từ đó tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động tự doanh.

Thứ ba, tư vấn niềm yết thúc đẩy hoạt động khác của CTCK, đặc biệt là hoạt động môi giới chứng khoán, tư vấn phát hành, đấu giá, bảo lãnh phát hành. Thông thường, các doanh nghiệp chọn công ty đã tư vấn niềm yết cho mình để mở tài khoản giao dịch chứng khoán, làm đại lý phát hành chứng khoán khi có nhu cầu tăng vốn, làm tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc đại lý đấu giá.

Thứ tư, tư vấn niềm yết góp phần đa dạng hóa danh mục sản phẩm dịch vụ của CTCK. Khi thị trường chứng khoán phát triển, CTCK sẽ có nhiều cơ hội để phát triển nhưng cũng đứng trước sự cạnh tranh gay gắt do có sự xuất hiện ngày càng nhiều công ty hoạt động trong lĩnh vực này. Vì vậy, để thành công CTCK phải thực hiện đa dạng hóa sản phẩm dịch vụ của mình, bổ sung những dịch vụ mới và tư vấn niềm yết là một nghiệp vụ được CTCK bổ sung làm phong phú dịch vụ của mình.

**** Đối với doanh nghiệp có nhu cầu niềm yết***

Các doanh nghiệp muốn niềm yết trên Sở giao dịch chứng khoán phải đáp ứng đủ các tiêu chuẩn và thủ tục do SGDCCK đưa ra. Để thực hiện điều này đòi hỏi doanh nghiệp phải có sự am hiểu về quy định, luật lệ liên quan. Việc thuê một tổ chức chuyên nghiệp cung cấp dịch vụ tư vấn niềm yết sẽ giúp doanh nghiệp vừa tiết kiệm thời gian, nhân lực vừa tận dụng được ưu thế của tổ chức tư vấn niềm yết cho các nghiệp vụ phát sinh sau niềm yết.

5.2.4. Tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp

Khái niệm tái cấu trúc doanh nghiệp

Tái cấu trúc doanh nghiệp (corporate restructuring) là quá trình khảo sát, đánh giá lại cấu trúc hiện tại và đề xuất giải pháp cho mô hình cấu trúc mới nhằm tạo ra “trạng thái” tốt hơn cho doanh nghiệp để thực hiện những mục tiêu đề ra trong những điều kiện, hoàn cảnh luôn thay đổi. Mục tiêu chung của tái cấu trúc là đạt được một thể trạng tốt hơn cho doanh nghiệp để doanh nghiệp hoạt động hiệu quả dựa trên những nền tảng về sứ mệnh, tầm nhìn, định hướng chiến lược sẵn có.

Nguyên nhân doanh nghiệp cần tái cấu trúc

Việc tái cấu trúc doanh nghiệp luôn phải được xem xét một cách thường xuyên, nếu không, tình trạng mất cân bằng của hệ thống có thể xảy ra bất cứ lúc nào.

Về mặt tổng quát, vấn đề tái cấu trúc doanh nghiệp thường được đặt ra bởi các lý do sau:

- Tái cấu trúc xuất phát từ các áp lực bên ngoài để thích nghi theo môi trường kinh doanh đã có những biến đổi về cơ bản. Ví dụ: Chính sách cổ phần hóa – chủ trương hội nhập kinh tế quốc tế, gia nhập AFTA, WTO...

- Tái cấu trúc xuất phát từ các áp lực bên trong để phù hợp theo quy mô tăng trưởng, phát triển của doanh nghiệp. Ví dụ: yêu cầu phân công chuyên môn hóa sâu hơn hoặc để kịp thời ngăn chặn đà suy thoái của doanh nghiệp đang tiến đến bờ vực phá sản (chữa bệnh)...

- Tái cấu trúc xuất phát từ cả hai luồng áp lực bên trong và bên ngoài - tức, để vừa chữa bệnh, vừa phòng bệnh.

Cụ thể hơn, có một số nguyên nhân dẫn đến việc doanh nghiệp cần thực hiện tái cấu trúc:



THƯ VIỆN
HUBT

Áp lực từ cổ đông

Việc tối đa hóa giá trị tài sản cho cổ đông được coi như mục tiêu tối thượng của mọi công ty. Vì vậy, trong trường hợp công ty làm xói mòn giá trị đầu tư, các cổ đông sẽ lên tiếng và hành động. Chẳng hạn tại Hà Lan, một nhóm các quỹ hưu trí đã bắt đầu gia tăng ảnh hưởng trong ban điều hành các công ty, gây áp lực để các công ty này phải thay đổi chiến lược và tạo ra giá trị.

Trước đây, các công ty của Nhật Bản đều tập trung chủ yếu đến việc đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu, tài sản và thị phần trong khi thờ ơ với chi phí vốn. Các thách thức cạnh tranh buộc họ nhận ra rằng vốn không phải là nguồn miễn phí. Do vậy, dưới áp lực từ các cổ đông, hệ thống chi trả theo thâm niên vốn đã tồn tại hàng thập kỷ tại Nhật đã được thay thế bởi hệ thống chi trả dựa theo kết quả cuối cùng.

Hệ thống kiểm soát nội bộ không hiệu quả

Việc thay đổi quyền sở hữu thông qua mua bán, sáp nhập doanh nghiệp nói chung sẽ dẫn tới sự gia tăng giá trị cổ đông. Rất nhiều nghiên cứu học thuật tại Hoa Kỳ đã chỉ ra sự gia tăng này ở các công ty mục tiêu. Mua bán, sáp nhập doanh nghiệp cho phép chuyển dịch tài sản sang những chủ sở hữu định giá chúng cao nhất. Trong các vụ mua lại được lên kế hoạch tốt, giá trị tăng thêm chủ yếu có được nhờ quản trị tốt hơn và tăng cường tính hiệu quả. Trong các nền kinh tế thị trường như Hoa Kỳ, các công ty tự hủy hoại giá trị sẽ gặp phải phản ứng của thị trường vốn. Làn sóng mua bán, sáp nhập vào thập niên 80 tại Hoa Kỳ bắt nguồn từ sự chia tách các tập đoàn, trong đó các công ty bán đi những mảng kinh doanh ngoài ngành. Tại nhiều quốc gia, thị trường cho việc mua đi, bán lại các công ty còn rất yếu thậm chí không tồn tại. Tại nhiều nước Châu Âu và Châu Á, thị trường bị giới hạn bởi các tập đoàn sở hữu chéo phức tạp, cấu trúc kim tự tháp và

các đạo luật chống thâm tóm. Trong trường hợp đó, tác động của thị trường vốn đến các công ty là không nhiều. Thông thường hệ thống kiểm soát nội bộ và quản trị thiếu hiệu quả là lý do chủ yếu của các công ty kiệt quệ. Ví dụ, General Motors, một trong những công ty sản xuất ô tô lớn nhất thế giới đã tránh việc thay đổi chiến lược của mình trong hàng thập kỷ. Hội đồng quản trị chỉ quyết định thay CEO, Robert Stempel vào năm 1992 sau khi công ty báo cáo thua lỗ 6,5 tỷ USD vào năm 1990 và 1991 và mất một khoản chi phí cơ hội trên 100 tỷ USD cho chương trình R&D và đầu tư tài sản cố định từ 1980 đến 1990. GM không phải là ví dụ duy nhất. IBM, Eastman Kodak, Iridium đều là các công ty buộc phải thay đổi chiến lược, thay CEO hay thông báo phá sản chỉ sau khi gặp phải những thua lỗ lớn.

Cơ cấu vốn không hợp lý

Theo lý thuyết tài chính hiện đại, các công ty có nhiều cơ hội đầu tư có thể phát hành các công cụ nợ ngắn hạn để bảo toàn sự linh động trong tài chính của mình cũng như bảo vệ bên cho vay khỏi tác động không chắc chắn trong tương lai. Các công ty đang tăng trưởng nên giảm dần sự phụ thuộc vào nợ vay để ngăn ngừa tình trạng đầu tư quá mức vào các dự án rủi ro (under-investment problem). Ngược lại, các công ty có thâm niên với giá trị chủ yếu đến từ các tài sản hiện hữu thì chi phí của việc phá sản sẽ tương đối thấp. Những công ty như vậy hoàn toàn có thể duy trì tỷ trọng nợ cao để ngăn ngừa việc lãng phí trong sử dụng dòng tiền của ban điều hành.

Thông thường, các công ty nên tránh kết hợp sử dụng đòn bẩy hoạt động cao (dẫn đến rủi ro kinh doanh cao) và đòn bẩy tài chính cao (dẫn đến rủi ro tài chính cao). Lợi nhuận sẽ được đẩy mạnh trong thời kỳ hưng thịnh nhờ chi phí cố định; nhưng đến thời kỳ suy thoái, lợi nhuận cũng sẽ sụt giảm tương ứng vì cùng lý do. Vào những năm



80 thế kỷ trước, một lượng lớn các công ty của Hoa Kỳ thực hiện đẩy mạnh huy động vốn từ vay nợ và dùng tiền vay để thực hiện các thương vụ mua bán, sáp nhập nhằm gia tăng giá trị cổ đông và hiệu quả hoạt động. Nhiều công ty thực hiện các vụ MBO (management buyout – ban quản lý tiếp quản công ty) sau đó đã rơi vào suy thoái và khánh kiệt do không chuẩn bị tốt cho cấu trúc vốn của thương vụ, do rào cản pháp lý hay sự biến động của nền kinh tế. Các nghiên cứu chính thức tại Hoa Kỳ cũng chỉ ra rằng các công ty suy thoái đều có mức độ sử dụng đòn bẩy cao hơn các công ty còn lại.

Sự bảo thủ hay thiên cận trong quản lý

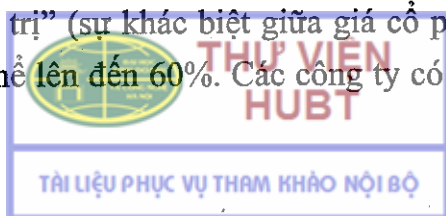
Mục tiêu chủ chốt của các công ty là tối đa hóa giá trị cổ đông. Do sự tách biệt và mâu thuẫn lợi ích giữa sở hữu và quản lý, ban giám đốc có thể tư lợi từ thiệt hại của cổ đông. Giải pháp thường được sử dụng để giải quyết vấn đề này là lên kế hoạch thưởng cổ phiếu để khích lệ ban giám đốc, biến họ cũng trở thành một cổ đông của công ty. Khi ban giám đốc quá tự tin về chiến lược của mình, quá lạc quan về lợi nhuận của một dự án hoặc có cái nhìn méo mó về lợi ích của bản thân, chỉ các biện pháp khích lệ là chưa đủ. Ví dụ, Sony đã giành rất nhiều thời gian và tiền bạc vào việc phát triển tivi màu vào thập niên 60 theo chỉ thị của Ibuka, sáng lập viên của công ty. Mặc dù dự án không thành công về mặt thương mại, Ibuka vẫn khẳng định bán sản phẩm với mức giá lỗ. Chỉ đến khi Sony gần như khánh kiệt, Ibuka mới từ bỏ dự án. Trong trường hợp này, không hề có mâu thuẫn giữa sở hữu và quản lý vì bản thân Ibuka là một cổ đông lớn. Ông ta sẽ không từ bỏ dự án chỉ đến khi công ty khánh kiệt bởi lý do ngại thua lỗ. Nói cách khác, tâm lý quá tự tin và sự e ngại thua lỗ của lãnh đạo có thể dẫn tới sự suy kiệt cho công ty.

Cú sốc về lãi suất hay tỷ giá

Nhiều công ty thép tại Châu Á sử dụng đòn bẩy ở mức cao và phụ thuộc nhiều vào việc vay vốn để tồn tại. Khi nền kinh tế Châu Á sụp đổ, những công ty này bị ảnh hưởng nặng nề. Xu hướng này không chỉ xảy ra với ngành thép. Một cuộc khảo sát thực hiện tại 5 quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi Khủng hoảng tài chính Châu Á gồm Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Phillipines và Thái Lan chỉ ra rằng 63% các công ty ở những quốc gia này bị mất thanh khoản (thu nhập không đủ để trả nợ) và 31% hoàn toàn mất khả năng chi trả (nghĩa vụ tài chính lớn hơn vốn chủ sở hữu). Trong giai đoạn 1988 – 1996, hệ số nợ bình quân của các công ty tại Hàn Quốc và Thái Lan vượt xa các công ty của Đức và Hoa Kỳ. Các công ty Đông Á không chỉ vay nợ quá nhiều mà còn phụ thuộc thái quá vào các khoản nợ ngắn hạn. Nợ ngắn hạn chiếm đến 66% tổng nợ tại Malaysia và Thái Lan, trong khi con số này chỉ có 25% tại Hoa Kỳ. Mặc dù vậy, tỷ trọng nợ ngắn hạn cao chỉ là một nguyên nhân cho những rắc rối. Nguyên nhân khác đến từ ngoại tệ. Một lượng lớn các khoản nợ của các công ty Hàn Quốc và Malaysia là vay bằng ngoại tệ. Khi đồng nội tệ mất giá, giá trị các khoản nợ tăng tương ứng. Chính phủ các nước này có thể tăng lãi suất để giữ giá đồng nội tệ. Song điều này gây tác động tiêu cực đến lợi nhuận của khu vực doanh nghiệp. Đó cũng là nguyên nhân lý giải cho kết quả kinh doanh nghèo nàn của các công ty Đông Á trong thời gian này.

Giá trị công ty sụt giảm hay thành tích nghèo nàn

Với nhiều công ty, việc tái cấu trúc là hệ quả sau khi việc vị thế cạnh tranh và tài chính đi xuống. Nhu cầu tái cấu trúc thường gia tăng khi giá thị trường của công ty thấp hơn giá trị thực do những sai lầm trong chiến lược hay thị trường xác định sai giá trị cổ phiếu của công ty. “Chênh lệch giá trị” (sự khác biệt giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá tiềm năng) có thể lên đến 60%. Các công ty có thể làm giảm sự



chênh lệch này bằng cách nâng cao hiệu quả hoạt động, sử dụng đòn bẩy và bán một số phần không thuộc hoạt động chính cho những người trả giá cao nhất.

10 năm trước, ngành công nghiệp thép toàn cầu chỉ đạt lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) khoảng 4% do cạnh tranh khốc liệt từ những doanh nghiệp mới thành lập với những nhà máy khổng lồ trong khi rào cản gia nhập thị trường ngày càng yếu. Tỷ suất hoạt động ước đạt chỉ từ 70-80% năng lực đã gây áp lực lên lợi nhuận. Đáp lại tình trạng này, các nhà quản lý đã quyết định sáp nhập với các đối thủ cạnh tranh để tạo lợi thế kinh tế nhờ quy mô (scale economies), tiết giảm chi phí sản xuất, cắt giảm nhân công, khuyến khích về hưu trước thời hạn, đàm phán để giảm tiền công và các chi phí khác. Thậm chí đa số các công ty phải giảm năng lực sản xuất. Giữa 1987 và 1991, trên 85% các doanh nghiệp thuộc Fortune 1000 cắt giảm lực lượng lao động gián tiếp; trên 5 triệu việc làm bị ảnh hưởng. Khoảng 25 triệu người – tức là cứ 5 người lao động Hoa Kỳ thì có 1 người bị thất nghiệp. Gần 1 triệu nhà quản lý tại Hoa Kỳ, với mức lương khoảng 40,000 USD hoặc hơn, mất việc trong năm 1991. Để giảm chi phí hàng bán, chiến lược chung các công ty có thể thực hiện là:

- Gia tăng mối quan hệ với các nhà cung cấp.
- Giảm sự phức tạp và số chủng loại sản phẩm.
- Coi việc mua sắm là một vấn đề cốt lõi.
- Tăng hiệu quả sản xuất.

Một số biện pháp tái cấu trúc doanh nghiệp

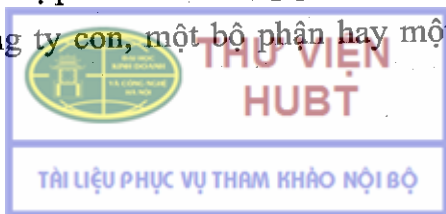
- ***Bán tài sản (Sell-off)***: là việc bán đứt hay thoái vốn khỏi một bộ phận, một công ty thành viên hay một dòng sản phẩm để đổi lấy tiền mặt, cổ phiếu hoặc cả hai. Bên mua có thể là công ty khác hoặc

chính là ban điều hành của công ty bán (trường hợp này gọi là MBO). Số tiền nhận được nhờ bán tài sản có thể được dùng để trả nợ hoặc trả cổ tức cho các cổ đông. Nhiều nghiên cứu về thoái vốn đã chỉ ra rằng thị trường chứng khoán thường phản ứng tích cực với việc thoái vốn và các cổ đông công ty thường sẽ có được một khoản lợi nhuận bất thường (abnormal returns).

- **Thoái vốn nội bộ (Spin-off)**: là việc một công ty mẹ thoái vốn khỏi một công ty con thông qua việc phân phối 100% cổ phần tại công ty con cho các cổ đông hiện hữu của công ty mẹ theo tỷ lệ nắm giữ. Có thể coi đây là hình thức phân phối cổ tức cho cổ đông công ty mẹ, hoặc cũng có thể đề nghị cổ đông công ty mẹ hoán đổi cổ phiếu với một tỷ lệ chiết khấu nhất định. Chẳng hạn, một cổ đông công ty mẹ có thể đổi 100 USD giá trị cổ phiếu công ty mẹ lấy 110 USD giá trị cổ phiếu công ty con. Thoái vốn nội bộ có xu hướng gia tăng lợi nhuận cho các cổ đông vì công ty con sau khi tách ra độc lập có thể tập trung tốt hơn vào mảng sản phẩm, dịch vụ chính của mình.

- **Đại chúng hóa một phần vốn góp (Equity carve-outs)**: là việc một công ty mẹ bán đi một phần vốn của mình trong công ty con ra công chúng thông qua một vụ IPO. Sau đó, công ty con trở thành công ty độc lập với ban lãnh đạo riêng. Công ty mẹ sẽ tiếp tục có sự hỗ trợ về mặt quản trị điều hành. Hoạt động này khác với thoái vốn nội bộ ở hai khía cạnh chính. Thứ nhất, nó không chuyển giao vốn cho cổ đông công ty mẹ mà bán ra công chúng, như vậy sẽ thu về nguồn vốn mới. Thứ hai, công ty mẹ không từ bỏ hoàn toàn quyền sở hữu khỏi công ty con mà chỉ chia sẻ một phần sở hữu cho công chúng..

- **Phát hành cổ phiếu mục tiêu (Targeted stocks)**: là một loại cổ phiếu do công ty mẹ phát hành nhưng giá trị gắn với tình hình kinh doanh của một công ty con, một bộ phận hay một dòng sản phẩm



cụ thể nào đó... Cổ phiếu này không có quyền biểu quyết. Như vậy, công ty mẹ vẫn hoàn toàn kiểm soát công ty con đó. Tài sản của công ty con cũng không tách rời khỏi tổng tài sản của công ty mẹ. Tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận của công ty con sẽ được báo cáo tách biệt và cổ tức sẽ được tính toán dựa trên thu nhập của công ty con đó. Thông thường, hoạt động này thường được dùng để tách một công ty con có tốc độ tăng trưởng cao khỏi công ty mẹ đang gặp thua lỗ.

	Thoái vốn nội bộ (Spin-off)	Đại chúng hóa một phần vốn góp (Carve-out)	Phát hành cổ phiếu mục tiêu (Targeted stock)
Thay đổi sở hữu	Có	Không	Thường là không
Huy động vốn	Không	Có	Thường là không
Phản ứng của TTCK	Có	Có	Có
Bảo toàn giá trị cộng hưởng	Không	Có	Có
Khắc phục bị định giá thấp	Có	Có	Có
Thu hút đầu tư mới	Có	Có	Có/Không

Sự cần thiết phải tái cấu trúc doanh nghiệp ở Việt Nam

Nền kinh tế Việt Nam đã trải qua hơn hai mươi năm của quá trình đổi mới. Ở cả doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và doanh nghiệp ngoài quốc doanh, nhu cầu tái cấu trúc doanh nghiệp đã trở thành cấp bách. Với các DNNN, tình trạng làm ăn kém hiệu quả đã xảy ra ngày càng nhiều. Cơ chế chủ quan đã ngày càng bộc lộ những nhược điểm lớn kìm hãm sự phát triển của nền kinh tế quốc dân. Vì vậy, đa dạng hoá sở hữu của DNNN đã trở thành một nhu cầu cấp bách. Giao, bán, khoán,

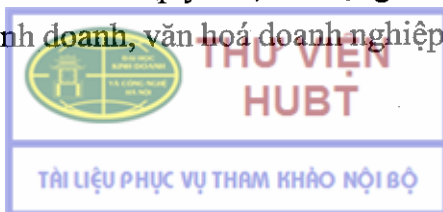
cho thuê và cổ phần hoá các DNNN là chủ trương đã được thực hiện trong những năm vừa qua. Đó chính là biểu hiện sinh động của việc tái cấu trúc DNNN. Với các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, nhu cầu tái cấu trúc xuất phát từ những lý do sau đây:

- Quy mô doanh nghiệp lớn lên nhanh chóng. Nếu những ngày đầu thành lập, mỗi doanh nghiệp chỉ có từ 10 đến 20 lao động thì đến nay số doanh nghiệp có từ 100 đến hàng nghìn lao động không còn là hiếm. Quy mô về vốn chủ sở hữu cũng tương tự, đã xuất hiện nhiều doanh nghiệp có số vốn từ 10 tỷ đồng đến hàng trăm tỷ đồng.

- Phạm vi hoạt động rộng hơn. Nếu những năm trước đây, phần lớn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh chỉ hoạt động trong địa bàn tỉnh, thành phố, thậm chí là trong một quận, huyện thì đến nay, một số lượng lớn các doanh nghiệp đã hoạt động trong phạm vi cả nước. Hơn nữa, trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế, nhiều doanh nghiệp đang vươn ra thị trường thế giới. Xuất nhập khẩu trực tiếp, mở văn phòng đại diện, chi nhánh ở nước ngoài và đầu tư ra nước ngoài đã và đang là xu thế phát triển mạnh đối với các doanh nghiệp.

- Lĩnh vực hoạt động kinh doanh đa dạng hơn. Nếu như trong những năm đầu, phần lớn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh chỉ hoạt động trong lĩnh vực thương mại và dịch vụ - những lĩnh vực rất quan trọng đối với sự phát triển nền kinh tế quốc dân nhưng đòi hỏi vốn đầu tư không lớn - thì đến nay, số lượng các doanh nghiệp đầu tư vào sản xuất với những dự án lớn đã tăng lên đáng kể. Các doanh nghiệp ngoài quốc doanh đã có mặt trên những “trận địa” mà chỉ 5 năm trở về trước, đó còn là lĩnh vực độc quyền của các doanh nghiệp nhà nước như vận tải biển, sản xuất xi măng, thủy điện, hàng không...

- Cùng với sự lớn lên về quy mô, mở rộng hơn về phạm vi hoạt động và lĩnh vực kinh doanh, văn hoá doanh nghiệp, uy tín trong kinh



doanh, xây dựng và phát triển thương hiệu... cũng đã được quan tâm. Những nhân tố mới nêu trên là một tất yếu khách quan trong quá trình phát triển của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Đó không phải là đặc thù của nước ta mà là sự thay đổi mang tính quy luật trong sự phát triển. Đến lượt nó, những nhân tố mới nêu trên làm xuất hiện một mâu thuẫn lớn: sự không tương thích giữa cơ chế quản lý của doanh nghiệp với quy mô, phạm vi và những yêu cầu mới. Mâu thuẫn này xuất hiện ở tất cả các doanh nghiệp ngoài quốc doanh với những mức độ khác nhau. Một nguyên nhân cơ bản làm nảy sinh mâu thuẫn nêu trên là, phần lớn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh Việt Nam được tổ chức, quản lý trong phạm vi gia đình hay còn gọi là phương thức “gia đình trị”. Khi quy mô doanh nghiệp lớn lên, phạm vi hoạt động rộng hơn, khả năng sẵn có trong một gia đình về vốn, kỹ năng quản trị, nhân lực quản lý cao cấp không thể đáp ứng được nữa. Nếu cứ tiếp tục duy trì phương thức “gia đình trị” trong quản lý doanh nghiệp, hậu quả chắc chắn sẽ xuất hiện là sự đổ vỡ từng bộ phận và dần dần sẽ đổ vỡ toàn bộ hệ thống quản lý của doanh nghiệp. Với hậu quả đó, doanh nghiệp càng lớn nhanh về quy mô, mở rộng nhanh hơn về phạm vi hoạt động thì sự suy yếu, thậm chí dẫn đến phá sản sẽ ngày càng nhanh hơn. Từ những phân tích trên có thể kết luận rằng, tái cấu trúc doanh nghiệp hay nói cách khác là tổ chức lại doanh nghiệp là một đòi hỏi khách quan đối với tất cả các doanh nghiệp trong những năm sắp tới.

Mục tiêu cơ bản cần đạt được của việc tái cấu trúc doanh nghiệp ngoài quốc doanh Việt Nam là: xã hội hoá công tác quản lý thay thế việc quản trị theo nguyên tắc thuận tiện bằng việc quản trị theo những nguyên lý khoa học. Đó là một cuộc cách mạng không thể làm ngay trong một sớm, một chiều.

Áp lực tái cấu trúc doanh nghiệp thường được cho là xuất phát từ thách thức cạnh tranh và quy trình thực hiện thường không tự nguyện.

Tuy nhiên theo Gordon Donaldson trong nghiên cứu của mình về General Mills, tái cấu trúc cũng có thể xuất phát một cách tự nguyện, mặc dù phải mất từ năm đến cả thập kỷ để hoàn tất. Đôi lại, một quá trình tái cơ cấu tự nguyện sẽ hiệu quả hơn trường hợp không tự nguyện chẳng hạn như khi đứng trước một vụ thôn tính thù địch, do giá trị công ty rất dễ bị xói mòn bởi các chiến lược phòng thủ của công ty mục tiêu. Thông báo đầu tiên về việc tái cấu trúc sẽ kéo theo rất nhiều những hành động kế tiếp. Vì thế, phản ứng của giá cổ phiếu với thông báo ban đầu sẽ không thể bao quát được đầy đủ những tác động của tái cấu trúc với doanh nghiệp.

Tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp

Đơn vị tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp thường là các công ty chuyên về dịch vụ tài chính như các ngân hàng đầu tư, công ty kiểm toán, công ty chứng khoán, công ty tư vấn tài chính ... hay thậm chí là các văn phòng luật sư. Đơn vị tư vấn sẽ giúp các công ty xác định lại chiến lược sản xuất kinh doanh, thiết lập lại cấu trúc công ty phù hợp, sắp xếp lại bộ máy tổ chức, cũng như thiết lập cơ chế kiểm soát rủi ro nhằm đạt được thành công và tăng trưởng bền vững.

Tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp thường bao gồm các hạng mục sau:

- **Xác định lại chiến lược kinh doanh:** Đây là bước quan trọng nhằm nắm bắt lại thế mạnh, tầm nhìn và tận dụng thị trường hiện tại. Nội dung tư vấn tái cấu trúc nhằm lập lại thứ tự ưu tiên cho các hạng mục đầu tư. Các hạng mục này sẽ được tập hợp thành một nhóm dưới sự quản lý của cùng một đội ngũ lãnh đạo, nhằm nâng cao hiệu quả trao đổi thông tin. Qua đó, cũng giúp nâng cao khả năng kiểm soát khi doanh nghiệp đã được tái cấu trúc thành công và dễ dàng trong quản lý.



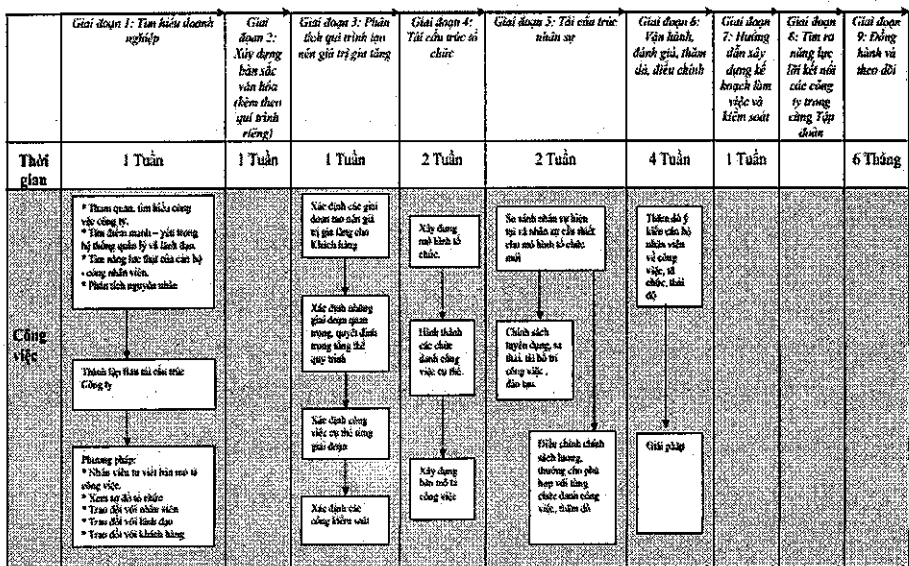
• **Cải thiện quy trình hoạt động:** Giúp làm tinh gọn hệ thống và quy trình hoạt động để nâng cao hiệu quả quản lý.

• **Tái cấu trúc nợ:** Nhằm hợp nhất và sắp xếp lại cơ cấu nợ hiện tại của doanh nghiệp. Bên cạnh đó doanh nghiệp cần hoàn thiện các điều khoản tài chính chung liên quan đến cấu trúc nợ.

• **Nhân sự:** Hỗ trợ sắp xếp đúng người vào đúng vị trí trong tổ chức. Đây là bước rất quan trọng để đạt được mục tiêu phát triển của doanh nghiệp. Công ty tái cấu trúc cần tư vấn về cách thu - giữ nhân tài khi doanh nghiệp đang khó khăn cũng như khi đang tăng trưởng và phát triển.

• **Thay đổi phương thức quản trị:** Tư vấn và hỗ trợ doanh nghiệp thực hiện các thay đổi trong quản trị nhằm tạo được sự hưởng ứng của đội ngũ nhân sự trong công ty. Điều đó sẽ đảm bảo sự thay đổi diễn ra nhanh chóng, bền vững mà không phá vỡ hệ thống hoạt động.

Hình 5.1: Ví dụ về quy trình tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp tại Việt Nam



(Nguồn: Công ty tư vấn và hỗ trợ chiến lược Win-win)

5.2.5. Nghiệp vụ tư vấn mua bán, sáp nhập doanh nghiệp

Mua bán, sáp nhập doanh nghiệp (Mergers and Acquisitions – M&A) là thuật ngữ chung để chỉ các hoạt động sáp nhập, hợp nhất hay mua lại giữa các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường. Đây là một nghiệp vụ tương đối phức tạp đòi hỏi người tư vấn không những có kiến thức chuyên sâu về tài chính, về pháp lý... mà còn phải có giác quan nhanh nhạy và linh hoạt trong việc giải quyết những khúc mắc giữa các bên khi tham gia thương vụ.

Mua bán, sáp nhập doanh nghiệp là gì?

Như đã đề cập ở trên, mua bán, sáp nhập doanh nghiệp bao gồm ba hoạt động chính:

Mua lại hay thôn tóm (acquisition): là việc một công ty mua lại một phần hay toàn bộ tài sản của một công ty khác. Công ty mục tiêu có thể chấm dứt hoạt động hoặc có thể tiếp tục tồn tại như một công ty phụ thuộc. Ví dụ: Kinh Đô mua 51% cổ phần Vinabico năm 2008, Daiichi Life của Nhật Bản mua lại Bảo Minh CMG...

Sáp nhập (merger): là sự kết hợp của hai hay nhiều công ty mà sau đó trừ một công ty duy nhất, các công ty còn lại chấm dứt tồn tại. Tổ hợp sau đó sẽ hoạt động dưới tên của công ty còn tồn tại. VD: *GM sáp nhập với Hughes Electronics, Xi măng Hà Tiên 2 sáp nhập vào Xi măng Hà Tiên 1..*

Hợp nhất (consolidation): là sự kết hợp của hai hay nhiều công ty để tạo thành một công ty mới và chấm dứt sự tồn tại của các công ty ban đầu. Ví dụ: *Daimler-Benz hợp nhất với Chrysler tạo thành Daimler-Chrysler (1999)...*

Ở Việt Nam, các vấn đề liên quan đến mua bán, sáp nhập doanh nghiệp được quy định cụ thể trong Luật Doanh nghiệp 2005 và Luật Cạnh tranh 2004.



- Điều 17, Luật Cạnh tranh 2004:

“Sáp nhập doanh nghiệp là việc một hoặc một số doanh nghiệp chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của mình sang một doanh nghiệp khác, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của doanh nghiệp bị sáp nhập.”

“Hợp nhất doanh nghiệp là việc hai hoặc nhiều doanh nghiệp chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của mình để hình thành một doanh nghiệp mới, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của các doanh nghiệp bị hợp nhất.”

“Mua lại doanh nghiệp là việc một doanh nghiệp mua toàn bộ hoặc một phần tài sản của doanh nghiệp khác đủ để kiểm soát, chi phối toàn bộ hoặc một ngành nghề của doanh nghiệp bị mua lại.”

- Luật doanh nghiệp 2005:

“Điều 152: Một hoặc một số công ty cùng loại (sau đây gọi là công ty bị sáp nhập) có thể sáp nhập vào một công ty khác (sau đây gọi là công ty nhận sáp nhập) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty nhận sáp nhập, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của công ty bị sáp nhập”

“Điều 153: Hai hoặc một số công ty cùng loại (sau đây gọi là công ty bị hợp nhất) có thể hợp nhất thành một công ty mới (sau đây gọi là công ty hợp nhất) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty hợp nhất, đồng thời chấm dứt tồn tại của các công ty bị hợp nhất”.

Như vậy, hoạt động mua bán, sáp nhập (sau đây gọi là M&A) ở Việt Nam có sự phân biệt rõ giữa sáp nhập và hợp nhất. Giữa sáp nhập và mua lại toàn bộ thì có sự tương đồng về bản chất và nếu một vụ mua lại toàn bộ có thiện chí giữa hai bên (friendly takeover), sau đó bên bị mua chấm dứt hoạt động, chuyển toàn bộ tài sản cho bên mua thì có thể coi là một vụ sáp nhập.

Động cơ của bên bán (bên sáp nhập) và bên mua (bên nhận sáp nhập) trong M&A

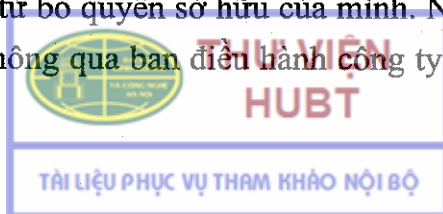
Động cơ của bên Bán	Động cơ của bên Mua
+ Muốn rút khỏi thị trường + Chủ doanh nghiệp thiếu người kế nghiệp + Không thể cạnh tranh + Thiếu vốn để phát triển + Không thể đa dạng hoá hay mở rộng + Các vấn đề về tuổi tác và sức khoẻ của chủ doanh nghiệp + Được chào mua với mức giá hấp dẫn + Chủ sở hữu có nhu cầu tiền mặt + Xung đột không thể hoà giải giữa các chủ sở hữu + Mất nhân sự hoặc khách hàng chủ chốt	+ Muốn phát triển, mở rộng + Cơ hội tăng trưởng lợi nhuận + Đa dạng hóa thị trường, sản phẩm + Mua lại đối thủ để giảm cạnh tranh + Hướng đến những kênh phân phối mới + Sử dụng nguồn vốn dư thừa + Hoạt động hiện tại của bên mua và bên bán phù hợp với nhau về mặt chiến lược + Sự cần thiết về nhân sự chủ chốt, tài sản, lĩnh vực kinh doanh xác định + Tiếp cận kỹ thuật công nghệ mới + Chiếm hữu tri thức & tài sản sở hữu trí tuệ

Các phương thức thực hiện M&A

Cách thức thực hiện M&A rất đa dạng tùy thuộc vào mục tiêu, đặc điểm quản trị, cấu trúc sở hữu và ưu thế so sánh của các công ty liên quan trong từng trường hợp cụ thể. Có thể tổng hợp một số cách thức phổ biến thường được sử dụng sau:

a. Đề nghị thân (bear hug / tender offer)

Công ty hoặc cá nhân hoặc một nhóm nhà đầu tư có ý định mua đứt (buyout) toàn bộ công ty mục tiêu sẽ đề nghị cổ đông hiện hữu của công ty đó bán lại cổ phần của họ với một mức giá cao hơn giá thị trường (premium price). Mức giá đó phải đủ hấp dẫn để đa số cổ đông tán thành việc từ bỏ quyền sở hữu của mình. Nếu công ty mua đưa ra giá đề nghị thông qua ban điều hành công ty mục tiêu thì đó



là một thương vụ *bear hug*. Còn nếu ban điều hành công ty mục tiêu không được hỏi ý kiến mà công ty mua chào giá trực tiếp với các cổ đông thì vụ mua lại sẽ mang hơi hướng thù địch và là một vụ *tender offer*. Ví dụ như công ty A đưa ra mức giá 65 USD/cổ phần của công ty B trong khi giá của cổ phiếu đó trên thị trường chỉ là 55 USD. Nếu công ty B có 70 triệu cổ phần thì có nghĩa công ty A đã trả 4.550 triệu USD (so với thị giá 3.850 triệu USD - chênh lệch 700 triệu USD) để mua lại toàn bộ công ty B. Nếu cổ đông của công ty B thấy mức giá đó hấp dẫn, theo luật pháp của hầu hết các nước, họ phải tiến hành họp Đại hội đồng cổ đông và tại đó quyết định bán toàn bộ cổ phần của mình cho công ty A để nhận một lượng giá trị tiền mặt tương ứng. Công ty A sau khi nắm giữ sở hữu, có thể cơ cấu lại công ty B và bán dần cổ phần của công ty này lại cho công chúng.

Hình thức đặt giá chào thầu này thường được áp dụng trong các vụ thôn tính mà công ty bị mua thường là công ty yếu hơn. Tuy vậy, vẫn có một số trường hợp một công ty nhỏ mua lại công ty có quy mô lớn hơn, đó là khi họ huy động được nguồn tài chính khổng lồ từ bên ngoài để thực hiện được vụ thôn tính.

b. Ủy quyền hành động (Proxy fights)

Phương thức này thường được sử dụng trong các vụ “thôn tính mang tính thù địch”. Khi lâm vào tình trạng kinh doanh yếu kém và thua lỗ, luôn có một bộ phận không nhỏ cổ đông bất mãn và muốn thay đổi ban quản trị và điều hành công ty mình. Một hay một nhóm cổ đông sẽ cố gắng lôi kéo các cổ đông khác đứng về phía mình và tìm cách thôn tóm quyền kiểm soát công ty. Một công ty khác, chẳng hạn một công ty cạnh tranh cũng có thể lợi dụng tình cảnh này để lôi kéo bộ phận cổ đông đó. Trước tiên, thông qua thị trường, họ sẽ mua một số lượng cổ phần tương đối lớn (nhưng chưa đủ để chi phối) cổ

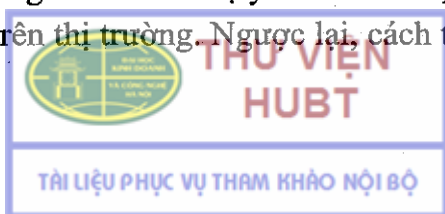
phiếu trên thị trường để trở thành cổ đông của công ty mục tiêu. Sau khi đã nhận được sự ủng hộ, họ và các cổ đông bất mãn sẽ triệu tập họp Đại hội đồng cổ đông, hội đủ số lượng cổ phần chi phối để loại ban quản trị cũ và bầu đại diện của công ty thôn tính vào Hội đồng quản trị mới. Cảnh giác với hình thức thôn tính này, ban quản trị của công ty bị sáp nhập có thể sắp đặt các nhiệm kỳ của ban điều hành và ban quản trị xen kẽ nhau ngay từ trong Điều lệ công ty. Bởi vì mục đích cuối cùng của công ty thôn tính và các cổ đông bất mãn là thay đổi ban điều hành.

c. Thương lượng tự nguyện

Thực hiện thương lượng tự nguyện với ban quản trị và điều hành là hình thức phổ biến trong các vụ sáp nhập “thân thiện” (friendly mergers). Nếu cả hai công ty đều nhận thấy lợi ích chung tiềm tàng trong một vụ sáp nhập và những điểm tương đồng giữa hai công ty (về văn hóa tổ chức, hoặc thị phần, sản phẩm...), người điều hành sẽ xúc tiến để ban quản trị của hai công ty ngồi lại và thương thảo cho một hợp đồng sáp nhập. Có không ít trường hợp, chủ sở hữu các công ty nhỏ, thua lỗ hoặc yếu thế trong cuộc cạnh tranh tìm cách rút lui bằng cách bán lại, hoặc tự tìm đến các công ty lớn hơn để đề nghị được sáp nhập. Ngoài các phương án chuyển nhượng cổ phiếu hay tài sản bằng tiền mặt hoặc kết hợp tiền mặt và nợ, các công ty thực hiện sáp nhập thân thiện còn có thể chọn phương thức hoán đổi cổ phiếu (stock swap) để biến cổ đông của công ty này trở thành cổ đông của công ty kia và ngược lại.

d. Thu gom cổ phiếu trên thị trường chứng khoán

Công ty có ý định thôn tính sẽ giải ngân để gom dân cổ phiếu của công ty mục tiêu thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán, hoặc mua lại của các cổ đông chiến lược hiện hữu. Phương án này đòi hỏi thời gian, đồng thời nếu để lộ ý đồ thôn tính, giá của cổ phiếu đó có thể tăng vọt trên thị trường. Ngược lại, cách thôn tính này nếu



được thực hiện dần dần và trôi chảy, công ty thu tóm có thể đạt được mục đích cuối cùng của mình một cách êm thấm, không gây xáo động lớn cho “con mồi” của mình, trong khi chỉ cần trả một mức giá rẻ hơn so với hình thức chào thầu rất nhiều.

Tuy nhiên, việc thực hiện thu gom âm thầm không dễ dàng, đặc biệt với các công ty đã niêm yết. Hầu hết các sàn giao dịch lớn trên thế giới hiện nay đều yêu cầu các cổ đông hiện hữu phải công bố thông tin khi nâng tỷ lệ sở hữu tại một công ty niêm yết lên một mức nhất định (chẳng hạn 5%). Do vậy, với các công ty niêm yết, phương thức thu tóm này ít phổ biến hơn.

Ví dụ: Vào năm 2005, Kinh Đô đã thu tóm cổ phiếu của Tribeco trên thị trường chứng khoán và nâng tỷ lệ sở hữu lên 35,4%. Sau đó vào năm 2008, vẫn là Kinh Đô lại thực hiện một vụ mua lại khác thông qua thu gom cổ phiếu trên thị trường, đó là vụ mua lại 51% cổ phần của công ty bánh kẹo Vinabico. Tuy nhiên, điểm khác biệt giữa hai vụ này, đó là trong khi Tribeco là công ty niêm yết thì Vinabico lại là công ty đại chúng chưa niêm yết. Do vậy trước khi tiến hành thu tóm Tribeco, Kinh Đô buộc phải công bố thông tin ra thị trường do ràng buộc của quy định về công bố thông tin đối với công ty niêm yết. Trong khi đó Vinabico thì chỉ biết mình bị đã có “chủ mới” sau khi Kinh Đô đã thu tóm xong 51% và đưa ra thông báo.

e. Mua lại tài sản

Hầu hết các vụ mua bán, sáp nhập đều liên quan đến việc mua cổ phần của công ty bị sáp nhập hay công ty mục tiêu. Nhưng còn có một phương thức khác mà công ty nhận sáp nhập hay công ty mua không cần mua cổ phiếu, đó là mua lại những tài sản của công ty mục tiêu. Trong những thương vụ như thế, công ty mua có thể giới hạn sự thu tóm của mình chỉ với những tài sản cần cho nhu cầu của họ. Công ty

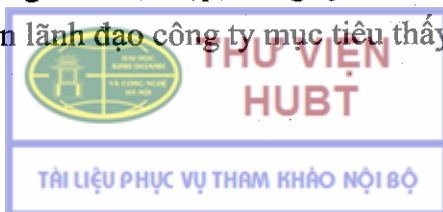
mục tiêu có những tài sản không thực sự cần thiết cho chiến lược đầu tư của công ty mua. Ngoài ra, nếu mua toàn bộ cổ phiếu của công ty mục tiêu, công ty mua sẽ phải gánh cả những khoản nợ trên bảng cân đối kế toán. Sự thay đổi trong cơ cấu cổ đông không giải phóng các cổ đông mới khỏi các khoản nợ và mua tài sản được coi là cách hiệu quả để tránh điều này.

Thêm nữa, với công ty mua thì phương thức mua tài sản có thuận lợi hơn so với phương thức mua cổ phần vì việc mua bán không nhất thiết phải thông qua các cổ đông. Ý kiến của cổ đông chỉ cần thiết khi họ muốn mua bằng cổ phiếu thay vì trả tiền mặt hoặc giá trị mua quá lớn và ban điều hành công ty không có đủ thẩm quyền quyết định.

Công ty mua có thể đơn phương hoặc cùng công ty mục tiêu định giá tài sản của công ty đó (họ thường thuê một công ty tư vấn chuyên định giá tài sản độc lập). Sau đó các bên sẽ tiến hành thương thảo để đưa ra mức giá phù hợp (có thể cao hoặc thấp hơn). Phương thức này thường được áp dụng để tiếp quản lại các công ty nhỏ, các cơ sở sản xuất, nhà xưởng máy móc, dây chuyền công nghệ, hệ thống cửa hàng, đại lý...

Các chiến lược phòng thủ cho công ty mục tiêu

Không phải bất kỳ một thương vụ M&A nào cũng được chào đón. Động cơ để chống lại một giao dịch cũng nhiều không kém các động cơ thúc đẩy thực hiện thương vụ. Thông thường, chống lại là một chiến thuật nhằm đạt được mức giá cao hơn cho cổ đông cũng như có được một giao dịch tốt hơn cho ban lãnh đạo công ty mục tiêu, bởi chiến lược phòng thủ mạnh mẽ và hiệu quả sẽ khiến bên mua nâng cao mức giá đề nghị. Có thể ban lãnh đạo công ty mục tiêu thực sự tin tưởng rằng nếu độc lập, công ty sẽ hoạt động hiệu quả hơn. Cũng có thể ban lãnh đạo công ty mục tiêu thấy rằng thương vụ



sẽ làm ảnh hưởng đến lợi ích cá nhân của họ. Chiến lược phòng thủ có thể có nhiều biện pháp, từ phòng ngừa đến thụ động và chủ động.

Các biện pháp phòng ngừa

Nếu một công ty nhận thấy có khả năng bị tấn công, họ có thể thực hiện các bước sau:

- Hiểu rõ các cổ đông, đặc biệt là cổ đông lớn - ai thân thiện, ai thiếu thiện ý – để biết công ty có thể dựa vào những ai nếu một vụ thâm tóm thù địch xuất hiện.

- Giám sát chặt chẽ hoạt động mua bán cổ phiếu, coi đó là một dấu hiệu sớm cảnh báo về những vụ mua bán vị trí chủ chốt trong công ty.

- Làm cho công ty giảm hay mất đi tính hấp dẫn đối với các bên mua: tăng cường vay nợ để mua cổ phiếu quỹ, giảm lượng tiền mặt nắm giữ, tăng cổ tức để mua sự ủng hộ của cổ đông...

Các biện pháp phòng thủ chủ động hay “viên thuốc độc” (poison pill)

Có rất nhiều biện pháp phòng thủ ngăn chặn để bảo vệ một công ty khỏi những giao dịch không mong muốn. Những biện pháp này không loại trừ lẫn nhau nên có thể được sử dụng đồng thời nếu được sự tán thành của cổ đông. Chúng thường gây ra những tổn thất hay trở ngại cho bên nếu thực hiện giao dịch:

- Buộc bên mua thanh toán tiền trợ cấp thất nghiệp lớn hay bồi thường cho nhân viên hoặc ban điều hành công ty mục tiêu nếu họ không được tiếp tục sử dụng.

- Quy định tăng trợ cấp lương hưu cho những người đã về hưu.

- Quy định cơ cấu hội đồng quản trị xen kẽ, tức là các thành viên sẽ được bầu vào những thời điểm khác nhau, khiến cho một bên mua thù địch không thể thay thế ngay toàn bộ hội đồng quản trị.

- Quy định những vấn đề quan trọng phải được tỷ lệ lớn cổ đông chấp thuận mới thông qua, chẳng hạn 75%.

Các biện pháp phòng thủ bị động (thực hiện sau khi bị tấn công)

- Hiệp sĩ áo trắng (white knight): một bên thứ ba thân thiện được sự ủng hộ của ban điều hành công ty mục tiêu sẽ thực hiện mua lại thay vì bên mua thù địch.

- Người vệ sĩ trắng: một nhà đầu tư lớn đứng ra mua một lượng lớn cổ phiếu của công ty mục tiêu và giữ chúng an toàn cho đến khi giao dịch không thân thiện kết thúc.

- Vương miện quý (crown jewel): công ty mục tiêu bán đi các tài sản khiến họ ít hấp dẫn hơn, đặc biệt là các tài sản mà bên mua có thể đang nhắm tới.

- Thu hút cổ đông: đưa ra một kế hoạch chiến lược để cho cổ đông thấy tự thân công ty có thể làm tăng giá trị cổ phiếu của mình như thế nào.

- Ném bùn: thực hiện các cuộc tấn công cá nhân nhằm vào lãnh đạo của công ty mua.

- Pac-man: công ty mục tiêu đảo ngược tình thế và mua lại chính công ty mua.

Quy trình thực hiện của một thương vụ

Giao dịch M&A cũng như bất kỳ giao dịch nào khác, để đạt được hiệu quả cao thì đều phải quan tâm đến nội dung và hình thức của giao dịch. Nói cách khác, để có hiệu quả cao, giao dịch M&A phải đáp ứng hai điều kiện: giao dịch để làm gì và giao dịch bằng cách nào?

Câu hỏi “giao dịch M&A để làm gì?” là để trả lời cho mục đích, chiến lược của những bên tham gia M&A. Đây là các kỳ vọng, mong



muốn của các bên khi tham gia giao dịch và là động lực chính để dẫn dắt các bên trong các quyết định và các bước công việc sau này. Như vậy, sau khi đã trả lời được câu hỏi đầu tiên và quan trọng nhất, các bên tham gia giao dịch cần phải cụ thể hóa trên thực tế các công việc để đảm bảo mục đích và mong muốn của mình sẽ đạt được. Còn câu hỏi “giao dịch M&A bằng cách nào?” chính là để trả lời cho các công việc cụ thể này.

Có nhiều cách thức, các bước công việc để thực hiện M&A, tuy nhiên vấn đề cần quan tâm trước tiên đó là hình thức pháp lý mà pháp luật cho phép để thực hiện giao dịch. Hình thức pháp lý để thực hiện giao dịch M&A cũng rất phong phú và khác nhau. Đó là các trình tự, điều kiện do pháp luật quy định mà các bên tham gia giao dịch phải tuân thủ. Không những thế, hình thức pháp lý của giao dịch M&A sẽ quyết định các công việc cụ thể khác cần có để tiến hành giao dịch M&A cũng như quyết định chúng sẽ được thực hiện như thế nào và tại thời điểm nào.

a. Quy trình cơ bản

Mua bán, sáp nhập là một quá trình dài, phức tạp và tốn kém nhiều nguồn lực. Việc xác định điểm hoàn thành của một quy trình mua bán, sáp nhập thường không rõ ràng. Một số doanh nghiệp xác định điểm hoàn thành của một vụ mua bán sáp nhập là thời điểm mà sau đó dự án không cần một nguồn lực riêng bao gồm nhân lực và ngân sách. Có thể chia quy trình mua bán, sáp nhập thành bốn giai đoạn như sau:

Giai đoạn khởi động và nghiên cứu khả thi

Giai đoạn khởi động thường thể hiện ở những ý tưởng ban đầu được đưa ra bởi các nhân sự cao cấp. Giai đoạn này được tiếp nối bởi việc nghiên cứu khả thi, mà cụ thể là việc xem xét các số liệu tài chính, khả năng cộng hưởng, lộ trình thời gian. Giai đoạn này được

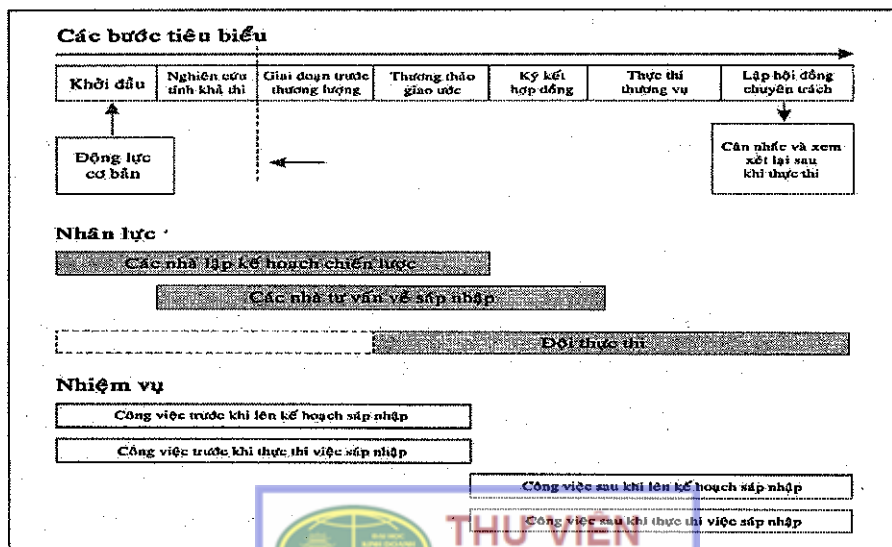
kết thúc bằng việc ban điều hành đưa ra quyết định thực hiện dự án. Quyết định này được cụ thể hoá bằng việc phân bổ nguồn lực và ngân sách cần thiết để tiến hành dự án.

Giai đoạn đàm phán và ký kết hợp đồng

Sau khi có quyết định của ban điều hành, giai đoạn đàm phán được tiến hành. Ban điều hành của hai doanh nghiệp sẽ tiến hành thương lượng về giá cả, cách thức kết hợp cũng như mô hình tổ chức và hoạt động của doanh nghiệp mới. Quá trình đàm phán và thoả thuận thường có sự tham gia của các chuyên gia tư vấn độc lập và các luật sư. Các chuyên gia tư vấn có thể thay mặt doanh nghiệp tiến hành chỉ đạo việc đàm phán.

Kết quả đàm phán thành công sẽ được cụ thể hoá bằng văn bản thông qua việc ký kết thoả thuận mua bán, sáp nhập. Thoả thuận mua bán, sáp nhập quy định quyền hạn và trách nhiệm của các bên đối với giao dịch đã ký kết. Các thoả thuận này có thể rất dài, chi tiết và thường được soạn thảo bởi các chuyên gia tư vấn kết hợp với luật sư của doanh nghiệp.

Hình 5.2: Quy trình mua bán, sáp nhập doanh nghiệp



Phê duyệt của các cơ quan chức năng

Hoạt động mua bán, sáp nhập thường liên quan rất nhiều tới các vấn đề pháp lý. Một trong các vấn đề liên quan là Luật chống độc quyền (ở Việt Nam là Luật cạnh tranh). Việc sáp nhập hai doanh nghiệp lớn có thị phần lớn có thể gây nên tình trạng độc quyền hay thống lĩnh thị trường, ảnh hưởng đến tự do cạnh tranh và quyền lợi của người tiêu dùng. Do đó các giao dịch lớn cần sự thông qua của cơ quan chức năng.

Trong thực tế có rất nhiều giao dịch M&A không được thực thi do không được cơ quan chức năng phê duyệt. Một tình huống tiêu biểu xảy ra vào năm 1998, khi hai công ty kiểm toán Ernst&Young và KPMG đàm phán sáp nhập trên phạm vi toàn cầu để trở thành công ty dịch vụ tài chính lớn nhất thế giới, sau khi hai đối thủ của họ là Price Waterhouse và Coopers Lybrand sáp nhập thành PriceWaterhouse&Coopers (PWC) năm 1997. Tuy nhiên giao dịch này không được Cộng đồng chung Châu Âu (EU) phê duyệt do họ cho rằng sự kết hợp này sẽ tạo ra sự độc quyền quá lớn của ba công ty kiểm toán lớn nhất (Big Three).

Giai đoạn thực hiện

Sau khi thoả thuận mua bán, sáp nhập ký kết, việc thực hiện được tiến hành. Giai đoạn này có thể được thực hiện bởi nhân viên nội bộ hoặc các chuyên gia tư vấn thuê ngoài.

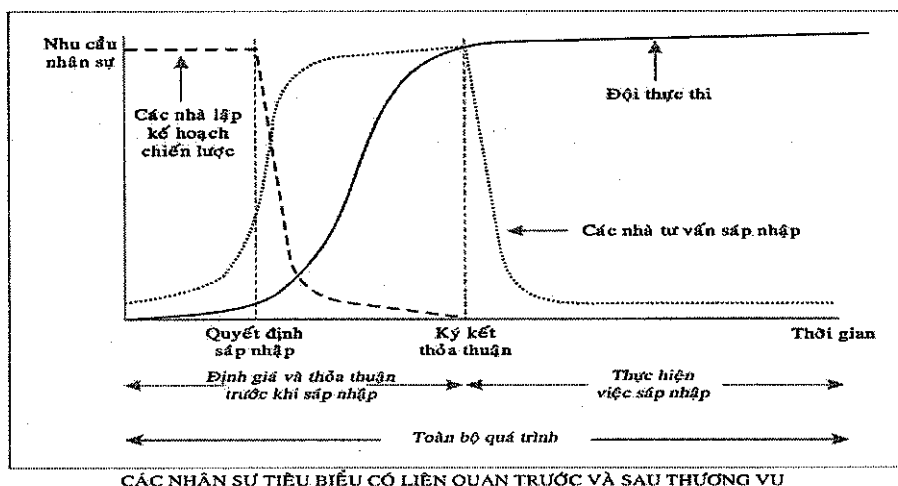
Vai trò của tư vấn

Các doanh nghiệp thông qua quá trình mua bán, sáp nhập thường lập một nhóm dự án gồm các nhân sự chuyên nghiệp bên trong và ngoài doanh nghiệp để xây dựng kế hoạch và thực hiện dự án. Doanh nghiệp có thể sử dụng nhân viên nội bộ hoặc thuê các chuyên gia tư vấn bên ngoài. Mỗi phương án đều có ưu, nhược điểm nhất định.

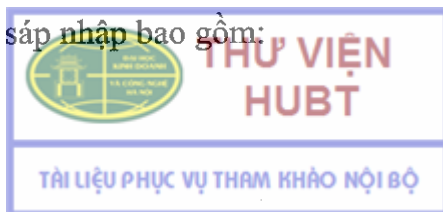
Việc sử dụng nhân viên nội bộ có ưu điểm tiết kiệm chi phí, bảo mật thông tin, nâng cao kinh nghiệm cũng như đảm bảo tốc độ dự án. Việc thuê các chuyên gia tư vấn bên ngoài, mà thông dụng nhất là thuê các ngân hàng đầu tư, hay công ty chứng khoán... cũng có nhiều thuận lợi. Ngoài kiến thức chuyên nghiệp, các ngân hàng đầu tư còn tiếp cận thông tin thị trường giúp quá trình thương lượng đạt được những điều khoản, điều kiện tốt hơn.

Số liệu thống kê cho thấy trong giai đoạn 1993-1996, bên bán có sử dụng dịch vụ ngân hàng đầu tư bán được giá với mức thặng dư (premium) trung bình 31,6% so với mức 26,1% không sử dụng ngân hàng đầu tư. Đối với bên mua có sử dụng dịch vụ của ngân hàng đầu tư chỉ phải trả phần thặng dư là 30,3% so với mức 32,3% không sử dụng dịch vụ của ngân hàng đầu tư. Như vậy, sự tham gia của các đội tư vấn chuyên nghiệp là có lợi cho cả hai bên trong một thương vụ.

Hình 5.3: Mức độ tham gia của các nhóm tư vấn trong thương vụ M&A



Sơ đồ trên cho thấy mức độ của các nhóm tư vấn tham gia vào quy trình mua bán, sáp nhập bao gồm:



Tư vấn chiến lược: tại thời điểm doanh nghiệp bắt đầu có ý định mua bán, sáp nhập, tư vấn chiến lược có vai trò quan trọng trong việc phân tích chiến lược, xác định mục tiêu nhằm giúp doanh nghiệp đưa ra quyết định có tiếp tục thực hiện kế hoạch hay không. Khi quyết định đã được đưa ra, vai trò của tư vấn chiến lược sẽ giảm dần.

Tư vấn mua bán, sáp nhập: có vai trò quan trọng sau khi quyết định chiến lược được đưa ra. Tư vấn mua bán, sáp nhập bao gồm các chuyên gia tài chính, luật sư tham gia vào quá trình định giá doanh nghiệp, rà soát đặc biệt (due diligence), soạn thảo hợp đồng nhằm giúp bên mua thương lượng thành công với bên bán. Vai trò của tư vấn mua bán, sáp nhập sẽ giảm dần sau khi hợp đồng mua bán, sáp nhập được ký kết.

Tư vấn thực hiện: Sau khi hợp đồng ký kết sẽ là giai đoạn thực hiện. Nhóm thực hiện chủ yếu bao gồm các **nhân sự nội bộ** của hai doanh nghiệp. Tuy nhiên ban điều hành cũng có thể thuê tư vấn chuyên nghiệp tham gia vào quá trình thực hiện. Các ngân hàng đầu tư hoặc các công ty tư vấn quản lý đều có thể cung cấp dịch vụ này.

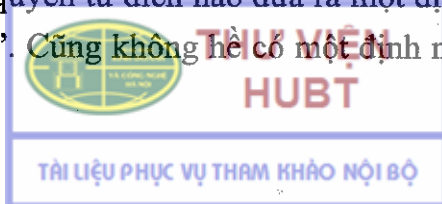
Trong các nhóm tư vấn thì tư vấn tài chính luôn có vai trò trung tâm. Khi một đơn vị đại diện cho bên mua hay bên bán, họ có thể thực hiện các công việc sau đây:

Tư vấn cho bên mua/bên nhận sáp nhập	Tư vấn cho bên bán/bên bị sáp nhập
- Xác định công ty mục tiêu - Rà soát, đánh giá mục tiêu theo quan điểm chiến lược, tài chính... của bên mua và đưa ra ý kiến khách quan - Xây dựng cơ cấu tài chính cho thương vụ: giá đề nghị, mức giá kỳ vọng cuối cùng, phương thức thanh toán, nguồn hỗ trợ tài chính cho thương vụ... - Tư vấn cho khách hàng trong đàm phán và có thể thay mặt khách hàng để đàm phán - Thu thập thông tin về những công ty mua khác có cùng ý định - Tìm thông tin về cổ đông bên bán và tiến hành “quảng bá” nhằm thuyết phục họ chấp nhận lời đề nghị - Thu thập thông tin phản hồi từ thị trường về thương vụ - Xây dựng kế hoạch tài chính cho công ty sau thương vụ, dự báo các chỉ tiêu tài chính ...	- Giám sát cổ phiếu của bên bán nhằm theo dõi các đề nghị tiềm năng và đưa ra cảnh báo sớm về một vụ đề nghị thầu có thể xảy ra - Đưa ra chiến lược phòng thủ hiệu quả cho khách hàng - Đánh giá bên bán và đưa ra ý kiến khách quan về lời đề nghị của bên mua - Giúp bên bán và kế toán của họ thực hiện các dự báo tài chính - Tìm kiếm sự hợp tác của những nhà đầu tư thiện chí để ngăn chặn những giao dịch không thân thiện (hostile takeover) - Đàm phán với bên mua và đội ngũ tư vấn của họ

Nghiệp vụ rà soát đặc biệt (Due Diligence)

Nhóm tư vấn mua bán, sáp nhập mà chủ yếu đến từ bên ngoài sẽ thực hiện một nghiệp vụ vô cùng quan trọng, giúp cho bên thuê tư vấn có được những thông tin xác thực về đối tác trong thương vụ, được gọi là nghiệp vụ *rà soát đặc biệt* (Due Diligence - hay viết tắt là Due-Di).

Không có một quyền từ điển nào đưa ra một định nghĩa rõ ràng về “rà soát đặc biệt”. Cũng không hề có một định nghĩa chuẩn mực



trên phương diện pháp lý. Một **luật sư** có thể đưa ra khái niệm một cách tương đối như sau: “*Rà soát đặc biệt* là một quy trình điều tra và thăm dò thực hiện bởi công ty mua nhằm xác nhận rằng thương vụ họ đang xúc tiến là xác đáng”.

Một **người môi giới** có thể đi xa hơn. Họ có thể coi “rà soát đặc biệt” là một cách để giảm thiểu rủi ro. Có không ít các cuộc khảo sát đã chỉ ra một vụ sáp nhập rủi ro đến mức nào và theo những khảo sát đó, không dưới một nửa các vụ mua bán, sáp nhập là thất bại. Con số chính xác có thể lên tới 3/4. Việc rà soát càng được tiến hành tốt, công ty mua càng hiểu rõ về công ty mục tiêu và do đó họ càng biết về những rủi ro mà họ phải đương đầu trước mắt. Do vậy, theo quan điểm của một người môi giới, rà soát đặc biệt cho phép công ty mua:

- Nhận ra các vấn đề cần thiết cho việc thỏa thuận giá cả, do vậy giảm được rủi ro trong việc trả giá quá cao;
- Tránh rủi ro cho thương vụ khỏi bị dính líu đến các vấn đề pháp lý.

Nói cách khác, những nhà môi giới nhìn nhận “rà soát đặc biệt” như là một sự hỗ trợ. Nó không chỉ là việc tìm kiếm những lỗ hổng hay là những điều xấu cần phải che đậy. Dù có cả hai điều đó, rà soát đặc biệt vẫn mang mục đích là tạo ra một thương vụ thành công. Nó bao gồm ba việc sau:

- Kiểm tra xem tình hình công ty mục tiêu có đúng như những gì họ công bố hay không;
- Xác nhận lại giá trị bên mua đã bỏ vào thương vụ;
- Lấp những lỗ hổng trong kế hoạch sáp nhập;

Tuy nhiên, nhìn rộng hơn, về bản chất nghiệp vụ rà soát đặc biệt trong M&A còn là quá trình điều tra các thông tin chi tiết về một công

ty nào đó có thể là **bên bán** hoặc **bên mua**. Các công ty mua cần hiểu rõ về công ty họ cần mua lại. Ngược lại, các công ty bán cũng cần hiểu rõ ai đang theo đuổi họ và họ có nên chấp nhận một lời đề nghị mua lại hay sáp nhập hay không. Tất nhiên, bên mua thường là bên sử dụng nghiệp vụ này nhiều hơn.

Rà soát đặc biệt tuy chỉ là một phần trong giao dịch M&A, song xét trên nhiều khía cạnh, đây lại là phần quan trọng nhất. Lý do vì M&A là một quyết định đầu tư mạo hiểm với bất kỳ một doanh nghiệp nào. Đứng trước một quyết định rủi ro như vậy, thứ mà các nhà quản lý công ty cần nhất chính là thông tin về đối tác. Nhiệm vụ của rà soát đặc biệt là phải cung cấp thông tin càng nhiều và càng có chất lượng càng tốt trong thời gian nhanh nhất có thể. Để làm được điều này, nhóm tư vấn cần xác định các yếu tố chính:

- Xác định những thông tin trọng yếu nhất cần thu thập, vì sẽ không có nhiều thời gian để cân nhắc tất cả thông tin.
- Xác định nguồn thông tin chính xác trong giới hạn thời gian cho phép.
- Xác định đúng đối tượng để phân tích, đánh giá lại những dữ liệu đã thu thập.

Nghiệp vụ rà soát đặc biệt hướng tới thẩm tra cả thông tin bên trong và bên ngoài. Hai quá trình này đều phải được thực hiện và cập nhật liên tục trong suốt quá trình rà soát. Trước kia, rà soát đặc biệt được hiểu là chỉ đề cập đến khía cạnh pháp lý và tài chính, song quan điểm hiện đại đều đã mở rộng hoạt động này ra rất nhiều các khía cạnh khác của công ty như môi trường, công nghệ, nhân sự... Có thể kể ra các chủ điểm trong quá trình thẩm định chi tiết như sau:

- Phân tích môi trường vĩ mô.



- Phân tích về lĩnh vực hoạt động và xu thế của ngành kinh doanh.
- Các tiêu chí trong quá trình rà soát nội bộ.
 - Những vấn đề về chiến lược và hoạt động của công ty (kế hoạch kinh doanh, khách hàng, môi trường cạnh tranh, marketing, doanh số...);
 - Những vấn đề về tài chính: lợi nhuận, dòng tiền, vốn, thuế...;
 - Kỹ thuật và công nghệ;
 - Sở hữu sản phẩm/sở hữu trí tuệ;
 - Các vấn đề pháp lý;
 - Nhân sự: hợp đồng lao động, cơ cấu bồi thường, chế độ phúc lợi, lương hưu, văn hóa công ty...;
 - Vấn đề môi trường: tác động của hoạt động công ty đến môi trường sống, hệ thống xử lý nước thải, các cam kết về môi trường...;
 - Các vấn đề khác: hợp đồng thuê, giấy phép, thương hiệu, bảo hiểm...

Để có được thông tin về một loạt các khía cạnh như vậy, đòi hỏi nhóm tư vấn phải tìm kiếm nguồn thông tin vô cùng rộng lớn. Thậm chí, tình báo doanh nghiệp (hay gián điệp kinh tế) cũng có thể được sử dụng như một phương thức để khai thác thông tin vì không phải thông tin nào cũng được công ty đối tác công khai hay sẵn sàng công khai và nhiều khi tình báo trở thành trái tim của nghiệp vụ rà soát đặc biệt. Dựa trên những thông tin chất lọc từ những nguồn chính xác, tình báo doanh nghiệp mang lại cho các nhà điều hành công ty thông tin đầy đủ, cho phép họ đưa ra những quyết định phù hợp. Tại bất kỳ giai đoạn nào cũng không thể coi nhẹ vai trò của thông tin – chúng giúp các công ty hoạch định chiến lược, lên kế hoạch, xây dựng quy

trình giao dịch, đàm phán và thực hiện các kế hoạch hợp nhất sau thương vụ. Tuy nhiên, trong khi khoảng 90% thông tin cần thiết cho hoạt động M&A được phổ biến rộng rãi, thì kỹ năng chính trong toàn bộ quá trình này là khả năng xác định được những thông tin nào cần thiết, tìm thông tin đó ở đâu và cách thức để lấy được thông tin đó. Bị chia rẽ giữa các nguồn thông tin nghiên cứu với thông tin về bản thân công ty mua, ban lãnh đạo công ty bán và các cuộc phỏng vấn với nhiều đối tượng, các công ty có thể chất lọc, xác định và phân tích những vấn đề và thông tin quan trọng nhất, từ đó đưa ra được phương hướng hành động phù hợp nhất cho quá trình M&A.

Phí tư vấn

Phí tư vấn trong các giao dịch mua bán, sáp nhập được thương lượng giữa bên tư vấn và khách hàng (bên bán hoặc bên mua). Thông thường các khoản phí chính được thực hiện trên cơ sở sự thành công của thương vụ, tức là doanh nghiệp chỉ phải trả nếu thương vụ thành công. Ngoài khoản phí chính, theo thông lệ chung, doanh nghiệp có trách nhiệm bồi hoàn các phụ phí liên quan, như chi phí đi lại, ăn ở của các chuyên gia tư vấn, chi phí thông tin liên lạc, chi phí in ấn tài liệu... trên cơ sở chi phí thực tế phát sinh. Các khoản phụ phí này được thanh toán không phụ thuộc vào sự thành công của thương vụ.

Cơ cấu mức phí được dựa trên giá trị của thương vụ. Thông thường giá trị thương vụ càng lớn thì mức phí tính trên giá trị thương vụ càng giảm. Chẳng hạn, ngân hàng đầu tư Lehman Brothers (đã sụp đổ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008) trước kia đã phát triển một công thức được gọi là “5 – 4 – 3 – 2 – 1”, theo đó tỷ lệ phần trăm phí tư vấn sẽ lũy thoái theo giá trị thương vụ, cụ thể như sau:

- 5% được trả cho giá trị 1 triệu USD đầu tiên;



- 4% được trả cho giá trị 1 triệu USD thứ hai (1 - 2 triệu);
- 3% được trả cho giá trị 1 triệu USD thứ ba (2 - 3 triệu);
- 2% được trả cho giá trị 1 triệu USD thứ tư (3 - 4 triệu);
- 1% được trả cho giá trị trên 4 triệu USD thứ ba (> 4 triệu);

Đối với các giao dịch có giá trị rất lớn (hàng trăm triệu hay hàng tỷ đô-la), phí tư vấn thường dưới 1%.

Ngoài phương pháp tính phí trên cơ sở thành công của thương vụ, một số ngân hàng đầu tư có thể thương lượng mức phí cố định thanh toán trước nhằm tránh rủi ro huỷ bỏ giao dịch giữa chừng. Rủi ro này thường hay xảy ra đối với các doanh nghiệp tư nhân quy mô vừa và nhỏ khi các ông chủ thường hay thay đổi kế hoạch.

Như vậy, dù trách nhiệm cuối cùng đối với kết quả của một thương vụ là thuộc về ban điều hành công ty hai bên, song vai trò và công việc của đơn vị tư vấn là vô cùng quan trọng. Tư vấn không chỉ giúp các bên đẩy nhanh quá trình giao dịch, cung cấp thông tin khách quan và chuyên nghiệp hóa quy trình, mà còn có khả năng quyết định sự thành công hay thất bại của một thương vụ M&A.

TÓM TẮT CHƯƠNG 5

Tư vấn chứng khoán rất đa dạng, bao gồm tư vấn đầu tư chứng khoán, tư vấn tài chính doanh nghiệp: tư vấn niêm yết, tư vấn cổ phần hóa, tư vấn mua bán sáp nhập doanh nghiệp... Mỗi hoạt động tư vấn có nguyên tắc và quy trình riêng.

** Hoạt động tư vấn chứng khoán là hoạt động thu thập, xử lý thông tin; vận dụng chuyên môn nhằm phát hiện, đề xuất giải pháp, phương án; lập dự án và giám sát, đánh giá dự án.*

** Hoạt động này rất phong phú, đi vào nhiều lĩnh vực liên quan đến chứng khoán như tư vấn đầu tư chứng khoán; tư vấn niêm yết; tư vấn đầu giá cổ phần; tư vấn mua bán sáp nhập doanh nghiệp...*

** Tư vấn đầu tư chứng khoán được hiểu là hoạt động phân tích; đưa ra khuyến nghị liên quan đến mua bán, nắm giữ chứng khoán hoặc công bố và phát hành các ấn phẩm có liên quan đến chứng khoán. Đây là nghiệp vụ có vai trò quan trọng đối với nhà đầu tư và bản thân tổ chức tư vấn. Nghiệp vụ này được thực hiện trên cơ sở tuân thủ nguyên tắc trung thực, công bằng; bảo mật; khách quan; đầy đủ và chi tiết.*

** Tư vấn niêm yết là việc nhân viên tư vấn dựa vào những kỹ năng chuyên môn, hiểu biết về pháp luật và kinh nghiệm thực tế về niêm yết chứng khoán để giúp doanh nghiệp đưa chứng khoán lên niêm yết và giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán một cách nhanh chóng và hiệu quả. Nội dung tư vấn niêm yết bao gồm: tư vấn trước niêm yết, tư vấn lựa chọn nơi niêm yết, tư vấn thời điểm niêm yết, tư vấn về trình tự các bước niêm yết chứng khoán, thực hiện định giá doanh nghiệp, hỗ trợ doanh nghiệp chuẩn bị hồ sơ niêm yết, hỗ trợ*

doanh nghiệp các thủ tục đăng ký niêm yết, cung cấp dịch vụ sau niêm yết...

** Tư vấn đầu giá cổ phần là một nghiệp vụ của CTCK trong đó CTCK sẽ tư vấn thủ tục và các bước cần thiết để tiến hành đầu giá cổ phần cho doanh nghiệp.*

Công việc này bao gồm tư vấn tổ chức thăm dò nhà đầu tư để xác định mức độ quan tâm và giá có thể phát hành, tư vấn hỗ trợ doanh nghiệp tổ chức giới thiệu công ty với công chúng và tư vấn hỗ trợ doanh nghiệp giải thích các vướng mắc của nhà đầu tư trong quá trình công bố thông tin, tư vấn xây dựng bản công bố thông tin, tư vấn xây dựng quy chế đầu giá, tư vấn thủ tục pháp lý, tư vấn xác định giá khởi điểm... với mục đích đảm bảo sự thành công của đợt phát hành, tạo giá trị vốn huy động tối ưu và nâng cao tính thanh khoản của chứng khoán sau khi phát hành.

** Tư vấn CPH là hoạt động hướng dẫn DNNN thực hiện chuyển đổi từ DNNN sang CTCP, bao gồm tư vấn một phần hoặc toàn bộ quy trình.*

** Tư vấn mua bán sáp nhập doanh nghiệp là một nghiệp vụ của CTCK trong đó CTCK sẽ tư vấn thủ tục và các bước cần thiết để tiến hành mua bán sáp nhập doanh nghiệp.*

MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Tư vấn chứng khoán	Stock consulting
Tư vấn tài chính doanh nghiệp	Corporate finance consulting
Tư vấn niêm yết	Listing consulting
Tư vấn trước niêm yết	Pre-listing consulting
Tư vấn sau niêm yết	Post-listing consulting
Tư vấn đấu giá cổ phần	Auction of stock consulting
Tư vấn cổ phần hóa và định giá doanh nghiệp	Equitization and assets evaluation consulting
Tư vấn M&A	M&A consulting
Sáp nhập	Merger
Mua lại	Acquisition
Rà soát đặc biệt	Due diligence
Đề nghị thầu	Tender offer
Ủy quyền hành động	Proxy fight/contest

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 5

1. Trình bày nội dung các nghiệp vụ tư vấn chứng khoán của tổ chức kinh doanh chứng khoán.
2. Phân tích nguyên tắc tư vấn đầu tư chứng khoán.
3. Cho biết quy trình thực hiện các nghiệp vụ tư vấn.
4. Cho biết sự khác biệt giữa nghiệp vụ tư vấn phát hành với nghiệp vụ tư vấn đầu giá cổ phần.
5. Phân tích thực trạng thực hiện các nghiệp vụ tư vấn chứng khoán của các tổ chức kinh doanh chứng khoán thời gian qua.
6. Cho biết tình huống sau:

Vào đầu giờ phiên giao dịch ngày X, một nam thanh niên đến sàn giao dịch của công ty chứng khoán Y để nhờ tư vấn của nhân viên môi giới chứng khoán. Thông tin ban đầu cho biết, số tiền thanh niên dự kiến đầu tư chứng khoán là 100 triệu VNĐ, khả năng chấp nhận rủi ro là 30%.

- a. Với tư cách là nhân viên môi giới, bạn cần khai thác thêm thông tin gì và tư vấn đầu tư cho thanh niên trên như thế nào?
- b. Kết quả trên sẽ thay đổi như thế nào nếu nhà đầu tư đến nhờ tư vấn là cụ già đã nghỉ hưu?

CHƯƠNG 6

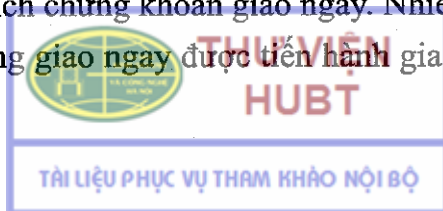
CÁC HÌNH THỨC GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

Khi thực hiện mua bán chứng khoán, bên cạnh chọn chiến lược đầu tư, nhà đầu tư cần lựa chọn hình thức giao dịch phù hợp. Các hình thức giao dịch chứng khoán rất đa dạng như giao dịch chứng khoán giao ngay, giao dịch chứng khoán phái sinh: giao dịch hợp đồng kỳ hạn, tương lai và quyền chọn; giao dịch ký quỹ. Việc sử dụng hình thức giao dịch nào còn phụ thuộc vào đặc điểm tài chính của mỗi nhà đầu tư, khả năng chấp nhận rủi ro, quy định của luật pháp mỗi nước... Chương này sẽ làm rõ khái niệm, nội dung và quy trình thực hiện của mỗi hình thức giao dịch...

6.1. Giao dịch chứng khoán giao ngay

Giao dịch chứng khoán giao ngay là hoạt động giao dịch trong đó chứng khoán được giao hàng và thanh toán ngay lập tức (đối lập với giao dịch chứng khoán kỳ hạn trong đó chứng khoán được giao vào một thời điểm trong tương lai). Bất kể thị trường giao dịch chứng khoán nào không bao gồm giao dịch chứng khoán kỳ hạn hoặc tương lai đều có thể được coi là thị trường chứng khoán giao ngay. Thuật ngữ giao ngay trên thị trường chứng khoán cũng mang tính chất tương đối. Các hợp đồng giao dịch chứng khoán có thời hạn thanh toán không quá một tháng cũng được tính là hợp đồng giao ngay.

Giao dịch chứng khoán giao ngay được thực hiện trên thị trường tập trung (Sở giao dịch chứng khoán) hoặc thị trường phi tập trung (OTC). Thị trường chỉ được vận hành khi có cơ sở hạ tầng thích hợp để thực hiện giao dịch chứng khoán giao ngay. Nhiều công cụ chứng khoán trên thị trường giao ngay được tiến hành giao dịch trực tuyến



qua Internet.

Trên Sở giao dịch chứng khoán, giao dịch chứng khoán giao ngay được thực hiện theo mức giá thị trường hiện tại thông qua các phiên giao dịch khớp lệnh, giao dịch thỏa thuận theo chu kỳ thanh toán tiền mặt và giao hàng kéo dài từ 1-3 ngày.

Trên thị trường chứng khoán phi tập trung, giao dịch thường diễn ra theo nguyên tắc thỏa thuận song phương giữa hai bên tham gia. Các điều khoản hợp đồng đôi khi không được quy chuẩn và mức giá giao dịch cũng thường không được công bố cụ thể cho toàn thị trường.

Các nội dung của giao dịch giao ngay

- **Giao dịch chứng khoán giao ngay:** là việc mua hoặc bán một loại chứng khoán để thanh toán (trả tiền và chuyển giao hàng) ngay (on spot date).

- **Ngày thanh toán ngay (spot date):** Trên lý thuyết, thanh toán giao ngay đồng nghĩa với việc chuyển giao tiền và hàng hóa ngay trong ngày diễn ra giao dịch. Tuy nhiên, ngày thanh toán có thể khác nhau với các loại giao dịch tài chính khác nhau.

Thông thường thời gian thanh toán giao dịch khớp lệnh chứng khoán đa phương trên Sở GDCK là 2 hoặc 3 ngày làm việc sau ngày phát sinh giao dịch (chu kỳ T+2, T+3). Điều này có nghĩa là sau 2 hoặc 3 ngày làm việc, tiền sẽ được chuyển giao cho người bán và chứng khoán được chuyển sang tài khoản của người mua.

Thời gian thanh toán theo giao dịch thỏa thuận thường rất linh hoạt và tùy theo thỏa thuận giữa hai bên. Thông thường, giao dịch thỏa thuận với khối lượng lớn trên Sở được thanh toán và chuyển giao hàng hóa vào đúng ngày giao dịch hoặc sau đó một ngày (T+1). Giao dịch thỏa thuận giao ngay trên thị trường chứng khoán phi tập trung OTC có thời gian thanh toán tùy theo thỏa thuận giữa hai bên nhưng

tối đa không lâu hơn một tháng. Các giao dịch có thời hạn thanh toán trong cùng tháng với ngày diễn ra giao dịch cũng được coi là giao dịch giao ngay.

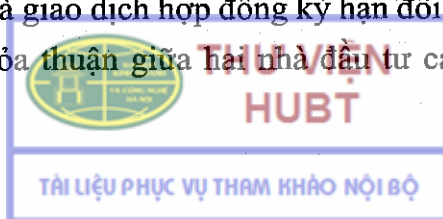
- **Giá giao ngay:** Tùy theo loại công cụ giao dịch, giá giao ngay có thể phản ánh kỳ vọng của thị trường về biến động giá trong tương lai theo nhiều cách. Giống như bất kỳ thị trường hàng hóa nào, giá giao ngay phản ánh cân bằng cung cầu trên thị trường vào thời điểm hiện tại. Mức giá giao ngay trên thị trường chứng khoán được xác định theo nhiều phương thức giao dịch (giao dịch khớp lệnh định kỳ, khớp lệnh liên tục, giao dịch thỏa thuận...).

- **Cách thức giao dịch:** Giao dịch trên thị trường chứng khoán giao ngay có thể được thực hiện trên Sở giao dịch và trên thị trường chứng khoán phi tập trung. Giao dịch trên Sở đòi hỏi nhà đầu tư có tài khoản, giao dịch chứng khoán ở dạng điện tử và tuân thủ theo các quy định của Sở (bao gồm các quy tắc khớp lệnh và xác định giá, nguyên tắc đặt lệnh...). Giao dịch trên thị trường phi tập trung (OTC) cũng đòi hỏi các nhà đầu tư tuân thủ theo các quy tắc và quy định của các Tổ chức tự quản, Hiệp hội nhà đầu tư...

6.2. Giao dịch chứng khoán phái sinh

6.2.1. Giao dịch hợp đồng kỳ hạn

Hợp đồng kỳ hạn là một loại chứng khoán phái sinh ghi nhận thỏa thuận giữa hai bên tham gia giao dịch, theo đó bên sở hữu hợp đồng (bên mua) đồng ý mua một loại chứng khoán nhất định từ bên còn lại (bên bán) vào một thời điểm cụ thể trong tương lai với số lượng và giá được xác định sẵn vào ngày thỏa thuận. Từ khái niệm này có thể thấy, trong thực tế hợp đồng kỳ hạn tồn tại dưới dạng hợp đồng giữa hai bên và giao dịch hợp đồng kỳ hạn đối với cổ phiếu chủ yếu là giao dịch thỏa thuận giữa hai nhà đầu tư cá nhân với nhau,



chứ không phải giao dịch theo kiểu niêm yết tập trung trên sàn chứng khoán như đối với hợp đồng tương lai. Chính vì vậy, cơ chế giao dịch của hợp đồng kỳ hạn khá đơn giản và đây chính là lý do làm cho nó trở thành công cụ phổ biến nhất để phòng vệ rủi ro (hedge) hoặc đầu cơ (spec) của các nhà đầu tư cá nhân.

Một quá trình giao dịch hợp đồng kỳ hạn điển hình bao gồm những công đoạn sau:

Hình thành hợp đồng kỳ hạn

Nếu như đang sở hữu một lượng cổ phiếu nhất định, nhà đầu tư có thể dựa vào đó để tạo thành hợp đồng kỳ hạn. Một hợp đồng kỳ hạn hoàn chỉnh đòi hỏi phải có đủ năm yếu tố: loại chứng khoán giao dịch, số lượng chứng khoán giao dịch, giá thị trường hiện tại của chứng khoán (giá giao ngay) vào thời điểm hiện tại (thời điểm xây dựng hợp đồng), giá thực hiện (giá bên sở hữu hợp đồng sẽ trả để mua chứng khoán vào thời điểm đáo hạn) và thời gian đáo hạn của hợp đồng.

Đối với các nhà đầu tư có mở tài khoản giao dịch tại một tổ chức trung gian như công ty chứng khoán hoặc ngân hàng đầu tư, việc hình thành một hợp đồng kỳ hạn đúng chuẩn sẽ được thực hiện với sự giúp đỡ của tổ chức trung gian.

Đăng ký bán hợp đồng kỳ hạn

Sau khi hợp đồng kỳ hạn được hình thành, nhà đầu tư có thể thực hiện bán hợp đồng kỳ hạn bằng cách tự tìm kiếm người mua chấp nhận các điều khoản trong hợp đồng và thực hiện ký kết dưới dạng thỏa thuận tự do giữa các cá nhân, nhưng trong thực tế chủ yếu việc này được thực hiện với sự giúp đỡ của nhà môi giới, là công ty chứng khoán hoặc ngân hàng đầu tư nơi nhà đầu tư mở tài khoản. Nhà đầu tư sẽ đăng ký bán hợp đồng quyền chọn với nhà môi giới, từ đó nhà môi giới có được danh sách các hợp đồng quyền chọn muốn bán của

công ty mình, sau đó nhà môi giới sẽ chủ động tìm kiếm trong số các khách hàng của mình và của các công ty khác những đối tác có nhu cầu phù hợp với hợp đồng quyền chọn của nhà đầu tư cần bán và tiến hành thực hiện giao dịch.

Giao dịch hợp đồng kỳ hạn

Tại thời điểm một giao dịch hợp đồng thời hạn được ký kết, không có sự trao đổi thực tế nào về chứng khoán diễn ra, tuy nhiên việc đặt bút ký vào hợp đồng kỳ hạn đồng nghĩa với việc cả hai bên tham gia giao dịch cam kết sẽ thực hiện việc mua bán vào thời điểm đã định sẵn trong tương lai, tức là một giao dịch về tài sản chắc chắn sẽ xảy ra trừ khi cả hai bên đồng ý hủy việc thực hiện hợp đồng. Chính vì vậy, ngay khi hợp đồng kỳ hạn được giao dịch, tài khoản của cả người mua và người bán sẽ được ghi nhận tương ứng.

Cụ thể, tài khoản của người bán hợp đồng kỳ hạn (là bên nhận được tiền) sẽ được ghi có ngay lập tức một khoản tiền là phí hợp đồng kỳ hạn (nhận được từ người mua ngay khi bán hợp đồng), số tiền này có thể được sử dụng ngay. Một khoản tiền khác là giá trị hợp đồng kỳ hạn (là số tiền người mua sẽ trả để mua chứng khoán vào ngày đáo hạn theo thỏa thuận trên hợp đồng) được ghi nhận vào tài khoản dưới dạng “Khoản phải thu” hoặc “Tiền đang về tài khoản”. Việc ghi nhận này chủ yếu giúp cho nhà đầu tư theo dõi thay đổi của tài khoản dễ dàng hơn, còn thực tế nhà đầu tư chưa thể sử dụng được số tiền này cho đến ngày hoàn thành việc tất toán hợp đồng kỳ hạn, trừ khi có thỏa thuận với công ty chứng khoán theo dạng “Ứng trước”.

Tài khoản của người mua hợp đồng kỳ hạn sẽ được ghi nợ khoản “Phí hợp đồng kỳ hạn”, là số tiền bỏ ra để mua hợp đồng kỳ hạn. Ngoài ra, một “Khoản phải trả” bằng với giá trị hợp đồng kỳ hạn cũng sẽ được ghi nhận vào tài khoản. Khoản này không làm thay đổi số



đủ khả dụng của nhà đầu tư vì giao dịch thực tế chưa diễn ra, nhưng nó giúp cho nhà đầu tư nắm bắt được trạng thái của tài khoản sau khi thực hiện hết tất cả các nghĩa vụ.

Tất toán hợp đồng kỳ hạn

Trừ khi có sự đồng ý của cả hai bên hủy bỏ hoặc thay đổi các nội dung trong hợp đồng, giao dịch thực tế sẽ diễn ra vào ngày đáo hạn đã được thống nhất từ khi ký kết hợp đồng. Vào thời điểm này, tài khoản của người bán hợp đồng kỳ hạn sẽ được ghi có khoản tiền bằng với giá trị hợp đồng (trong trường hợp người bán đã không ứng trước khoản tiền này), đồng thời số lượng chứng khoán đã đồng ý giao dịch theo hợp đồng sẽ được chuyển từ tài khoản của người bán sang tài khoản của người mua. Nếu như người bán hợp đồng không có đủ số chứng khoán trong tài khoản vào thời điểm tất toán, người bán phải có nghĩa vụ mua chứng khoán trên thị trường với mức giá tại thời điểm đó để hoàn tất giao dịch. Trong trường hợp nhà đầu tư mua hợp đồng kỳ hạn từ một công ty chứng khoán hay nhà đầu tư, tổ chức đó phải có trách nhiệm đảm bảo nhà đầu tư sẽ nhận được đúng số chứng khoán như quy định hợp đồng.

Tương ứng, người mua hợp đồng kỳ hạn sẽ nhận được số chứng khoán ghi trong hợp đồng vào ngày tất toán, đồng thời phải trả cho người bán số tiền bằng giá trị hợp đồng cho số chứng khoán đó. Trong trường hợp bán hợp đồng kỳ hạn thông qua công ty chứng khoán hoặc ngân hàng đầu tư, tổ chức trung gian này phải có trách nhiệm đảm bảo nhà đầu tư sẽ nhận được đủ giá trị hợp đồng vào thời điểm tất toán. Việc đảm bảo an toàn cho tổ chức trung gian trong các giao dịch này phụ thuộc vào thỏa thuận cụ thể giữa tổ chức và bên mua, bên bán ngay tại thời điểm giao dịch hợp đồng.

Một điểm cần chú ý là hầu hết các hợp đồng không đi kèm với thanh toán quyền lợi. Chẳng hạn trong thời gian đáo hạn, công ty phát hành cổ phiếu thực hiện chi trả cổ tức, thì cổ tức vẫn thuộc về người bán hợp đồng kỳ hạn.

6.2.2. Giao dịch tương lai

Hợp đồng tương lai là thỏa thuận giữa bên mua, bên bán trao đổi một loại hàng hóa cơ sở trong tương lai với mức giá đã quy định trước trong hợp đồng. Các điều khoản trong hợp đồng tương lai được chuẩn hóa bởi SGDCK về khối lượng, đơn vị giao dịch, ngày giao dịch cuối cùng, ngày thanh toán cuối cùng, cách thức thanh toán. Hoạt động giao dịch mua bán hợp đồng tương lai được thực hiện thông qua trung gian là trung tâm thanh toán bù trừ (clearing house). Trung tâm thanh toán bù trừ đóng vai trò là người bán hợp đồng tương lai cho bên mua và là người mua hợp đồng tương lai cho bên bán. Hàng hóa và tiền sẽ được thanh toán bù trừ thông qua tổ chức trung gian này. Hợp đồng tương lai có tính thanh khoản cao hơn nhờ có trung gian và tính chất chuẩn hóa của hợp đồng. Người mua hợp đồng tương lai có thể kết thúc vị trí trong hợp đồng bằng cách thực hiện giao dịch ngược lại với trung tâm thanh toán bù trừ.

Phần lớn các hợp đồng tương lai không xảy ra việc trao đổi hàng hóa thật sự mà nhà đầu tư thường sử dụng hợp đồng tương lai nhằm mục đích tìm kiếm lợi nhuận từ việc tăng hoặc giảm giá hàng hóa cơ sở trong tương lai và kết thúc nghĩa vụ trong các hợp đồng tương lai trước khi nó đến hạn bằng cách giao dịch theo chiều ngược lại (bù trừ vị thế). Hành động bù trừ vị thế được cụ thể hóa bằng việc nhà đầu tư nắm giữ một vị thế hợp đồng tương lai có giá trị tương đương nhưng hoàn toàn ngược vị thế ban đầu. Mục tiêu của hành động này là trung hòa vị thế hợp đồng tương lai của nhà đầu tư, khiến cho vị thế ròng của nhà đầu tư bằng không và khi đó họ không còn nghĩa vụ phải thực hiện trong giao dịch diễn ra tại thời điểm hợp đồng đáo hạn nữa.



Hợp đồng tương lai nếu không được kết thúc trước khi đến hạn thì khi đến hạn sẽ xảy ra việc chuyển giao hàng hóa nếu đó là hàng hóa vật chất. Tuy nhiên những hợp đồng tương lai không phải hàng hóa tồn tại dưới dạng vật chất, ví dụ các hợp đồng tương lai chỉ số, hợp đồng tương lai cổ phiếu, thay vì một hàng hóa cụ thể được giao dịch thì các bên chỉ cần chuyển tiền để thanh toán. Về nguyên tắc, việc xác định số tiền mà mỗi bên trong giao dịch hợp đồng tương lai phải trả (hoặc được hưởng) được căn cứ vào khoản lỗ (lãi) phát sinh đối với bên đó. Với bên mua đó là chênh lệch giữa số tiền họ phải trả để nhận được hàng và số tiền thu được nếu họ bán số hàng vừa được giao ngay lập tức trên thị trường. Với bên bán, đó là chênh lệch giữa số tiền họ nhận được khi giao hàng và số tiền có thể họ phải chi ra mua tài sản cơ sở trên thị trường giao ngay để giao cho bên mua khi đó.

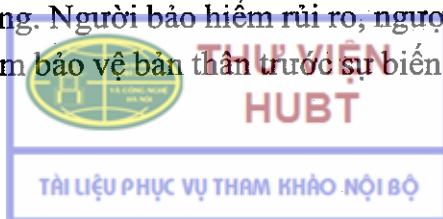
Giao dịch hợp đồng tương lai

Nhà đầu tư muốn thực hiện các giao dịch hợp đồng tương lai phải mở tài khoản ký quỹ tại công ty môi giới và đảm bảo mức ký quỹ duy trì. Tài khoản ký quỹ có thể gồm tiền hoặc những tài sản có tính lỏng cao nhằm đảm bảo khả năng thanh toán của người thực hiện hợp đồng tương lai. Về phần mình, công ty môi giới cũng có tài khoản ký quỹ mở tại trung tâm thanh toán bù trừ. Ký quỹ ban đầu là số tiền tối thiểu phải có trên tài khoản của nhà đầu tư trước khi họ được phép đặt lệnh mua/bán hợp đồng tương lai. Mức ký quỹ ban đầu là số tiền phải giao ngay cho tổ chức trung gian thanh toán (khi làm việc với các giao dịch hợp đồng tương lai) ngay khi trạng thái đầu tư được thiết lập. Tỷ lệ ký quỹ ban đầu khoảng từ 5-15 % tổng giá trị của hợp đồng. Tuy nhiên những hợp đồng dựa trên những hàng hóa cơ sở có mức độ biến động giá cao thường sẽ bị yêu cầu tỷ lệ ký quỹ ban đầu cao hơn. Giá trị của hợp đồng tương lai thay đổi hàng ngày khi thực hiện giao dịch. Vì vậy, vị trí của các nhà đầu tư (lãi hoặc lỗ) được tính toán hàng ngày thay vì chờ đến khi hợp đồng tới hạn. Nếu nhà đầu

tư chịu lỗ, tài khoản ký quỹ của nhà đầu tư có thể bị giảm xuống dưới mức ký quỹ duy trì. Mức ký quỹ duy trì là số lượng tối thiểu cần được duy trì cho các “điều chỉnh hàng ngày” (mark to market) trong lợi nhuận của các vị thế đầu tư do sự vận động của giá cả trong tương lai. Nhà đầu tư sẽ phải nộp thêm tiền (margin call) vào tài khoản ký quỹ để đảm bảo mức ký quỹ duy trì. Tài khoản ký quỹ và các mức ký quỹ nhằm đảm bảo sự an toàn cho tổ chức trung gian vì theo đặc điểm của hợp đồng tương lai thì bên mua và bên bán thực hiện giao dịch qua tổ chức trung gian, từ việc mua, bán hợp đồng đến việc thanh toán và giao hàng hóa (nếu có). Ví dụ vào ngày giao dịch đầu tiên, một hợp đồng tương lai giao dịch trên chỉ số SPI 200 có giá trị \$ 118675. Ngày giao dịch thứ hai chỉ số này giảm 5%, khi đó vị thế của người mua chỉ số tại thời điểm đóng cửa ngày giao dịch là \$ 112741. Nhà đầu tư có thể bị yêu cầu nộp thêm tiền vào tài khoản ký quỹ nếu tài khoản ký quỹ không đạt được mức ký quỹ theo quy định (do bị giảm \$5934).

Các sở giao dịch hợp đồng tương lai có thể giới hạn mức độ biến động giá trong một ngày nhằm hạn chế rủi ro.

Trên thị trường hợp đồng tương lai, nhà đầu tư có hai chiến thuật: bảo hiểm rủi ro và đầu cơ. Nhà đầu cơ sử dụng hợp đồng tương lai nhằm tìm kiếm lợi nhuận từ sự thay đổi của giá trong tương lai. Nếu nhà đầu cơ tin rằng giá sẽ tăng trong tương lai, họ sẽ mua hợp đồng tương lai và ngược lại. Nhà đầu cơ không hề giữ vị thế đối ứng nào trên thị trường giao ngay, hay nói cách khác là họ không nắm giữ một tài sản cơ sở trong hiện tại cũng như không có ý định mua/bán tài sản đó trên thị trường giao ngay trong tương lai. Việc giao dịch các HĐTL chỉ nhằm mục đích tận dụng khả năng tạo ra mức tỷ suất lợi nhuận cao. Hai lý do khiến nhà đầu cơ lựa chọn hợp đồng tương lai đó là chi phí giao dịch thấp và nhà đầu cơ có thể sử dụng đòn bẩy tài chính vì chỉ cần ký quỹ một khoản tiền nhỏ hơn giá trị của hàng hóa cơ sở trong hợp đồng. Người bảo hiểm rủi ro, ngược lại, sử dụng hợp đồng tương lai nhằm bảo vệ bản thân trước sự biến động về giá trong



tương lai. Ví dụ một nhà đầu tư có muốn bán một lượng chứng khoán A trong tương lai, để bảo vệ lợi nhuận của mình trước sự biến động giá, nhà đầu tư có thể bán một hợp đồng tương lai chứng khoán A.

Hợp đồng tương lai chỉ số

Hợp đồng tương lai (HĐTL) chỉ số được tạo lập dựa trên hàng hóa cơ sở là một chỉ số chứng khoán. HĐTL chỉ số chứng khoán (Index Futures) được hiểu là thỏa thuận giữa hai bên mua, bán một điểm của chỉ số chứng khoán vào một thời điểm xác định trong tương lai ở một mức giá cụ thể được ấn định trước. Các HĐTL chỉ số chứng khoán niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán được chuẩn hóa về quy mô, thời hạn hợp đồng, đơn vị giao dịch... Đặc thù của các HĐTL chỉ số chứng khoán là cần một hệ số nhân để quy đổi điểm chỉ số thành tiền. Giá của HĐTL chỉ số chứng khoán được hạch toán hàng ngày (mark-to-market) theo giá của chỉ số chứng khoán trên thị trường nhằm đánh giá lại những vị thế mở và tính toán lãi/lỗ trên tài khoản của nhà đầu tư. Người mua hợp đồng có lợi nhuận bằng $St - Fo$ trong đó Fo là giá trị gốc của hợp đồng tương lai, St là giá trị của chỉ số tại ngày đáo hạn. Hợp đồng tương lai khi đáo hạn thay vì kết thúc bằng việc trao đổi hàng hóa là chỉ số giữa bên mua và bên bán, hai bên sẽ thanh toán một khoản tiền để giảm chi phí cho bên mua khi mua chỉ số trên thị trường và cho bên bán khi bán lại chỉ số trên thị trường. Người mua sẽ nhận $$(St - Fo)$, người bán sẽ nhận $$(Fo - St)$.

Mẫu hợp đồng tương lai chỉ số S&P 500* (Mỹ)

Điều khoản	HĐTL S&P 500
Ngày niêm yết đầu tiên	21/4/1982
Tài sản cơ sở	Chỉ số S&P 500 (Giá trị cơ sở là 100 điểm, giá trị tháng 6/2009 là trên 900 điểm)
Hệ số nhân	250 USD ~ 1 điểm chỉ số.

Điều khoản	HĐTL S&P 500
Bước giá	Lệnh đơn: 0,10 điểm = 25 USD Lệnh phức: 0,05 điểm = 12,5 USD
Giờ giao dịch	Trên hệ thống đấu giá công khai: (thứ Hai - Sáu) 8:30 - 15:15 Trên hệ thống điện tử: (thứ Hai - Năm) 15:30 - 8:15
Tháng đáo hạn	Trên hệ thống đấu giá công khai: 8 tháng thuộc chu kỳ tháng Ba – Sáu – Chín – Mười Hai Trên hệ thống điện tử: 1 tháng thuộc chu kỳ tháng Ba – Sáu – Chín – Mười Hai
Thời gian tồn tại	2 năm
Ngày giao dịch cuối cùng	Trên hệ thống đấu giá công khai: thứ Năm liền trước ngày đáo hạn. Trên hệ thống điện tử: 8 ngày (kể cả ngày nghỉ) trước ngày giao dịch cuối cùng trên hệ thống đấu giá công khai.
Ngày đáo hạn	Thứ Sáu của tuần thứ ba tháng đáo hạn.
Ngày niêm yết thay thế	Trên hệ thống đấu giá công khai: ngày tiếp theo ngày giao dịch cuối cùng. Trên hệ thống điện tử: vào ngày giao dịch cuối cùng, một hợp đồng khác sẽ được niêm yết bổ sung nhưng hợp đồng hiện tại vẫn chưa bị hủy mà vẫn còn được giao dịch đến ngày đáo hạn.
Quy trình thanh toán đáo hạn	Tiền mặt. Mọi vị thế mở vào thời điểm đóng cửa ngày giao dịch cuối cùng đều được thanh toán theo quy định SOQ (căn cứ trên giá giao dịch đầu tiên của tất cả chứng khoán thành phần chỉ số S&P 500 vào sáng thứ Sáu đáo hạn).

Điều khoản	HĐTL S&P 500
Giới hạn giá hàng ngày	Trên hệ thống đấu giá công khai: Liên tiếp các mốc 10%, 20%, 30% (giới hạn dưới). Trên hệ thống điện tử: $\pm 5\%$
Giới hạn vị thế	20.000 vị thế ròng của tất cả các tháng đáo hạn.

Nguồn: UBCKNN

Một số hợp đồng tương lai đang giao dịch trên thế giới

Hợp đồng	Chỉ số chứng khoán cơ sở	Hệ số nhân	Sở giao dịch chứng khoán
Dow Jones Industrial Average (DJIA)	Dow Jones Industrial Average	\$10 ~ 1 điểm chỉ số	Chicago Board of Trade
Russell 2000	Index of 2000 smaller firms	\$100 ~ 1 điểm chỉ số	Intercontinental Exchange (ICE)
NASDAQ 100	Value-weighted arithmetic average of 100 of the largest over the counter stocks	\$100 ~ 1 điểm chỉ số	Chicago Mercantile Exchange
Nikkei	Nikkei 225 stock average	\$5 ~ 1 điểm chỉ số	Chicago Mercantile Exchange
FTSE 100	Financial Times Stock Exchange Index of 100 U.K. firms	£ 10 ~ 1 điểm chỉ số	London International Financial Futures Exchange
DAX-30	Index of 30 German stocks	25 euros ~ 1 điểm chỉ số	Eurex
CAC-40	Index of 40 French Stocks	10 euros ~ 1 điểm chỉ số	Euronext Paris



Hợp đồng	Chỉ số chứng khoán cơ sở	Hệ số nhân	Sở giao dịch chứng khoán
DJ Euro Stoxx - 50	Index of 50 large stocks in Euro-zone	10 euros ~ 1 điểm chỉ số	Eurex

Nguồn: Investment – Bodie, Kane, Marcus

Cơ chế giao dịch

HĐTL chỉ số chứng khoán được giao dịch tập trung trên SGDCK. Phần lớn quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển đều có sở giao dịch chứng khoán phái sinh. Một số quốc gia có SGDCK phái sinh độc lập, riêng biệt với Sở Giao dịch cổ phiếu (như Đài Loan), trong khi một số quốc gia khác lại theo mô hình một SGDCK duy nhất bao gồm các sản phẩm phái sinh, sản phẩm giao dịch cổ phiếu (như Hàn Quốc, Australia). Đối với Việt Nam, HĐTL chỉ số chứng khoán sẽ được giao dịch trên bảng giao dịch phái sinh thuộc SGDCK hợp nhất. Các giao dịch CKPS được khớp lệnh trên hệ thống điện tử. Tuy nhiên, khác với thị trường cổ phiếu, mỗi loại CKPS có một giờ giao dịch riêng do SGDCK quy định. Nhà đầu tư muốn mua, bán một HĐTL chỉ số chứng khoán phải mở tài khoản tại công ty chứng khoán thành viên của SGDCK phái sinh, ký quỹ trước khi giao dịch và bổ sung ký quỹ khi cần thiết dựa trên kết quả định giá hàng ngày (mark-to-market) từ Trung tâm Thanh toán Bù trừ CKPS.

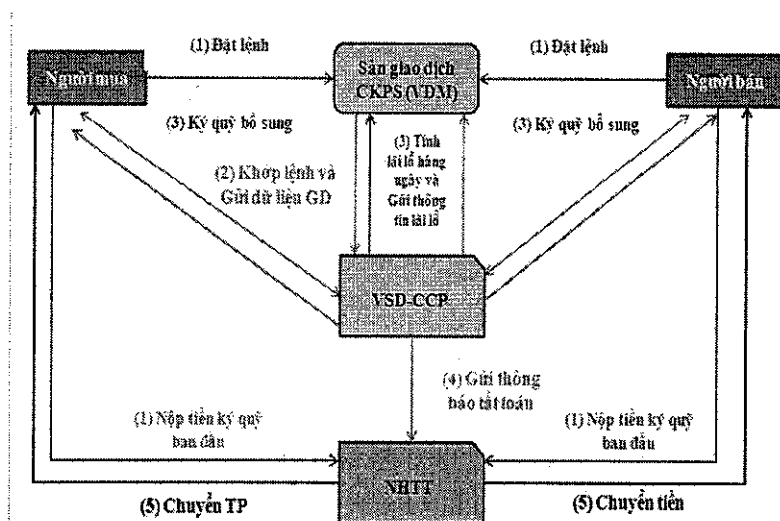
Cơ chế thanh toán bù trừ

Các CKPS nói chung và HĐTL chỉ số chứng khoán nói riêng đều được thanh toán bù trừ qua đối tác bù trừ trung tâm (CCP - Central Counterparty) để phòng ngừa rủi ro thanh toán. Trung tâm Thanh toán Bù trừ CKPS có vai trò quản lý giao dịch CKPS, bao gồm quản lý rủi ro, quản lý ký quỹ, quản lý vị thế và quản lý việc chuyển giao tài sản tài chính. Một giao dịch CKPS chỉ số sau khi khớp lệnh trên hệ thống giao dịch sẽ được chuyển đến CCP để tính toán các vị thế



trên tài khoản nhà đầu tư, hạch toán lãi/lỗ và ký quỹ. Trong bất cứ trường hợp nào liên quan đến mất khả năng thanh toán, CCP sẽ thực hiện thanh toán giao dịch CKPS thay cho khách hàng.

Hình 6.1. Cơ chế giao dịch và thanh toán bù trừ cho HĐTL chỉ số chứng khoán .



Nguồn: UBCKNN

Trong đó:

(1) Nhà đầu tư thực hiện đặt lệnh mua, bán một HĐTL chỉ số chứng khoán tại một CTCK. CTCK yêu cầu nhà đầu tư phải nộp tiền ký quỹ ban đầu theo một tỷ lệ nhất định trên giá trị HĐTL chỉ số chứng khoán dự kiến giao dịch. Khoản tiền này được nộp vào ngân hàng mà CTCK chỉ định.

(2) Lệnh mua, bán của nhà đầu tư được khớp trên sàn giao dịch CKPS và dữ liệu giao dịch được gửi đến Trung tâm Thanh toán Bù trừ - CCP.

(3) Trung tâm Thanh toán Bù trừ - CCP sẽ tính toán vị thế, lãi lỗ hàng ngày và tính ký quỹ. Nếu thiếu, CCP sẽ thực hiện lệnh gọi ký quỹ, yêu cầu nhà đầu tư bổ sung ký quỹ theo quy định.

(4) Sau khi tính toán vị thế mua/bán, lãi/lỗ, Trung tâm Thanh toán Bù trừ - CCP sẽ gửi thông báo đến ngân hàng thanh toán để thực hiện chuyển tiền vào tài khoản của nhà đầu tư. Nếu HĐTL chỉ số chứng khoán đáo hạn thì CCP sẽ gửi thông báo tắt toán cho ngân hàng thanh toán.

(5) Ngân hàng thanh toán sẽ chuyển tiền cho nhà đầu tư vào tài khoản dựa trên thông báo chuyển khoản của CCP. Đối với HĐTL chỉ số chứng khoán, mọi giao dịch đều được thanh toán bằng tiền dựa trên hệ số nhân để quy đổi điểm chỉ số thành tiền.

Hợp đồng tương lai chứng khoán có mức thu nhập cố định (trái phiếu, kỳ phiếu, tín phiếu...)

Hợp đồng tương lai chứng khoán có mức thu nhập cố định gồm hợp đồng tương lai các trái phiếu ngắn hạn trên thị trường tiền tệ và hợp đồng tương lai các trái phiếu dài hạn.

Hợp đồng tương lai các trái phiếu ngắn hạn tại các thị trường khác nhau ví dụ 90 days-bank-accepted bill (Australia), Treasury bill (USA) được tiêu chuẩn hóa khác nhau về mệnh giá hàng hóa cơ sở, ngày đáo hạn, ngày giao dịch cuối cùng, giá niêm yết... Hợp đồng tương lai 90 days-bank-accepted bill (BAB) kết thúc 3 tháng một lần vào tháng ba, sáu, chín, mười hai và có thể giao dịch quay vòng trong vòng 5 năm; ngày thanh toán là ngày thứ sáu thứ hai của những tháng kết thúc hợp đồng theo quy định; ngày giao dịch cuối cùng là 12 giờ trưa của ngày làm việc ngay trước ngày thanh toán. Hợp đồng tương lai 90 days- bank- accepted bill được yết giá là 100 trừ lãi suất theo năm (lấy đến 2 số thập phân). Nhà đầu tư thường sử dụng hợp đồng tương lai các trái phiếu ngắn hạn để kiếm lợi từ sự thay đổi của lãi suất. Nếu nhà đầu tư kỳ vọng lãi suất tăng trong tương lai, họ sẽ bán hợp đồng tương lai với hàng hóa cơ sở chứng khoán có thời hạn tương ứng và ngược lại.



Hợp đồng tương lai trái phiếu thời hạn dài có hàng hóa cơ sở là các trái phiếu có thời hạn dài (thường là từ 1 năm trở lên). Cũng giống như các hợp đồng tương lai chứng khoán có thu nhập cố định khác, hợp đồng tương lai trái phiếu dài hạn là một công cụ nhằm hạn chế rủi ro do sự thay đổi lãi suất thị trường. Hợp đồng này cũng được chuẩn hóa theo quy định tại từng quốc gia và được yết giá là 100 trừ đi lãi suất theo năm.

Hầu hết các hợp đồng tương lai chứng khoán có thu nhập cố định đều không kết thúc bằng việc trao đổi chứng khoán hàng hóa cơ sở, mà vị thế của bên mua và bên bán được tính toán và tiền được chuyển giữa hai bên để tiết kiệm chi phí giao dịch khi mua và bán chứng khoán cơ sở.

6.2.3. Giao dịch hợp đồng quyền chọn cổ phiếu (stock options)

Để giao dịch hợp đồng quyền chọn đối với cổ phiếu, trước hết nhà đầu tư phải có tài khoản giao dịch chứng khoán tại một công ty chứng khoán hoặc một ngân hàng đầu tư. Ở các thị trường chứng khoán phát triển, nhìn chung có hai loại tài khoản được cung cấp bởi các ngân hàng đầu tư, là trung gian chính trên thị trường chứng khoán, bao gồm tài khoản môi giới (brokerage account) và tài khoản hưu trí (pension account). Nhà đầu tư tham gia kinh doanh quyền chọn cổ phiếu sẽ phải mở một tài khoản môi giới. Tài khoản này cho phép nhà đầu tư mua hầu hết các loại chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, các loại chứng khoán phái sinh bao gồm hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn... bằng cách trả một khoản phí (commission) cho các nhà môi giới chuyên nghiệp để thay mặt nhà đầu tư tiến hành giao dịch. Mức phí môi giới phải trả tùy thuộc từng công ty quy định và thường tính theo một tỷ lệ trên khối lượng giao dịch của khách hàng.

Ở các thị trường phát triển, mức phí môi giới cao hay thấp cũng phụ thuộc vào loại hình tổ chức môi giới mà nhà đầu tư chọn để mở tài khoản. Phổ biến có hai loại nhà môi giới chính là nhà môi

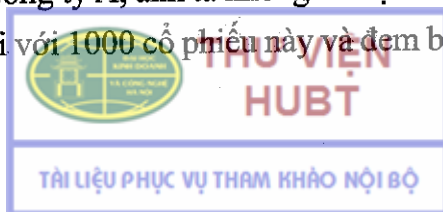
giới truyền thống (traditional brokers) và nhà môi giới chiết khấu (discount brokers). Môi giới truyền thống là những tổ chức cung cấp dịch vụ môi giới đầu tư trên thị trường chứng khoán một cách đầy đủ, toàn diện, bao gồm cả trung gian giao dịch và tư vấn cho nhà đầu tư về cách thức đầu tư phù hợp. Mức phí dịch vụ các tổ chức này thu từ các tài khoản môi giới vì vậy sẽ cao hơn. Trong khi các công ty môi giới chiết khấu lại hướng tới đối tượng khách hàng là các nhà đầu tư có khả năng phân tích độc lập và có xu hướng tự đưa ra quyết định đầu tư dựa trên chiến lược của riêng mình nên chỉ muốn tìm kiếm các dịch vụ trung gian giao dịch đơn thuần. Mức phí các công ty dạng này thu từ khách hàng sẽ thấp hơn các công ty truyền thống. Ví dụ điển hình cho các công ty môi giới chiết khấu là các công ty trực tuyến, chủ yếu cung cấp các dịch vụ môi giới giao dịch thông qua mạng Internet, giúp tối giản các chi phí vận hành và giảm phí môi giới thu từ khách hàng.

Tùy thuộc từng thị trường, nhà đầu tư có thể được yêu cầu có một số dư tối thiểu khi mở tài khoản môi giới để có thể tham gia giao dịch. Ví dụ như trên thị trường Mỹ, số dư tối thiểu thường dao động từ \$500 đến \$1500, tùy yêu cầu của từng công ty. Ngoài ra, nhà đầu tư còn có thể mở thêm một tài khoản ký quỹ (margin account) nếu có nhu cầu sử dụng các dịch vụ đòn bẩy khi đầu tư.

Về cơ bản, quy trình giao dịch hợp đồng quyền chọn cổ phiếu diễn ra như sau:

Hình thành hợp đồng quyền chọn

Khác với hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn không thể được hình thành bởi một nhà đầu tư cá nhân. Giả sử một nhà đầu tư sở hữu 1000 cổ phiếu của công ty A, anh ta không thể tự viết ra một hợp đồng quyền chọn mua đối với 1000 cổ phiếu này và đem bán trên thị trường.



Có hai cách để hình thành nên một hợp đồng quyền chọn:

Cách thứ nhất: nhà đầu tư tìm kiếm một nhà môi giới/kinh doanh (dealer) hợp pháp, ký kết một thỏa thuận theo đó nhà môi giới/kinh doanh đồng ý trở thành trung gian phát hành hợp đồng quyền chọn cho nhà đầu tư. Khi đó, nhà môi giới/kinh doanh sẽ thay mặt nhà đầu tư phát hành ra quyền chọn dựa trên tài sản cơ sở mà nhà đầu tư nắm giữ, đồng thời nhận luôn trách nhiệm bảo lãnh cho số hợp đồng quyền chọn đó, trong trường hợp nhà đầu tư không thể thực hiện được nghĩa vụ khi đáo hạn. Nếu một hợp đồng quyền chọn có thể được hình thành theo cách thức như vậy, nó sẽ được giao dịch trên thị trường tự do, dưới hình thức giao dịch thỏa thuận. Tuy nhiên, cơ hội cho một hợp đồng quyền chọn được hình thành và giao dịch theo cách này là cực kỳ thấp, vì thông thường các tổ chức môi giới sẽ không dễ dàng đứng ra nhận trách nhiệm bảo lãnh phát hành hợp đồng, vì rủi ro quá lớn mà họ phải gánh chịu. Tương tự, người mua hợp đồng quyền chọn cũng không sẵn lòng tham gia vào các giao dịch hợp đồng quyền chọn mang tính thỏa thuận cá nhân như trong trường hợp này.

Cách thứ hai: là cách thức phổ biến tại các thị trường chứng khoán phát triển hiện nay: nhà đầu tư có một lượng tài sản cơ sở sẽ đăng ký với Sở giao dịch chứng khoán nơi có tổ chức thị trường giao dịch quyền chọn về nguyện vọng muốn bán một hợp đồng quyền chọn dựa trên lượng tài sản cơ sở đó. Việc đăng ký này được thực hiện thông qua nhà môi giới, là ngân hàng đầu tư hoặc công ty chứng khoán nơi nhà đầu tư mở tài khoản. Nếu nguyện vọng của nhà đầu tư được phê chuẩn, Sở giao dịch sau đó sẽ thông qua các Công ty thanh toán quyền chọn (Option Clearing Companies) để phát hành ra các hợp đồng quyền chọn và niêm yết các hợp đồng đó trên hệ thống giao dịch của Sở. Các nhà đầu tư khi đó có thể đặt lệnh mua bán với các hợp đồng này, các bước thanh toán trung gian sẽ được đảm nhiệm bởi các thành viên của Sở giao dịch.

Niêm yết hợp đồng quyền chọn

Tại các Sở giao dịch có tổ chức thị trường quyền chọn cổ phiếu, các quyền chọn được niêm yết công khai trên các bảng giao dịch và giao dịch được thực hiện thông qua việc đặt lệnh của các nhà đầu tư, tương tự như với thị trường cổ phiếu niêm yết. Điểm khác biệt lớn nhất là trên thị trường quyền chọn cổ phiếu tồn tại các tổ chức đóng vai trò “Nhà tạo lập thị trường”, vì vậy các nhà đầu tư không trực tiếp mua bán với nhau, mà thông qua giao dịch với nhà tạo lập thị trường.

Mỗi Sở giao dịch có thể có cách thức niêm yết quyền chọn riêng, tuy nhiên hầu hết đều theo mẫu chung như trong Hình 6.2.

Hình 6.2. Bảng niêm yết hợp đồng quyền chọn cổ phiếu IBM

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
OpSym	Bid (pts)	Ask (pts)	Extrinsic Bid/Ask (pts)	IV Bid/Ask (%)	Delta Bid/Ask (%)	Gamma Bid/Ask (%)	Vega Bid/Ask (pts/1% IV)	Theta Bid/Ask (pts/day)	Volume	Open Interest	Strike
IBM MAR10 110 C	16.25	16.70	0.00 0.37	19.77 33.15	99.16 92.06	0.27 1.15	0.007 0.053	0.0009 -0.0279	0	479	110.000
IBM MAR10 115 C	12.45	13.00	0.32 0.47	25.37 27.68	90.52 88.67	1.82 1.90	0.060 0.069	-0.0227 -0.0250	47	552	115.000
IBM MAR10 120 C	7.15	7.30	0.82 0.97	21.83 29.30	79.89 78.34	3.33 3.45	0.101 0.103	-0.0244 -0.0325	360	1179	120.000
IBM MAR10 125 C	3.40	3.50	2.57 2.17	19.04 19.75	58.20 57.98	5.65 5.46	0.141 0.141	-0.0421 -0.0448	1268	5782	125.000
Stock											126.35
IBM MAR10 130 C	1.10	1.14	1.10 1.14	17.41 17.73	28.66 29.04	3.40 3.33	0.123 0.124	-0.0349 -0.0338	1868	5947	130.000
IBM MAR10 135 C	0.23	0.25	0.23 0.25	16.73 17.06	8.45 8.91	2.56 2.61	0.054 0.058	-0.0134 -0.0164	656	6539	135.000
IBM MAR10 140 C	0.04	0.06	0.04 0.06	17.04 18.12	1.82 2.47	0.72 0.83	0.016 0.021	-0.0045 -0.0062	80	4284	140.000
IBM MAR10 145 C	0.00	0.03	0.00 0.03	0.00 21.03	0.00 1.17	0.00 0.40	0.000 0.011	0.0000 -0.0038	10	1747	145.000

Trong ví dụ trên, bảng niêm yết các hợp đồng quyền chọn với cổ phiếu IBM, những thông tin được niêm yết bao gồm:

Cột 1 – Mã Quyền chọn (OpSym): Cột này cho biết tên của quyền chọn đang được niêm yết, theo mẫu: Tên cổ phiếu cơ sở (IBM), tháng và năm đáo hạn hợp đồng (ví dụ MAR10 có nghĩa là Tháng 3 – 2010), giá thực hiện (strike price, ví dụ 110, 115, 120...) và loại quyền chọn (C – Quyền chọn mua (call option); P – Quyền chọn bán (put option)).

Ví dụ: Một quyền chọn có tên: IBM MAR10 145 C: là một quyền chọn mua cổ phiếu IBM tại giá thực hiện \$145, thời gian đáo hạn Tháng 3 năm 2010.

Cột 2 – Giá mua vào (Giá Bid): Giá “bid” là giá mà các nhà tạo lập thị trường đang đồng ý mua vào với một loại quyền chọn nhất định. Có nghĩa là, theo như Hình 6.2, giả sử một nhà đầu tư muốn bán một Quyền chọn mua IBM MAR10 125, nhà đầu tư đó sẽ bán được cho nhà tạo lập thị trường với giá \$3.40.

Cột 3 – Giá bán ra – (Giá Ask): Giá “ask” là giá mà nhà tạo lập thị trường đang chào bán với một quyền chọn nhất định. Ví dụ, theo Hình 6.2, một nhà đầu tư muốn mua một quyền chọn mua IBM MAR10 125, nhà đầu tư sẽ mua quyền chọn từ nhà tạo lập thị trường, với giá \$3.50.

Như vậy, với cùng một quyền chọn được giao dịch, có một khoảng chênh lệch giữa giá “bid” và giá “ask”. Cụ thể trong ví dụ ở trên, quyền chọn mua IBM MAR10 125 được mua vào với giá \$3.40, nhưng được bán ra với giá \$3.50. Phần chênh lệch \$0.1 này là phần phí thu bởi các nhà tạo lập thị trường và đây là cách các tổ chức tìm kiếm lợi nhuận khi tham gia thị trường.

Cột 4 – Phần bù thời gian theo giá Bid/Ask (Extrinsic Bid/Ask): Cột này cho biết phần bù rủi ro cho hợp đồng quyền chọn mà nhà tạo lập thị trường yêu cầu khi xác định giá “bid” và giá “ask”, tính từ thời điểm hiện tại cho tới ngày đáo hạn của hợp đồng.

Cột 5 – Chênh lệch kỳ vọng của giá Bid/Ask (Implied Volatility (IV) Bid/Ask (%)): Giá trị này cho biết giá Bid/Ask niêm yết vào thời điểm hiện tại được kỳ vọng sẽ tăng, giảm bao nhiêu %, được nhà tạo lập thị trường tính toán theo một mô hình định giá nhất định, ví dụ như mô hình Black-Scholes, dựa trên các biến số tác động được thu

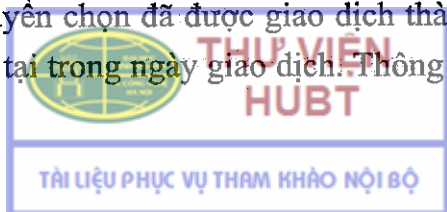
thập sản. Giá trị này càng cao, tức là mức độ biến động kỳ vọng của giá quyền chọn càng lớn, phần bù rủi ro mà nhà tạo lập thị trường thêm vào giá quyền chọn sẽ càng nhiều và ngược lại.

Cột 6 – Delta Bid/Ask (%): Đây là giá trị được tính toán từ một mô hình định giá quyền chọn, cho biết tương quan lợi ích giữa việc sở hữu quyền chọn với việc sở hữu tài sản cơ sở là cổ phiếu. Đối với quyền chọn mua, Delta có giá trị trong khoảng từ 0 – 100, còn đối với quyền chọn bán giá trị của Delta nằm trong khoảng 0 – (-100). Một giá trị Delta, ví dụ, bằng 50, cho biết lợi ích/rủi ro của việc nắm giữ 1 quyền chọn mua cũng tương tự với việc nắm giữ 50 cổ phiếu, hay nói cách khác mua một quyền chọn mua lúc này tương đương với mua vào 50 cổ phiếu.

Cột 7 – Gamma Bid/Ask (%): Gamma là một giá trị khác được tính toán để hỗ trợ cho việc phân tích của nhà đầu tư, nó cho biết khi giá cổ phiếu cơ sở tăng/giảm một đơn vị, thì giá quyền chọn phải tăng/giảm tương ứng bao nhiêu. Ví dụ, nếu một nhà đầu tư mua một Quyền chọn mua IBM MAR10 125 với giá \$3.50, theo Bảng 6.2 nhà đầu tư sẽ nhận được giá trị Gamma theo giá “bid” = 58.20. Có nghĩa là, nếu như trong thực tế giá cổ phiếu IBM tăng lên \$1, giá “bid” của hợp đồng quyền chọn sẽ tăng lên tương ứng \$0.5820.

Cột 8 – Vega Bid/Ask (pts/% IV): Tương tự, giá trị Vega cho biết tỷ lệ tăng/giảm trong giá quyền chọn ứng với sự thay đổi trong biến động kỳ vọng. Quay lại với ví dụ ở trên, với Quyền chọn mua IBM MAR10 125, nếu biến động kỳ vọng của giá quyền chọn tăng lên 1 điểm %, từ 19.04% lên 20.04%, giá “bid” và “ask” của quyền chọn sẽ tăng tương ứng \$0.141, với hệ số Vega là 0.141.

Cột 10 – Khối lượng giao dịch (Volume): Cột này cho biết số lượng hợp đồng quyền chọn đã được giao dịch thành công tính cho đến thời điểm hiện tại trong ngày giao dịch. Thông thường, một hợp



đồng quyền chọn có khối lượng giao dịch lớn sẽ có chênh lệch giá bid/ask nhỏ hơn.

Cột 11 – Số lượng hợp đồng mở (Open Interest): Khi nhà đầu tư bắt đầu mua hoặc bán quyền chọn lần đầu tiên, nhà đầu tư đó đã bắt đầu một vị thế đầu tư (vị thế mua hoặc bán), vị thế này chỉ kết thúc khi nhà đầu tư bán hoặc mua một quyền chọn tương tự trên thị trường. Ví dụ, một nhà đầu tư mua vào Quyền chọn mua IBM MAR10 125 tức là đã bắt đầu một vị thế trường (vị thế mua) đối với quyền chọn này. Vị thế đó chỉ được “đóng” khi nhà đầu tư bán ra quyền chọn này, hoặc khi hợp đồng đáo hạn. Cột 12 cho biết số lượng hợp đồng vẫn còn đang ở trạng thái “Mở” đối với một quyền chọn trên thị trường.

Cột 12 – Giá thực hiện (Strike): Giá thực hiện (strike price) là giá nhà đầu tư sẽ được mua/bán cổ phiếu cơ sở khi thực hiện hợp đồng quyền chọn. Tương ứng, đây cũng là giá mà người phát hành hợp đồng phải giao dịch cổ phiếu cơ sở đối với người sở hữu hợp đồng.

Giao dịch hợp đồng quyền chọn

Với cách thức niêm yết và giao dịch hợp đồng quyền chọn cổ phiếu như trên, nhà đầu tư sẽ tiến hành mua bán tại giá bid/ask. Các mức giá này được công bố bởi nhà tạo lập thị trường và biến động liên tục theo cung cầu và các yếu tố chi phối. Các nhà đầu tư sẽ thực hiện giao dịch bằng cách đặt lệnh mua bán theo các giá bid/ask này. Có rất nhiều loại lệnh giao dịch liên quan đến việc mua bán hợp đồng quyền chọn:

- **Phân loại theo giá thực hiện:** Do giá bid/ask thay đổi liên tục nên việc nhà đầu tư mua bán quyền chọn tại mức giá nào phụ thuộc vào cách đặt giá thực hiện. Tương tự trên thị trường cổ phiếu, có hai cách đặt giá, tương ứng với hai loại lệnh: Lệnh thị trường (Market Order (MO)) và Lệnh giới hạn (Limit Order (LO)):

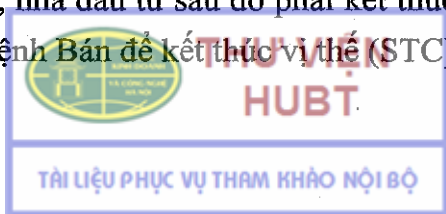
Lệnh thị trường (MO): Lệnh MO là lệnh yêu cầu nhà môi giới thực hiện mua/bán quyền chọn tại giá niêm yết đang có sẵn trên thị trường. Cũng như đối với mua bán cổ phiếu, lệnh MO được ưu tiên trước lệnh LO, giúp cho nhà đầu tư có lợi thế trong giao dịch, đổi lại nhà đầu tư không quyết định được mức giá tại đó giao dịch sẽ diễn ra.

Lệnh giới hạn (LO): Lệnh LO là lệnh mua/bán quyền chọn tại mức giá nhà đầu tư đã xác định hoặc tốt hơn. Với lệnh LO để mua quyền chọn, nhà đầu tư đồng ý mua Quyền chọn tại giá bằng hoặc thấp hơn mức giá đã chọn. Với lệnh LO bán quyền chọn, nhà đầu tư đồng ý bán tại hoặc cao hơn mức giá đã chọn.

- Phân loại theo vai trò của lệnh

Lệnh Mua để bắt đầu vị thế: BTO (Buy to Open) Order: đây là loại lệnh phổ biến nhất trên thị trường quyền chọn tập trung. Khi một nhà đầu tư mới tham gia mua bán quyền chọn, đây là lệnh đầu tiên để nhà đầu tư bắt đầu một vị thế đầu tư trên thị trường. Một lệnh BTO được thực hiện thành công sẽ giúp nhà đầu tư sở hữu một quyền chọn, tức là bắt đầu một vị thế trường (long position). Sau khi lệnh BTO được thực hiện thành công, nhà đầu tư sẽ chính thức sở hữu quyền chọn trong tài khoản của mình và chính thức tham gia kinh doanh quyền chọn với việc bắt đầu bằng cách mua quyền chọn vào. Có hai dạng lệnh BTO: BTO on Call Options: lệnh BTO với quyền chọn mua (lệnh bắt đầu vị thế trường với 1 Quyền chọn mua) và BTO on Put Options: lệnh BTO với quyền chọn bán (lệnh bắt đầu vị thế trường với 1 Quyền chọn bán).

Lệnh Bán để kết thúc vị thế: STC (Sell to Close) Order: Khi đã bắt đầu kinh doanh quyền chọn bằng một vị thế mua (bằng cách thực hiện một lệnh BTO), nhà đầu tư sau đó phải kết thúc vị thế đó bằng cách thực hiện một lệnh Bán để kết thúc vị thế (STC). Thực chất của



quá trình này là: Lệnh BTO giúp cho nhà đầu tư nắm giữ một quyền chọn trong tài khoản. Nếu không muốn nắm giữ hợp đồng quyền chọn đến khi đáo hạn, đến thời điểm thích hợp, nhà đầu tư có thể kết thúc việc nắm giữ quyền chọn này bằng cách bán nó ra và kết thúc vị thế đầu tư vào quyền chọn đó. Lệnh bán ra này được gọi là Lệnh Bán để kết thúc vị thế (STC). Trong trường hợp nắm giữ đến thời điểm đáo hạn, nhà đầu tư sẽ có quyền quyết định việc có thực hiện hợp đồng hay không.

Lệnh Bán để bắt đầu vị thế: STO (Sell to Open) Order: Nhà đầu tư cũng có thể bắt đầu kinh doanh bằng một vị thế đoản (short position). Lệnh STO sẽ giúp nhà đầu tư làm việc này, một lệnh STO được thực hiện thành công sẽ giúp nhà đầu tư bán một quyền chọn (bắt đầu một vị thế đoản). Có hai loại lệnh STO là STO on Call Options (Lệnh bán để bắt đầu vị thế với Quyền chọn mua) và STO on Put Options (Lệnh bán để bắt đầu vị thế với Quyền chọn bán).

Lệnh Mua để kết thúc vị thế: BTC (Buy to Close) Order: Khi đã bắt đầu một trạng thái đoản đối với hợp đồng quyền chọn bằng cách sử dụng lệnh STO, nhà đầu tư có thể kết thúc trạng thái đó bằng cách sử dụng lệnh BTC. Tương tự như trường hợp trên: khi đặt lệnh STO, nhà đầu tư đã bán ra thị trường một hợp đồng quyền chọn (được hình thành từ các chứng khoán cơ sở của nhà đầu tư). Việc thực hiện thành công một lệnh BTC giúp cho nhà đầu tư mua lại một hợp đồng quyền chọn tương tự trên thị trường, để đóng trạng thái giao dịch và thực hiện việc tắt toán lợi nhuận đầu tư.

Lệnh kết hợp: CO (Combination Order): Phần lớn các nhà đầu tư quyền chọn cổ phiếu không mua hay bán một quyền chọn đơn lẻ mà sử dụng các chiến thuật đầu tư quyền chọn. Nhiều chiến thuật yêu cầu kết hợp các hợp đồng quyền chọn với nhau, ví dụ như chiến thuật

Bull Spread được hình thành từ việc mua vào một Quyền chọn mua và bán ra một Quyền chọn mua khác. Để thực hiện chiến thuật này trên thị trường, thông thường nhà đầu tư sẽ phải bắt đầu bằng việc đặt 1 lệnh BTO (Lệnh mua để bắt đầu vị thế) với 1 quyền chọn mua và 1 lệnh STO (Lệnh bán để bắt đầu vị thế) với quyền chọn mua còn lại. Sau đó, để kết thúc vị thế đầu tư, nhà đầu tư đó lại phải đặt 1 lệnh STC (Lệnh bán để kết thúc vị thế) với Quyền chọn mua mà mình đã mua vào lúc đầu và 1 lệnh BTC (Lệnh mua để kết thúc vị thế) với quyền chọn còn lại. Việc giao dịch như vậy là khá phức tạp và sử dụng các lệnh kết hợp có thể giúp nhà đầu tư đơn giản hóa quá trình giao dịch của mình.

Tại các thị trường quyền chọn phát triển, thường có hai loại lệnh kết hợp, đó là: *Lệnh kích hoạt nối tiếp (One-Trigger-Other – OTO)* và *Lệnh hủy bỏ nối tiếp (One-Cancel-Other – OCO)*:

- o *Lệnh kích hoạt nối tiếp (One-Trigger-Other – OTO)*: Nhà đầu tư đặt sẵn hai lệnh giao dịch. Khi lệnh giao dịch thứ nhất của nhà đầu tư được thực hiện thành công, lệnh thứ hai sẽ được kích hoạt và nhập vào hệ thống. Loại lệnh OTO thường được sử dụng trong các chiến thuật như Quyền chọn mua có bảo hiểm (Covered Call), khi nhà đầu tư muốn bán một quyền chọn mua ngay sau khi mua thành công cổ phiếu.

- o *Lệnh hủy bỏ nối tiếp (One-Cancel-Other – OCO)*: Nhà đầu tư đặt hai lệnh giao dịch. Hai lệnh này được đồng thời nhập vào hệ thống. Lệnh nào được thực hiện trước sẽ được giữ lại, lệnh còn lại chưa kịp thực hiện sẽ bị hủy bỏ. Trên thị trường, lệnh này hiếm được sử dụng hơn.

6.3. Giao dịch ký quỹ

6.3.1 Giao dịch mua ký quỹ (margin trading)

Giao dịch mua ký quỹ là việc vay tiền để mua chứng khoán với kỳ vọng giá chứng khoán có xu hướng tăng lên trong tương lai. Nếu chứng khoán biến động tăng lên trong tương lai đúng như kỳ vọng của nhà đầu tư, số tiền bán chứng khoán sẽ đủ trả khoản vay và lãi vay đồng thời đem lại lợi nhuận cho nhà đầu tư. Thông thường, chứng khoán được mua từ giao dịch mua ký quỹ sẽ đóng vai trò là tài sản đảm bảo cho khoản vay ký quỹ. Hoạt động giao dịch ký quỹ này chính là việc cấp tín dụng để đầu tư chứng khoán, thường là ngắn hạn (thời gian cho vay thường chỉ giới hạn trong vài tháng).

Khi thực hiện hoạt động giao dịch này, các nhà đầu tư phải gửi một số tiền nhất định theo tỷ lệ quy định tính trên giá trị chứng khoán mua ban đầu vào tài khoản ký quỹ tại công ty chứng khoán (**Tỷ lệ ký quỹ ban đầu- Initial Margin**), phần còn lại được tổ chức được phép cung ứng vốn cho vay. Luật pháp các nước đều có quy định rõ các vấn đề liên quan tới hoạt động mua ký quỹ này, bao gồm: Tỷ lệ ký quỹ, đối tượng được phép cho vay, đối tượng được phép vay, các loại chứng khoán được phép cho vay và các loại chứng khoán được phép sử dụng làm tài sản bảo đảm khoản vay. **Tỷ lệ ký quỹ ban đầu** thường được Ngân hàng Trung Ương hoặc Bộ Tài chính quy định. Trong suốt quá trình giao dịch, một **Tỷ lệ ký quỹ duy trì (Maintenance margin)** cũng phải thường xuyên được đảm bảo so với giá trị thị trường của số chứng khoán được mua. Hằng ngày, các công ty chứng khoán tính toán lại tỷ lệ ký quỹ thực tế theo sự thay đổi giá thị trường của chứng khoán. Tỷ lệ này được so với yêu cầu duy trì thường xuyên để xác định tình trạng ký quỹ của nhà đầu tư và có biện pháp xử lý thích hợp.

Động lực để các nhà đầu tư thực hiện giao dịch này đó là do **hiệu ứng phóng đại** của giao dịch ký quỹ (hay nói cách khác là **hiệu ứng đòn bẩy**). Giao dịch ký quỹ cho phép các nhà đầu tư mua được nhiều chứng khoán hơn so với việc chỉ sử dụng vốn tự có của mình và lợi nhuận cũng tăng cao hơn khi giá biến động đến mức họ kỳ vọng. Mặt khác, nó cũng làm tăng thua lỗ của các nhà đầu tư khi giá chứng khoán biến động ngược với kỳ vọng. Ví dụ: Giả sử có hai nhà đầu tư A và B đầu tư giỏi như nhau, với cùng một lượng vốn đầu tư, hai người có thể có được cùng tỷ suất sinh lời. Giả sử nhà đầu tư A sử dụng hoàn toàn vốn tự có để đầu tư và nhà đầu tư B vay ký quỹ 50% để đầu tư. Số vốn đầu tư ban đầu của hai người như nhau là 1.000.000 đồng

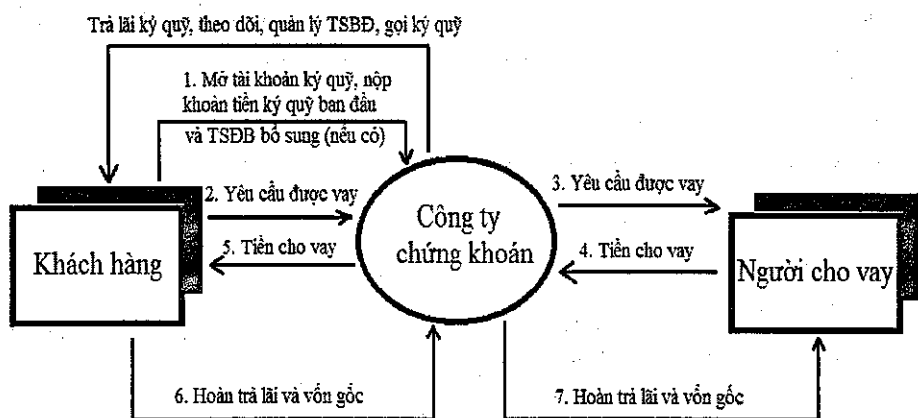
Bảng 6.1. Đầu tư bằng vốn tự có so với giao dịch ký quỹ

(đơn vị: đồng)

	Nhà đầu tư A		Nhà đầu tư B	
	Đầu tư có lãi	Đầu tư lỗ	Đầu tư có lãi	Đầu tư lỗ
Lượng vốn tự có	1.000.000	1.000.000	500.000	500.000
Vốn vay (50%)	0	0	500.000	500.000
Tổng vốn đầu tư	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Lợi nhuận (lỗ) thu được	200.000	-200.000	200.000	-200.000
Tỷ suất sinh lời	20%	-20%	40%	-40%

Như vậy, với cùng lượng vốn đầu tư ban đầu và mức lợi nhuận (lỗ) như nhau, nhà đầu tư B có tỷ suất sinh lời cao hơn đồng thời cũng chịu thiệt hại từ lỗ lớn hơn.

Quy trình cho vay mua ký quỹ



Thông thường, cho vay mua ký quỹ bao gồm hai bên, khách hàng và bên cho vay. Các **công ty chứng khoán** thường đóng vai trò trung gian kết nối giữa khách hàng và bên cho vay (chuyển tiền từ người cho vay cho khách hàng và chuyển khoản tiền gốc và lãi khách hàng hoàn trả cho người cho vay...). Ở một số quốc gia, công ty chứng khoán có thể trực tiếp đóng vai trò người cho vay cho khách hàng nhưng nhiều quốc gia khác (như Việt Nam) lại cấm các công ty chứng khoán trực tiếp cho khách hàng vay, do đó công ty chứng khoán chỉ đóng có thể làm trung gian kết nối. Ngoài ra, các công ty này cũng thường quản lý tài khoản ký quỹ của khách hàng, theo dõi và quản lý tài sản đảm bảo và thực hiện các biện pháp cần thiết để đảm bảo an toàn cho các khoản vay mua ký quỹ này. Để thực hiện hoạt động cho vay mua ký quỹ, khách hàng cần phải mở một **tài khoản ký quỹ** tại công ty chứng khoán. Đây là tài khoản riêng biệt để phục vụ cho hoạt động cho vay ký quỹ. Khách hàng cần phải ký quỹ một khoản tiền ở tài khoản này trước khi tiến hành giao dịch ký quỹ. Khoản ký quỹ này có thể là tiền mặt, cũng có thể là một số loại chứng khoán mà khách hàng sở hữu (giá trị chấp nhận của các loại tài sản này tùy theo quy định của từng quốc gia). Khoản ký quỹ này của khách hàng được các công ty chứng khoán lưu giữ và thường sẽ trả lãi cho khách hàng khi

ký quỹ tại công ty tùy theo chính sách của từng công ty chứng khoán. Khách hàng phải trả lãi cho khoản tiền mình vay để thực hiện mua ký quỹ và khoản lãi này sẽ được chuyển lại cho bên cho vay thông qua công ty chứng khoán.

Các nội dung liên quan đến giao dịch ký quỹ

*** Khoản mục chính trên tài khoản ký quỹ**

- Dư có (credit balance);
- Dư nợ (debit balance);
- Giá trị hiện hành trên thị trường (current market value);
- Giá trị chứng khoán thực có (equity);
- Giá trị vượt quy định ký quỹ;
- Sức mua.

a. Dư có

Là số tiền công ty chứng khoán nợ khách hàng (số tiền mặt còn lại của khách hàng sau khi người đó đã trả toàn bộ tiền mua chứng khoán của mình).

b. Dư nợ

Là số tiền khách hàng vay trên tài khoản ký quỹ để mua chứng khoán, thể hiện giá trị cho vay. Tổng tỷ lệ ký quỹ và tiền vay luôn là 100%. Nếu tỷ lệ ký quỹ ban đầu là 60% thì tỷ lệ tiền vay là 40% (khách hàng phải sử dụng 60% vốn tự có và chỉ được vay 40%). Ví dụ: Khách hàng mua 100 cổ phiếu MSN trên tài khoản ký quỹ với giá 30.000 đồng/CP. Khách hàng phải ký quỹ: $100 \times 30.000 \times 60\% = 1.800.000$ đồng

Khách hàng được vay: $100 \times 30.000 \times 40\% = 1.200.000$ đồng.



Số tiền vay này sẽ không thay đổi do tăng hoặc giảm giá trị chứng khoán đã mua. Chỉ có mức ký quỹ thực tế thay đổi.

c. Giá trị thị trường hiện hành

- Giá trị hiện hành của chứng khoán mua trong ngày là tổng số tiền trả cho chứng khoán đó (bao gồm cả phí môi giới). VD: khách hàng mua 100 cổ phiếu MSN với giá 30.000 đồng/CP, phí môi giới là 5%. Giá trị thị trường hiện hành của khách hàng này là: $100 \times 30.000 \times (1+5\%) = 3,15$ triệu đồng.

- Giá trị hiện hành của chứng khoán bán trong ngày là số tiền thực tế nhận được (bao gồm tiền bán, phí môi giới, các khoản lệ phí và thuế). Ví dụ: khách hàng bán 100 cổ phiếu MSN với giá 30.000 đồng/CP, phí môi giới 5%, thuế TNCN phải nộp là 0,1% tổng giá trị chuyển nhượng. Vậy giá trị thị trường hiện hành của khách hàng là số tiền bán ($100 \times 30.000 = 3.000.000$) – phí môi giới ($100 \times 30.000 \times 5\% = 150.000$) – thuế TNCN ($100 \times 30.000 \times 0,1\% = 3.000$) = 2.847.000 đồng.

- Giá trị thị trường hiện hành của chứng khoán thường được cập nhật theo giá đóng cửa của cổ phiếu ngày hôm trước cho mục đích tính toán tỷ lệ ký quỹ thực tế. Ví dụ: khách hàng đã mua 100 cổ phiếu MSN, ngày hôm đó MSN đóng cửa ở mức giá 31.000 đồng. Vậy tổng giá trị thị trường của cổ phiếu MSN vào ngày hôm sau là $100 \times 31.000 = 3.100.000$ đồng.

d. Giá trị chứng khoán thực có

Giá trị chứng khoán thực có = giá trị thị trường hiện hành – Dư nợ

Thể hiện quyền sở hữu của khách hàng trên tài khoản. Quyền này biến động theo giá cổ phiếu trên thị trường. Giá trị này giúp ta tính được tỷ lệ ký quỹ thực tế.

$$\text{Tỷ lệ ký quỹ thực tế} = \frac{\text{Giá trị chứng khoán thực có}}{\text{Giá trị thị trường hiện hành}}$$

$$\frac{\text{Giá trị chứng khoán thực có}}{\text{Giá trị thị trường hiện hành}}$$

e. Giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ theo quy định

Là phần chênh lệch dương giữa giá trị chứng khoán thực có trên tài khoản với giá trị cần ký quỹ theo giá thị trường số chứng khoán của khách hàng theo quy định về tỷ lệ ký quỹ.

Giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ xảy ra khi giá chứng khoán tăng lên. Phần giá trị này được gọi là “giá trị chứng khoán vượt trội” (excess equity).

Ví dụ: Nhà đầu tư mua 100 CP MSN với giá 30.000 đồng/CP, tỷ lệ ký quỹ ban đầu là 60%, tỷ lệ vay 40%. Như vậy, theo tính toán ta có

- Giá trị chứng khoán mua ban đầu là: 3.000.000 đồng;
- Giá trị ký quỹ: 1.800.000 đồng;
- Giá trị vay: 1.200.000 đồng.

Giả sử giá thị trường tăng lên 40.000 đồng/CP. Ta có:

- Giá trị thị trường hiện hành = $100 \times 40.000 = 4.000.000$ đồng;
- Dư nợ: 1.200.000 đồng (không thay đổi theo giá thị trường của CK);
- Giá trị cần ký quỹ theo giá thị trường của CK = $4.000.000 \times 60\% = 2.400.000$ đồng;
- Giá trị chứng khoán thực có = $4.000.000 - 1.200.000 = 2.800.000$ đồng;
- Giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ = giá trị CK thực có – giá trị cần ký quỹ theo GTT = $2.800.000 - 2.400.000 = 400.000$ đồng.

Số tiền này nhà đầu tư có thể rút ra bằng tiền mặt

f. Sức mua

Khi giá trị thị trường của chứng khoán tăng lên (phát sinh **giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ**) khách hàng có thể rút phần giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ ra bằng tiền mặt (như trên) hoặc sử dụng làm phần ký quỹ thêm để mua thêm chứng khoán mới. Giá trị chứng khoán mới có thể mua thêm từ phần ký quỹ dư thừa này được gọi là **sức mua**, được tính như sau:

$$\text{Sức mua} = \frac{\text{Giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ}}{\text{Tỷ lệ ký quỹ}}$$

Trong VD trên của chúng ta, sức mua của khách hàng là:

$$\text{Sức mua} = 400.000 / 60\% = 666.666,7 \text{ đồng}$$

Điều này có nghĩa là khách hàng có thể mua thêm số chứng khoán có giá trị bằng số tiền 666.666,7 đồng [trong đó 400.000 đồng là phần ký quỹ vượt trội và phần 266.666.7 đồng (tương đương với 40%) là phần được vay thêm].

Các quy định đối với hoạt động vay ký quỹ

a. Tỷ lệ ký quỹ bắt buộc ban đầu (Initial margin)

Đây là số tiền khách hàng phải gửi vào tài khoản ký quỹ tại công ty chứng khoán khi mua chứng khoán theo phương thức giao dịch ký quỹ. Tùy theo từng nước và theo từng thời kỳ mà quy định mức ký quỹ ban đầu của khách hàng có thể thay đổi (chẳng hạn, Việt Nam có quy định tỷ lệ ký quỹ ban đầu do công ty chứng khoán quy định nhưng không được thấp hơn 50% theo Quyết định 09/QĐ-UBCK ngày 8/1/2013 về sửa đổi quy chế hướng dẫn giao dịch ký quỹ, Ấn Độ quy định tỷ lệ ký quỹ ban đầu là 40%, Mỹ quy định là 50%...).

b. Tỷ lệ ký quỹ duy trì và việc gọi ký quỹ (maintenance margin & margin call)

Ngoài yêu cầu về tỷ lệ ký quỹ ban đầu, còn có yêu cầu về tỷ lệ **ký quỹ duy trì (maintenance margin)** nhằm hạn chế những tổn thất xảy ra khi giá chứng khoán giảm. Ở Việt Nam, tỷ lệ ký quỹ duy trì do các công ty chứng khoán quy định nhưng không được thấp hơn 30%. Điều này có nghĩa là khách hàng phải **duy trì giá trị chứng khoán thực có $\geq 30\%$ giá trị thị trường của chứng khoán này**. Cụ thể, trở lại ví dụ về khách hàng mua cổ phiếu MSN ở trên. Nếu khách hàng mua 100 CP MSN với giá 30.000 đồng/CP, tỷ lệ ký quỹ ban đầu là 60%, tỷ lệ ký quỹ duy trì là 30%. Giả sử sau một thời gian giá CP MSN trên thị trường giảm xuống còn 15.000 đồng/CP.

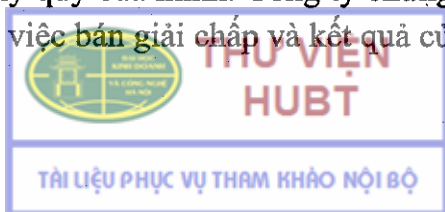
$$\begin{aligned}\text{Giá trị chứng khoán thực có} &= \text{Giá trị thị trường hiện hành} - \text{dư nợ} \\ &= 100 \times 15.000 - 1.200.000 = 300.000 \text{ đồng}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Tỷ lệ ký quỹ thực tế} &= \text{Giá trị CK thực có} / \text{Giá trị thị trường hiện hành} \\ &= 300.000 / 100 \times 15.000 = 20\%\end{aligned}$$

Tỷ lệ này nhỏ hơn tỷ lệ ký quỹ duy trì 30% theo quy định. Do đó tài khoản này của khách hàng không đáp ứng mức ký quỹ tối thiểu. Khi đó, công ty chứng khoán sẽ đưa ra **Lệnh gọi ký quỹ (margin call)** đối với khách hàng, yêu cầu khách hàng phải ký quỹ thêm để đảm bảo tỷ lệ ký quỹ thực tế ít nhất phải bằng tỷ lệ ký quỹ duy trì. Như vậy, khách hàng phải ký quỹ thêm $100 \times 15.000 \times 30\% - 300.000 = 150.000$ đồng

Lưu ý rằng khách hàng có thể ký quỹ bằng tiền hoặc bằng chứng khoán thuộc sở hữu của khách hàng theo quy định.

Trong trường hợp khách hàng không thể ký quỹ thêm để đảm bảo tỷ lệ ký quỹ duy trì, công ty chứng khoán có thể bán giải chấp một phần hoặc toàn bộ số chứng khoán ký quỹ để đảm bảo an toàn cho hoạt động cho vay ký quỹ của mình. Công ty chứng khoán sẽ thông báo cho khách hàng việc bán giải chấp và kết quả của việc đó.



c. Mức giá trị chứng khoán thực có tối thiểu

Một số quốc gia còn quy định tài khoản ký quỹ phải có số dư tối thiểu nhất định. Chẳng hạn ở Việt Nam, quy định để mở tài khoản ký quỹ, nhà đầu tư phải ký quỹ tối thiểu 10.000.000 đồng (theo quy chế hướng dẫn hiện hành), ở Mỹ quy định mức số dư vốn tối thiểu là \$2.000 và yêu cầu công ty chứng khoán không được cho khách hàng vay tiền nếu giá trị chứng khoán thực có thấp hơn \$2.000 cho dù tỷ lệ ký quỹ vẫn được đảm bảo.

d. Đối tượng được phép cho vay (eligible lender)

Thông thường, ở các quốc gia, hoạt động giao dịch ký quỹ được các công ty chứng khoán hoặc Ngân hàng đầu tư đảm nhiệm. Tuy nhiên, các tổ chức này đôi khi chỉ đóng vai trò trung gian giao dịch và quản lý tài sản trên tài khoản ký quỹ, còn người cho vay lại là các tổ chức khác. Các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, tổ chức tín dụng, các tổ chức và cá nhân giàu có đều có thể tham gia cung ứng vốn cho vay mua ký quỹ thông qua các trung gian là công ty chứng khoán hoặc ngân hàng đầu tư. Một số quốc gia còn có các tổ chức tài chính thành lập với mục đích đặc biệt là chuyên cho vay ký quỹ (chẳng hạn Hàn Quốc có Công ty tài trợ chứng khoán Hàn Quốc – KSFC, Trung Quốc có Công ty tài trợ chứng khoán Trung Quốc – CSF...).

e. Đối tượng được phép vay (eligible buyer)

Gần như tất cả các nhà đầu tư trên thị trường đáp ứng được các yêu cầu về an toàn vốn và tỷ lệ ký quỹ đều có thể vay ký quỹ để đầu tư chứng khoán.

f. Chứng khoán được phép giao dịch ký quỹ

Không phải chứng khoán nào cũng được phép giao dịch ký quỹ mà các quốc gia đều có quy định cụ thể chứng khoán nào được vay tiền để mua. Chẳng hạn, Mỹ chỉ có các cổ phiếu và trái phiếu niêm yết trên SGDCK và một số chứng khoán nhất định trên thị trường

phi tập trung OTC mới được phép giao dịch ký quỹ. Tại Việt Nam, UBCKNN quy định các chứng khoán đủ điều kiện giao dịch ký quỹ bao gồm: cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết giao dịch tại Sở Giao dịch chứng khoán, không bao gồm các chứng khoán đăng ký niêm yết giao dịch trên hệ thống giao dịch UpCom và không thuộc các trường hợp bị kiểm soát, tạm ngừng giao dịch, cảnh báo, hủy niêm yết, các chứng khoán quá mới hoặc chứng khoán của các công ty có lỗi. SGDCK chịu trách nhiệm công bố danh sách các chứng khoán được phép giao dịch ký quỹ.

g. Tài sản bảo đảm cho giao dịch ký quỹ

Tài sản bảo đảm cho giao dịch ký quỹ bao gồm các loại chứng khoán được mua từ hoạt động mua ký quỹ và một số loại tài sản khác. Khách hàng có thể sử dụng một số loại chứng khoán thuộc sở hữu của mình làm tài sản bảo đảm. Giá trị chấp nhận của các tài sản này sẽ tùy theo quy định của từng nước. Chẳng hạn, Trung Quốc quy định:

Tài sản cầm cố	Giá trị chấp nhận (tối đa)
Tiền mặt	100%
Chứng khoán trong chỉ số SSE180 và SZSE 100	70%
Các chứng khoán khác	65%
Trái phiếu chính phủ	95%
Trái phiếu khác (TP công ty, TP chuyển đổi, ...)	70%
ETF	90%
Các chứng chỉ quỹ niêm yết khác (LOF)...	70%

Quy định tài sản bảo đảm - Nguồn UBCKNN Trung Quốc

h. Các chứng khoán không được mua từ số tiền vay

- Quyền chọn.



- Các loại cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi tại thị trường phi tập trung mà không được phép giao dịch ký quỹ.

- Các chứng khoán trong đợt phát hành mới.

Rủi ro trong hoạt động mua ký quỹ

a. Rủi ro cho khách hàng

Khách hàng có sử dụng tiền vay mua ký quỹ (đòn bẩy) sẽ chịu hiệu ứng phóng đại trên mỗi đồng tiền đầu tư. Mức độ đòn bẩy càng cao, thì hiệu ứng phóng đại càng lớn. Do thị trường có thể biến động theo cả hai hướng, việc sử dụng đòn bẩy trở thành con dao hai lưỡi. Khách hàng có thể mất rất nhiều tiền hoặc thu được rất nhiều tiền khi giao dịch ký quỹ. Hiệu ứng đòn bẩy có thể gây thiệt hại rất lớn khi giá cổ phiếu giảm. Khách hàng sẽ phải đối mặt với những rủi ro sau:

- Khách hàng chịu khả năng thua lỗ lớn hơn.

- Khi thị trường giảm, khách hàng sẽ mất nhiều hơn số tiền mình đầu tư.

- Nếu như giá trị của chứng khoán mua ký quỹ giảm, khách hàng phải nộp thêm tiền để tránh bị bán chứng khoán.

- Khách hàng có thể phải nộp thêm tiền mặt trong thời gian gấp để bù cho thua lỗ thị trường.

- Người cho vay hoặc công ty chứng khoán có thể bán một phần hoặc tất cả chứng khoán ở giá hiện hành mà không cần phải tư vấn cho khách hàng về việc trả hết nợ. Giá bán giải chấp không phải là giá tốt nhất mà nhà đầu tư muốn bán.

b. Rủi ro với người cho vay

Thông thường, các công ty chứng khoán là người trực tiếp cho vay/thu xếp vốn và chứng khoán cho khách hàng tham gia giao dịch

ký quỹ. Một số thị trường còn có các tổ chức mục đích đặc biệt cho vay ký quỹ. Yêu cầu ký quỹ ban đầu, ký quỹ bắt buộc, quyền bán chứng khoán thế chấp,... đều bảo vệ người cho vay. Tuy nhiên, người cho vay vẫn cần có cách thức quản lý rủi ro khôn ngoan để đảm bảo thu hồi được vốn gốc và lãi và nhanh chóng gọi ký quỹ hoặc bán chứng khoán cho kịp thời. Trong trường hợp khách hàng thua lỗ, thiệt hại của người cho vay được giới hạn ở mức chi phí giao dịch mà anh ta phải bỏ ra để bán được tài sản thế chấp, rủi ro thanh khoản khi người cho vay không thể bán được khoản thế chấp và mất lãi vay trên các khoản vay ký quỹ.

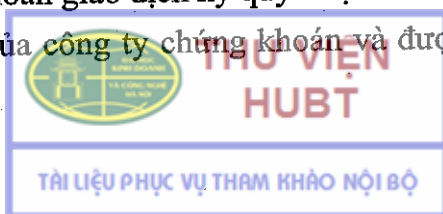
c. Rủi ro cho thị trường

Nếu như người cho vay có hệ thống quản lý rủi ro và hành động kịp thời, họ không phải chịu rủi ro nào khác ngoài những rủi ro đã nói ở phần trên. Nếu như họ không phải chịu rủi ro thì việc giao dịch ký quỹ không gây ra rủi ro với thị trường. Ngoài ra, khi vị thế của công ty chứng khoán trên thị trường giao ngay/kỳ hạn được bảo đảm hoàn toàn bằng chứng khoán thế chấp, việc họ tham gia vào giao dịch ký quỹ với tư cách người cho vay hoàn toàn không ảnh hưởng đến tính minh bạch của thị trường.

Tuy nhiên, giao dịch ký quỹ có xu hướng làm tăng mức độ biến động giá chứng khoán và việc làm giá. Trong trường hợp thị trường tăng, giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ trên tài khoản ký quỹ tăng, cho phép khách hàng có thể mua nhiều hơn. Điều này góp phần vào việc tăng giá không ngừng. Mặt khác, trong trường hợp thị trường giảm, người cho vay sẽ bán chứng khoán khi gọi ký quỹ để thu hồi nợ. Điều này gây ra việc giảm giá sâu hơn.

Một số lưu ý

- Các chứng khoán giao dịch ký quỹ được khách hàng mua bằng tài khoản ký quỹ của công ty chứng khoán và được công ty chứng



khoản quản lý dưới tên mình. Do đó các chứng khoán đó được xem là vật thế chấp cho khoản vay của khách hàng. Khi giá chứng khoán giảm gây mất an toàn cho khoản vay, công ty chứng khoán có thể thực hiện các biện pháp cần thiết như gọi ký quỹ, hoặc bán giải chấp chứng khoán mà không cần hỏi ý kiến khách hàng (chỉ cần thông báo kết quả).

- Khách hàng phải trả lãi trên khoản tiền đã vay và được nhận lãi trên khoản tiền ký quỹ. Lãi suất phụ thuộc vào quy định của từng công ty chứng khoán

- Thay vì ký quỹ bằng tiền mặt, khách hàng có thể ký quỹ bằng chứng khoán (chứng khoán thực sự thuộc sở hữu của khách hàng chứ không phải chứng khoán khách hàng đi vay) cho phần dư nợ trên tài khoản ký quỹ.

Ví dụ:

Một nhà đầu tư dự tính giá cổ phiếu HAG sẽ tăng lên trong thời gian tới và quyết định thực hiện giao dịch ký quỹ mua 100 cổ phiếu HAG tại giá 50.000 đồng. Tỷ lệ ký quỹ ban đầu theo quy định của công ty chứng khoán nơi nhà đầu tư mở tài khoản ký quỹ là 60%. Tỷ lệ ký quỹ duy trì 30%. Bảng cân đối tài sản của khách hàng trong nghiệp vụ này như sau:

Tài sản nợ		Tài sản có	
Ký quỹ ban đầu: 3 triệu đồng		Giá trị cổ phiếu: 5 triệu đồng	
Tiền vay : 2 triệu đồng			
-----		-----	
Tổng : 5 triệu đồng		Tổng : 5 triệu đồng	

Trong trường hợp này, 100 cổ phiếu đóng vai trò đảm bảo cho khoản vay 2 triệu đồng. Khi giá chứng khoán tăng lên 58.000 đồng/

CP, giá trị ký quỹ thực tế khi đó là 3.800.000 đồng ($= 100 \times 58.000 - 2.000.000$), giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ là 320.000 đồng và khách hàng có thể rút phần dư thừa này ra bằng tiền mặt hoặc để lại làm tài sản đảm bảo để vay mua thêm số cổ phiếu trị giá 533.333,33 đồng.

Nhưng khi giá chứng khoán trên thị trường giảm xuống còn 25.000 đồng/CP thì tỷ lệ ký quỹ thực tế là $[(100 \times 25.000) - 2.000.000] / (100 \times 25.000) = 20\%$. Tỷ lệ này thấp hơn tỷ lệ ký quỹ duy trì nên công ty chứng khoán sẽ thực hiện gọi ký quỹ. Khách hàng phải ký quỹ thêm lượng giá trị là 250.000 đồng hoặc công ty chứng khoán sẽ bán một phần hoặc toàn bộ số cổ phiếu HAG thể chấp của khách hàng để đảm bảo tỷ lệ quy định.

Giao dịch ký quỹ tại công ty chứng khoán ở Việt Nam

Các CTCK Việt Nam sử dụng nguồn vốn xếp được từ các tổ chức, cá nhân nhằm cung cấp bổ sung nguồn vốn cho khách hàng để đầu tư chứng khoán (trung gian thu xếp vốn). Trong trường hợp này, CTCK cung cấp dịch vụ với tư cách là người thiết kế sản phẩm dịch vụ, thiết lập quản trị rủi ro và trực tiếp thực hiện thẩm định khách hàng, chỉ định cung cấp vốn cho khách hàng, quản lý vốn và quản lý tài sản đảm bảo hoặc chứng khoán đầu tư.

Để tiến hành giao dịch ký quỹ, trước hết khách hàng sẽ được hướng dẫn ký Hợp đồng giao dịch ký quỹ kèm Hợp đồng tín dụng. Trong đó có một số nội dung cơ bản:

- Thời hạn hợp đồng: 3 tháng (sau 3 tháng có thể xin ra hạn tối đa 3 tháng nữa nếu được chấp nhận).
- Lãi suất cho vay: điều chỉnh theo từng thời kỳ.
- Khách hàng khi ký hợp đồng phải đảm bảo tài khoản duy trì số tiền mặt tối thiểu .



- Tỷ lệ vay: Các CTCK nghiên cứu và định mức cho các loại chứng khoán khác nhau trên thị trường. Mỗi loại đều áp dụng một tỷ lệ vay khác nhau cho khách hàng.

Ví dụ:

Loại chứng khoán*	Tỷ lệ vay công bố
1	40%
2	35%
3	30%
4	25%
5	20%

Nguồn: CTCP Chứng khoán Rồng Việt

(*Các mã chứng khoán cụ thể được CTCK công bố hàng tuần*)

- Tỷ lệ ký quỹ ban đầu: tối thiểu 60%.

- Tỷ lệ ký quỹ duy trì: phải $\geq 50\%$.

- Trường hợp Tổng dư nợ cao hơn khả năng nhận nợ, nếu tài khoản của khách hàng có số dư tiền mặt (bao gồm tiền khả dụng hoặc tiền có thể ứng trước), hệ thống sẽ tự động thu nợ một phần để đảm bảo dư nợ thấp hơn hoặc bằng khả năng nhận nợ.

+ Trường hợp tỷ lệ ký quỹ $< 50\%$, khách hàng phải nộp bổ sung Tài sản đảm bảo vào tài khoản; giảm dư nợ cho vay; thanh lý Tài sản đảm bảo hoặc áp dụng bất kỳ biện pháp hợp pháp nào để tăng Tỷ lệ ký quỹ cao hơn hoặc bằng 50%.

+ Trường hợp tỷ lệ ký quỹ $\leq 40\%$, CTCK được toàn quyền thực hiện bất kỳ biện pháp xử lý nào để thu hồi nợ và/hoặc làm tăng Tỷ lệ ký quỹ cao hơn hoặc bằng 50%.

- Ngày trả lãi: được trả vào ngày 25 hàng tháng và có thể thay đổi theo từng thời kỳ.

+ Trường hợp khách hàng tắt toán Hợp đồng thì ngày tắt toán là ngày trả lãi.

+ Trường hợp ngày trả lãi là ngày nghỉ, lễ thì ngày trả lãi sẽ là ngày làm việc tiếp theo.

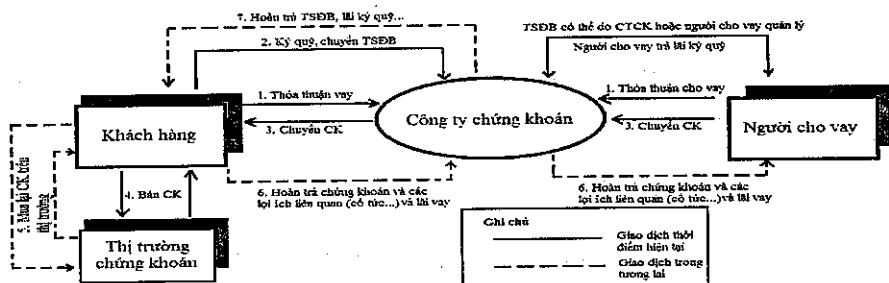
6.3.2 Bán khống (Short sales)

Bán khống là hoạt động trong đó nhà đầu tư đi vay chứng khoán để bán với kỳ vọng giá chứng khoán trong tương lai sẽ giảm. Khi giá chứng khoán giảm, nhà đầu tư mua lại chứng khoán để trả lại người cho vay với giá thấp hơn giá trị vay, từ đó thu lợi nhuận từ chênh lệch giá bán chứng khoán và giá mua lại chứng khoán sau đó.

Giống như trường hợp giao dịch ký quỹ, việc bán khống cũng đòi hỏi nhà đầu tư phải có một lượng tiền **ký quỹ ban đầu** và duy trì tỷ lệ ký quỹ thực tế cao hơn mức **ký quỹ duy trì**. Trường hợp tỷ lệ ký quỹ thực tế thấp hơn tỷ lệ ký quỹ duy trì (xảy ra khi giá chứng khoán tăng đến một mức nhất định), bên cho vay sẽ có biện pháp **gọi ký quỹ** hoặc yêu cầu bên đi vay hoàn trả lại một phần hoặc toàn bộ số chứng khoán cho mình. Hành động này nếu ở quy mô lớn sẽ được gọi là “**siết nợ bán khống**” (short squeeze).

Bán khống giúp cho nhà đầu tư có thể khai thác lợi ích từ thị trường chứng khoán đang sụt giảm. Ngoài ra, nó cũng giúp ngăn ngừa việc “tăng giá quá mức” và “bong bóng tài sản”. Tuy nhiên, nếu như dự báo không chính xác, hoạt động này có thể đem lại rủi ro cho nhà đầu tư khiến cho họ gặp thiệt hại nặng nề.

Quy trình giao dịch bán khống



Tương tự như trường hợp giao dịch ký quỹ, bán khống cũng đòi hỏi có hai bên đi vay và cho vay. Tuy nhiên, luật pháp các nước cấm việc **bán khống trơn** (naked short sales) nghĩa là bán khống mà không thực sự vay chứng khoán (nhà đầu tư bán khi không có chứng khoán trong tay hoặc không thỏa thuận với bên cho vay). Do vậy, trước khi thực hiện hoạt động bán khống, hai bên phải ký kết và thỏa thuận với nhau bằng văn bản. Các công ty chứng khoán trong giao dịch bán khống cũng thường đóng vai trò trung gian kết nối giữa người cho vay và khách hàng, mặc dù đôi lúc các công ty này cũng có thể trực tiếp thực hiện chức năng người cho vay chứng khoán. Ở một số quốc gia, có các tổ chức đặc biệt chuyên thực hiện việc cho vay chứng khoán. Có nước còn để Trung tâm lưu ký chứng khoán (Hàn Quốc) thực hiện việc cho vay chứng khoán để bán khống và quản lý tài sản đảm bảo. Tài sản đảm bảo trong hoạt động bán khống cũng có thể là tiền hoặc một số loại chứng khoán khách hàng sở hữu. Người đi vay phải trả lãi trên khoản chứng khoán đã vay và khoản ký quỹ của người đi vay cũng được người cho vay trả lãi (lãi suất này được gọi là **rebate**). Lưu ý rằng số chứng khoán cho vay vẫn thuộc sở hữu của người cho vay, do đó các quyền lợi có liên quan đến chứng khoán (cổ tức, quyền biểu quyết...) vẫn thuộc về người cho vay. Người đi vay nếu nhận được những lợi ích trên phải trả lại cho người cho vay. Phương thức ký quỹ, xử lý tài sản bảo đảm cũng gần tương tự như trường hợp giao dịch ký quỹ.

Ví dụ

Nhà đầu tư dự báo giá cổ phiếu HAG sẽ giảm trong tương lai và quyết định thực hiện giao dịch bán khống 100 cổ phiếu HAG ở mức giá 50.000 đồng/CP. Tỷ lệ ký quỹ ban đầu theo quy định là 60%, tỷ lệ ký quỹ duy trì là 30%. Bảng cân đối tài sản của nhà đầu tư như sau:

Tài sản nợ	Tài sản có
Giá trị thị trường của CP: 5.000.000 đồng Vốn tự có: 3.000.000 đồng	Giá trị bán khống: 5.000.000 đồng Ký quỹ ban đầu: 3.000.000 đồng
Tổng: 8.000.000 đồng	Tổng: 8.000.000 đồng

Nếu giá cổ phiếu giảm xuống còn 40.000 đồng/CP, ta có:

Giá trị thị trường hiện hành của cổ phiếu = $100 \times 40.000 = 4.000.000$ đồng.

Vốn tự có của nhà đầu tư = $8.000.000 - 4.000.000 = 4.000.000$ đồng.

Giá trị vượt tỷ lệ ký quỹ = $4.000.000 - 4.000.000 \times 60\% = 1.600.000$ đồng.

Tỷ lệ ký quỹ thực tế = $4.000.000 / 4.000.000 = 100\%$.

Nhà đầu tư có thể rút ra 1.600.000 đồng hoặc dùng làm tài sản đảm bảo để bán khống thêm $1.600.000 / 60\% = 2.666.666,7$ đồng giá trị cổ phiếu.

Nếu giá cổ phiếu tăng lên 60.000 đồng/CP, ta có:

Tài sản nợ	Tài sản có
Giá trị thị trường của CP: 6.000.000 đồng Vốn tự có: 2.000.000 đồng ----- Tổng: 8.000.000 đồng	Giá trị bán khống: 5.000.000 đồng Ký quỹ ban đầu: 3.000.000 đồng ----- Tổng: 8.000.000 đồng

Giá trị thị trường hiện hành của cổ phiếu = $100 \times 60.000 = 6.000.000$ đồng.

Vốn tự có của nhà đầu tư = $8.000.000 - 6.000.000 = 2.000.000$ đồng.

Tỷ lệ ký quỹ thực tế = $2.000.000 / 6.000.000 = 33\%$.

Tỷ lệ này vẫn lớn hơn tỷ lệ ký quỹ duy trì, do đó mà nhà đầu tư chưa bị gọi ký quỹ. Nhưng nếu giá tăng cao quá 61.538 đồng thì nhà đầu tư sẽ phải bổ sung ký quỹ sao cho đảm bảo tỷ lệ ký quỹ duy trì 30%.

Khác với giao dịch ký quỹ, bán khống cho phép nhà đầu tư thu được tỷ suất sinh lời cao hơn so với việc bán chứng khoán mình sở hữu khi giá cổ phiếu có xu hướng giảm. Rủi ro có thể xảy đến nếu dự đoán không chính xác. Thông thường, bán khống thường được sử dụng kết hợp với giao dịch ký quỹ hoặc trong một số chiến thuật giao dịch phòng hộ khác. Hiện nay, Việt Nam chưa cho phép thực hiện giao dịch bán khống.

6.4. Giao dịch khác

6.4.1. Repo chứng khoán

Đây là nghiệp vụ mua bán chứng khoán có kỳ hạn trong đó, khách hàng bán chứng khoán cho tổ chức kinh doanh chứng khoán và cam kết mua lại với mức giá vào thời điểm nhất định trong tương

lai theo thỏa thuận với tổ chức kinh doanh chứng khoán. Đây là loại hình giao dịch mà nhà đầu tư có thể mua và bán chứng khoán (trái phiếu, cổ phiếu...) của chính mình trong một khoảng thời gian thỏa thuận nhất định với công ty chứng khoán.

Như vậy, bản chất của repo không phải là một giao dịch mua bán mà là một giao dịch tín dụng có đảm bảo. Rủi ro biến động giá chứng khoán hoàn toàn thuộc người bán (bên đi vay). Người mua chỉ nắm giữ chứng khoán với mục đích làm tài sản đảm bảo. Giao dịch này đứng ở góc độ người bán chứng khoán (đi vay) được gọi là “repo”. Trong khi đó, ở góc độ người mua (cho vay), giao dịch này được gọi là “reverse repo”.

Giá mua lại = Giá bán lần 1 x (1 + lãi suất repo/365 x số ngày bán chứng khoán)

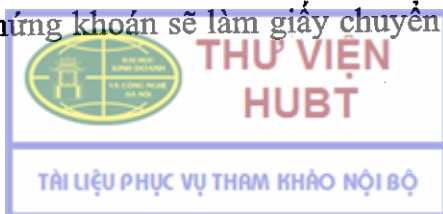
Quy trình repo đối với chứng khoán:

1. Nếu nhà đầu tư có chứng khoán đang cần tiền thì có thể mang đến tổ chức kinh doanh chứng khoán để repo, chứng khoán mang đi repo phải có tên trong danh sách chứng khoán mà tổ chức kinh doanh chứng khoán chấp nhận repo.

2. Nếu chứng khoán của nhà đầu tư được chấp nhận thì tổ chức kinh doanh chứng khoán sẽ làm một hợp đồng có thời hạn 3 tháng, 6 tháng, hoặc 1 năm

3. Đồng thời nhà đầu tư phải làm giấy chuyển nhượng chứng khoán này sang tên tổ chức kinh doanh chứng khoán theo đúng thời hạn ghi trên hợp đồng, điều này có nghĩa là nhà đầu tư sẽ bán số chứng khoán này cho tổ chức kinh doanh chứng khoán trong thời hạn đó.

4. Khi hết hạn nhà đầu tư mang tiền đến thanh lý hợp đồng, tổ chức kinh doanh chứng khoán sẽ làm giấy chuyển nhượng sang tên



lại cho nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải trả lại số tiền bằng giá tổ chức kinh doanh chứng khoán mua ban đầu cộng với lãi suất cho vay tùy theo thời hạn repo.

Thông thường, tổ chức kinh doanh chứng khoán sẽ mua cổ phiếu với giá bằng khoảng 50% giá thị trường hoặc mua với giá cao hơn đối với trái phiếu, ngoài ra trong suốt thời gian hợp đồng nếu giá chứng khoán đó trên thị trường giảm đến một mức giới hạn nào đó thì nhà đầu tư phải nộp vào một số tiền bù lại giá mua chứng khoán và mức giới hạn này phụ thuộc vào từng tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Lợi ích của repo:

Việc thực nghiệp nghiệp vụ repo góp phần làm tăng tính thanh khoản cho thị trường, tăng phí cho tổ chức kinh doanh chứng khoán và tăng hiệu quả đồng vốn kinh doanh cho nhà đầu tư, đem lại cho nhà đầu tư một số lợi ích sau:

- Nhà đầu tư dễ dàng huy động nguồn vốn với chi phí rẻ do việc vay vốn được thực hiện trên cơ sở các tài sản thế chấp có tính an toàn cao. Với khoản tiền vay đó, nhà đầu tư có thể đầu tư vào các cơ hội đầu tư hấp dẫn khác trên thị trường.

- Nhà đầu tư có thể thu được lợi nhuận tăng thêm khi chính họ là người cho vay vốn và mua kỳ hạn các chứng khoán thế chấp của nhà đầu tư khác.

- Nhà đầu tư vẫn có quyền sở hữu chứng khoán khi mua lại chứng khoán đã bán sau kỳ hạn nhất định. Nói cách khác, nhà đầu tư không phải bán chứng khoán với giá thấp khi cần vốn.

- Trong thời hạn chuyển nhượng, nhà đầu tư vẫn được hưởng cổ tức, trái tức và các quyền lợi phát sinh khác từ chứng khoán chuyển nhượng.

6.4.2. Ứng trước tiền bán chứng khoán

Đây là nghiệp vụ CTCK làm trung gian kết nối giữa khách hàng và Tổ chức tín dụng. Đơn vị cung ứng vốn là các tổ chức tín dụng.

Trong đó:

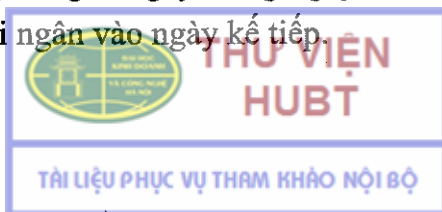
- Nhà đầu tư là người xin ứng trước tiền bán chứng khoán và thanh toán trả tiền vay tự động trên tài khoản mở tại công ty chứng khoán.

- Công ty chứng khoán thực hiện dịch vụ ứng trước tiền bán CK cho nhà đầu tư và thanh toán tự động trên tài khoản cho tổ chức tín dụng.

- Tổ chức tín dụng cung cấp dịch vụ ứng trước tiền bán CK cho CTCK và trích tự động tiền thanh toán trên TK của CTCK.

Quy trình:

- CTCK hướng dẫn nhà đầu tư thực hiện thủ tục.
- CTCK xác nhận kết quả khớp lệnh.
- CTCK chuyển hồ sơ vay ứng trước của nhà đầu tư cho ngân hàng.
- CTCK lập và ký đóng dấu bảng kê danh khách hàng vay, HĐTD kèm giấy nhận nợ theo tổng tiền vay phát sinh và gửi cho ngân hàng.
- CTCK cử người đại diện cho các nhà đầu tư vay vốn ký các giấy tờ liên quan (nhà đầu tư đã ký ủy quyền với người đại diện CTCK).
- Ngân hàng duyệt hồ sơ vay ứng trước và giải ngân vào tài khoản của CTCK mở tại ngân hàng.
- CTCK gửi hồ sơ trước 15h cùng ngày khớp lệnh bán thì ngân hàng sẽ thực hiện giải ngân ngay trong ngày. Hồ sơ gửi sau 15h sẽ được ngân hàng giải ngân vào ngày kế tiếp.



- Ngân hàng tự động trích tiền từ tài khoản của CTCK khi đến hạn T+3 thanh toán khoản vay ứng trước bao gồm gốc, lãi và các phí liên quan. (Nhà đầu tư đã ký ủy quyền đồng ý thanh toán tự động).
- Ngân hàng và CTCK tất toán hợp đồng vay.

TÓM TẮT CHƯƠNG 6

Mỗi hình thức giao dịch có đặc thù khác nhau về thời gian thanh toán, về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, về quyền và nghĩa vụ của người mua và bán... Về cơ bản có các hình thức giao dịch như giao dịch giao ngay, giao dịch ký quỹ, bán khống, giao dịch hợp đồng tương lai, giao dịch quyền chọn.

Giao dịch chứng khoán giao ngay là hoạt động giao dịch trong đó chứng khoán được giao hàng và thanh toán ngay lập tức (thường là sau T ngày làm việc).

Giao dịch kỳ hạn là những thoả thuận mua bán một loại tài sản ở một thời điểm chắc chắn trong tương lai với mức giá nhất định.

Giao dịch tương lai là thoả thuận giữa người bán và người mua, trong đó người bán cam kết giao một số lượng nhất định chứng khoán và người mua sẽ trả tiền khi nhận số chứng khoán đó với một giá nhất định, tại một ngày nhất định trong tương lai, được xác định trước tại thời điểm ký kết hợp đồng.

Giao dịch hợp đồng quyền chọn là thoả thuận cho phép người mua có quyền mua hoặc bán một khối lượng nhất định chứng khoán với giá xác định vào thời điểm nhất định trong tương lai. Chủ sở hữu của một quyền chọn có quyền nhưng không có nghĩa vụ (không bắt buộc) phải mua hoặc bán một cổ phiếu gốc hay rổ cổ phiếu tại một mức giá khớp quyền cố định. Thực hiện (khớp quyền) một quyền chọn giao dịch mua bán trên một cổ phiếu cá nhân (một quyền chọn cổ phiếu) dẫn đến việc phân phối cổ phiếu. Trên thị trường phi tập trung (OTC) hợp đồng có thể được giải quyết bằng tiền mặt.



Giao dịch ký quỹ là việc vay tiền để mua chứng khoán với kỳ vọng giá chứng khoán có xu hướng tăng lên trong tương lai. Nhà đầu tư phải tuân thủ quy định về tỷ lệ ký quỹ ban đầu, tỷ lệ ký quỹ duy trì.

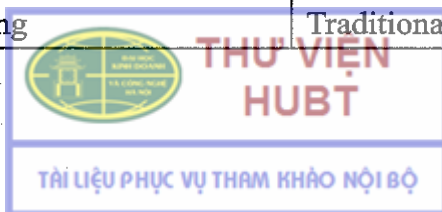
Bán khống là hoạt động trong đó nhà đầu tư đi vay chứng khoán để bán với kỳ vọng giá chứng khoán trong tương lai sẽ giảm.

Repo chứng khoán là nghiệp vụ mua bán chứng khoán có kỳ hạn trong đó, khách hàng bán chứng khoán cho tổ chức kinh doanh chứng khoán và cam kết mua lại với mức giá vào thời điểm nhất định trong tương lai theo thỏa thuận với tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Ứng trước tiền bán chứng khoán là nghiệp vụ CTCK làm trung gian kết nối giữa khách hàng và Tổ chức tín dụng. Đơn vị cung ứng vốn là các tổ chức tín dụng.

MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Ngày thanh toán giao ngay	On spot date
Cập nhật giá thị trường hàng ngày	Mark to market
Trung tâm thanh toán bù trừ	Clearing House
Đối tác bù trừ trung tâm	Central Counterparty
Phí quyền chọn (giá cả)	Premium
Bảo hiểm, phòng hộ	Hedge
Đầu cơ	Speculation
Hợp đồng quyền chọn	Options
Hợp đồng tương lai	Futures
Hợp đồng kỳ hạn	Forwards
Hợp đồng hoán đổi	Swap
Quyền chọn mua	Call option
Quyền chọn bán	Put option
Một loại quyền chọn trong đó hợp đồng quyền chọn sẽ hết hiệu lực nếu tài sản cơ sở trong hợp đồng đạt đến 1 mức cụ thể được quy định	Knock out option
Quyền chọn có giới hạn	Barrier options
Chiến lược vòng đệm (đồng thời mua quyền chọn mua và bán quyền chọn bán)	Collars strategy
Vị thế trường/trạng thái trường (mua)	Long position
Vị thế đoản/trạng thái đoản (bán)	Short position
Tài khoản môi giới	Brokerage Account
Tài khoản hưu trí	Pension Account
Môi giới truyền thống	Traditional Broker



Tiếng Việt	Tiếng Anh
Môi giới chiết khấu	Discount Broker
Phí môi giới	Brokerage Commission
Công ty thanh toán quyền chọn	Option Clearing Companies
Market maker	Nhà tạo lập thị trường
Giá mua vào – Giá chào mua	Bid Price
Giá bán ra – Giá chào bán	Ask Price
Giá thực hiện hợp đồng quyền chọn	Strike Price
Số hợp đồng mở	Open Interest
Giao dịch ký quỹ	Margin Trading
Người được phép cho vay	Eligible Lender
Người được phép vay	Eligible Buyer
Bán khống	Shortsale
Siết nợ bán khống	Short Squeeze
Tài khoản ký quỹ	Margin Account
Tỷ lệ ký quỹ ban đầu	Initial Margin
Tỷ lệ ký quỹ duy trì	Maintenance Margin
Gọi ký quỹ	Margin Call

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 6

1. *Khái niệm và đặc điểm giao dịch giao ngay?*
2. *So sánh sự khác biệt giữa giao dịch kỳ hạn và tương lai.*
3. *So sánh sự khác biệt giữa quyền chọn mua và quyền chọn bán.*
4. *Khái niệm và đặc điểm giao dịch mua ký quỹ và bán khống?*
5. *Thực trạng thực hiện các hình thức giao dịch chứng khoán ở Việt Nam.*

CHƯƠNG 7

LƯU KÝ, BÙ TRỪ VÀ THANH TOÁN CHỨNG KHOÁN

Hệ thống lưu ký chứng khoán có vai trò quan trọng đối với nhà đầu tư và chủ thể phát hành và hoạt động của thị trường chứng khoán. Vai trò cụ thể của hệ thống lưu ký chứng khoán sẽ được làm rõ trong phần đầu của chương. Mỗi nước có thể áp dụng hệ thống lưu ký trực tiếp hoặc hệ thống lưu ký tập trung. Đặc điểm, ưu và nhược điểm của từng hệ thống lưu ký cũng như các nguyên tắc tổ chức và vận hành hệ thống thanh toán bù trừ chứng khoán, các chủ thể tham gia hoạt động thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán và đặc biệt tác nghiệp của nhân viên lưu ký chứng khoán sẽ được giới thiệu ở phần còn lại của chương.

7.1. Tổng quan hệ thống lưu ký chứng khoán

7.1.1. Hệ thống lưu ký chứng khoán và sự cần thiết tất yếu đối với thị trường chứng khoán

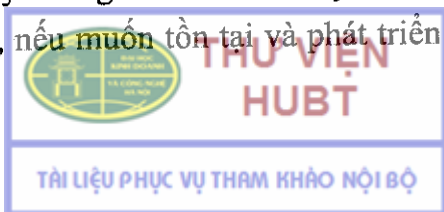
Hệ thống lưu ký chứng khoán là một trong các thành tố cốt yếu trong cấu trúc hạ tầng của thị trường chứng khoán, đóng vai trò quản lý, lưu giữ và xử lý thông tin về sở hữu chứng khoán của người đầu tư thông qua hệ thống các sổ sách theo dõi và quản lý thông tin dưới dạng tài khoản chứng khoán ghi sổ; đồng thời còn thực hiện các chức năng liên quan đến thanh toán giao dịch, thực hiện quyền cho người sở hữu, như quyền nhận cổ tức, lãi trái phiếu, phát hành thêm... Thông thường, hệ thống lưu ký chứng khoán thường được đề cập trong một tổng thể các hệ thống phụ trợ sau giao dịch nói chung, bởi vì hệ thống này cùng với hệ thống bù trừ, thanh toán chứng khoán tạo thành một chu trình xử lý thông tin khép kín sau giao dịch.

Sự hình thành và phát triển của hệ thống lưu ký chứng khoán có sự gắn kết chặt chẽ với quá trình phát triển của thị trường chứng khoán. Các nghiên cứu thị trường cho thấy, ban đầu, khi quy mô và sự phát triển thị trường chứng khoán còn ở cấp độ thấp, hình thức tổ chức hệ thống quản lý chứng khoán cũng rất đơn giản, chứng khoán chủ yếu do người sở hữu trực tiếp nắm giữ và quản lý. Sau này, khi thị trường chứng khoán phát triển ở mức độ cao, cấu trúc và phương thức tổ chức thị trường ngày càng được hoàn thiện đã đòi hỏi các hoạt động của thị trường phải được tổ chức chặt chẽ và hợp lý hơn theo những nguyên tắc chung. Trong bối cảnh đó, để thích ứng với những nguyên tắc hoạt động mới của thị trường, các hệ thống phụ trợ sau giao dịch, trong đó có lưu ký chứng khoán đã có những điều chỉnh sâu rộng ở mọi khía cạnh.

7.1.2. Vai trò của hệ thống lưu ký chứng khoán

Đối với người sở hữu chứng khoán

Trong hoạt động đầu tư, sự thuận tiện và an toàn khi thực hiện giao dịch đóng một vai trò quan trọng đối với nhà đầu tư. Xét ở khía cạnh này, hệ thống lưu ký chứng khoán chính là một công cụ giúp đáp ứng yêu cầu này của nhà đầu tư. Khi tham gia vào hệ thống lưu ký chứng khoán, nhà đầu tư được hưởng lợi nhiều từ hệ thống nhờ tận dụng được các dịch vụ tiện ích do các tổ chức lưu ký trung gian cung cấp như quản lý an toàn chứng khoán, môi giới và xác nhận giao dịch, quản lý thông tin liên quan đến chứng khoán và thay mặt thực hiện quyền... Nhờ các dịch vụ này, nhà đầu tư có thể tiết kiệm được chi phí và thời gian cho những công việc không sinh lời, đồng thời có khả năng tìm kiếm thêm nhiều cơ hội kinh doanh mới. Bên cạnh đó, một hệ thống lưu ký chứng khoán với bất kỳ kiểu tổ chức nào, dù đơn giản hay phức tạp, nếu muốn tồn tại và phát triển thì hoạt động của



hệ thống đều phải dựa trên một hệ thống các nguyên tắc chặt chẽ giúp đảm bảo quyền lợi của người sở hữu có chứng khoán đưa vào lưu ký. Chính vì vậy, các hoạt động nghiệp vụ phát sinh trong hệ thống như thanh toán giao dịch, ghi nhận quyền sở hữu của người đầu tư... đều hướng đến mục tiêu cuối cùng là tạo sự tiện dụng tối đa, nhưng cũng an toàn để tránh gây ra các rủi ro cho người đầu tư.

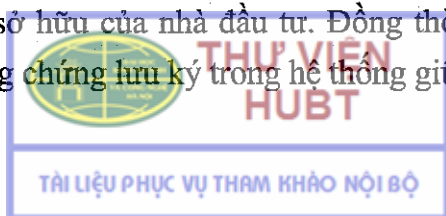
Đối với tổ chức phát hành

Sự xuất hiện của hệ thống lưu ký chứng khoán đã làm thay đổi căn bản các thông lệ quản lý cổ đông truyền thống của tổ chức phát hành. Các chức năng chính liên quan đến quản lý thông tin người sở hữu chứng khoán như theo dõi thông tin, xác nhận sở hữu, thanh toán quyền... do tổ chức phát hành đảm nhận sẽ được thay thế bởi các trung gian chuyên nghiệp, thường là Trung tâm lưu ký hoặc các đại lý đăng ký. Trong hệ thống này, chứng khoán của nhà đầu tư sẽ được lưu ký tập trung vào trong hệ thống và được ghi nhận dưới dạng tài khoản ghi sổ và được quản lý bởi các tổ chức lưu ký ở từng cấp. Về cơ bản, tổ chức phát hành sẽ được giải phóng khỏi các công việc quản lý hành chính, tiết kiệm được nguồn lực và có điều kiện tập trung hơn vào các hoạt động kinh doanh chính đem lại lợi nhuận trực tiếp. Không những vậy, cơ chế tổ chức hoạt động của hệ thống lưu ký chứng khoán với những ưu điểm vượt trội về tính chuyên môn hoá trong quản lý đã cho phép tổ chức phát hành khai thác hiệu quả những lợi thế của hệ thống. Khi có nhu cầu huy động vốn mới thông qua hệ thống, nhờ vào mạng lưới trung gian tài chính rộng khắp với nhiều loại dịch vụ tiện ích, mà các rào cản đầu tư liên quan đến khoảng cách địa lý sẽ bị loại bỏ, qua đó cho phép tổ chức phát hành mở rộng được đối tượng đầu tư, tăng khả năng thành công của đợt phát hành.

Đối với hoạt động của thị trường chứng khoán

Đối với thị trường chứng khoán, hệ thống lưu ký chứng khoán là tiền đề cho việc thiết lập các hình thức tổ chức thị trường giao dịch quy mô lớn. Thông qua hệ thống, chứng khoán sẽ được lưu ký tập trung và thông tin sở hữu chứng khoán sẽ được Trung tâm lưu ký quản lý dưới hình thức ghi sổ tài khoản, thay vì do các nhà đầu tư tự mình nắm giữ chứng chỉ chứng khoán một cách phân tán. Đặc tính này của hệ thống lưu ký chứng khoán cho phép toàn bộ thông tin về sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư được xử lý tập trung thông qua việc ghi nhận các bút toán ghi sổ tài khoản mỗi khi có xác nhận giao dịch làm thay đổi quyền sở hữu chứng khoán, mà không phải tiến hành các công đoạn giao nhận vật chất. Như vậy, ngay cả khi khối lượng giao dịch của thị trường đạt tới quy mô lớn, thì phương pháp xử lý thông tin sở hữu của hệ thống lưu ký vẫn có khả năng đáp ứng được một cách nhanh chóng và an toàn. Nhờ những ưu điểm này, hệ thống lưu ký chứng khoán đã giúp duy trì lòng tin của các nhà đầu tư đối với thị trường chứng khoán và đây cũng chính là cơ sở vững chắc giúp thúc đẩy các thị trường chứng khoán phát triển tới trình độ cao như hiện nay.

Trong hoạt động quản lý và giám sát thị trường, hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung là một công cụ hữu hiệu bởi đây là kênh thông tin đầy đủ, cho phép cơ quan quản lý truy xét mọi diễn biến đầu tư đã được thực hiện trên thị trường, từ đó kiểm soát hoạt động đầu tư của khối ngoại, đặc biệt phát hiện và ngăn chặn kịp thời các hành vi vi phạm. Không giống hệ thống quản lý trực tiếp truyền thống, giao dịch chuyển nhượng trên hệ thống lưu ký tập trung phải tuân thủ các nguyên tắc kế toán chặt chẽ để đảm bảo việc ghi nhận chính xác những biến động về trạng thái sở hữu của nhà đầu tư. Đồng thời, sự thống nhất thông tin về số lượng chứng lưu ký trong hệ thống giữa các cấp lưu ký



khuyến cho việc kiểm tra, giám sát các hoạt động nghiệp vụ đơn giản hơn. Với cơ chế này, những gian lận trong việc hạch toán tài khoản tại từng cấp lưu ký trung gian sẽ dễ dàng bị phát hiện và ngăn chặn kịp thời, qua đó chức năng quản lý thị trường chứng khoán sẽ được tăng cường.

7.1.3. Các mô hình hệ thống quản lý chứng khoán

Về cơ bản, việc quản lý thông tin sở hữu chứng khoán tại các thị trường được thực hiện theo hai hình thức phổ biến là quản lý trực tiếp và quản lý tập trung hay còn gọi là quản lý gián tiếp với những đặc điểm như sau:

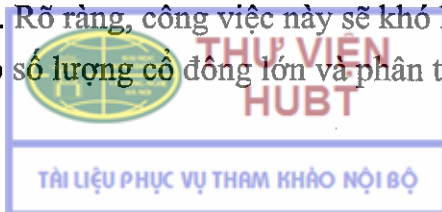
Hệ thống quản lý lưu ký chứng khoán trực tiếp

Quản lý chứng khoán trực tiếp là hình thức quản lý truyền thống, trong đó người sở hữu trực tiếp nắm giữ các chứng khoán mà mình sở hữu và giữ mối liên hệ trực tiếp với tổ chức phát hành. Hệ thống quản lý chứng khoán trực tiếp là mô hình quản lý phổ biến trong giai đoạn phát triển thấp của thị trường chứng khoán, khi quy mô thị trường nhỏ và tính tổ chức chưa cao. Trong hệ thống, tổ chức phát hành đóng vai trò là đơn vị tổ chức và quản lý hệ thống. Tổ chức phát hành hoặc đại lý đăng ký của mình có trách nhiệm nắm giữ và quản lý toàn bộ sổ sách ghi nhận quyền sở hữu của nhà đầu tư, thông tin về loại chứng khoán và đợt phát hành. Khi phát sinh các giao dịch mua bán, chuyển nhượng, bên mua, bán chứng khoán trực tiếp thanh toán tiền và chuyển giao chứng khoán với nhau, đồng thời tiến hành các thủ tục đăng ký lại quyền sở hữu trực tiếp với tổ chức phát hành hoặc đại lý đăng ký của tổ chức phát hành phù hợp với các quy định riêng về quản lý chứng khoán của tổ chức phát hành. Trong trường hợp thực hiện quyền đối với chứng khoán, tổ chức phát hành sẽ thông báo cho người sở hữu chứng khoán các thông tin về kế hoạch thực hiện

quyền. Người sở hữu chứng khoán sẽ trực tiếp đến tổ chức phát hành hoặc đại lý được tổ chức phát hành uỷ quyền để nhận các quyền lợi liên quan đến chứng khoán mà mình sở hữu.

Ở Việt Nam, hình thức quản lý chứng khoán trực tiếp là hình thức quản lý chứng khoán phổ biến đối với các công ty đại chúng chưa niêm yết. Trong hệ thống này, người sở hữu tự mình nắm giữ và quản lý chứng khoán. Tên của người sở hữu được đăng ký trực tiếp trên sổ theo dõi danh sách người sở hữu chứng khoán của tổ chức phát hành. Khi phát sinh các giao dịch liên quan đến việc sở hữu chứng khoán, họ sẽ liên hệ với tổ chức phát hành để xác nhận. Về phần mình, tổ chức phát hành phải thiết lập một cơ chế quản lý và theo dõi thông tin về cổ đông để đảm bảo tính chính xác. Khác với các thị trường phát triển, thông lệ uỷ quyền cho bên thứ ba là một tổ chức chuyên nghiệp như đại lý đăng ký, đại lý chuyển nhượng thực hiện công việc này chưa phổ biến, chủ yếu là vì đây là một dịch vụ còn khá mới mẻ và chưa có các quy định pháp lý cụ thể để hướng dẫn và điều chỉnh các bên tham gia. Với hình thức quản lý thủ công và thiếu tính chuyên nghiệp như vậy, hệ thống quản lý chứng khoán trực tiếp tại Việt Nam bộc lộ khá nhiều hạn chế xét trên cả phương diện tổ chức phát hành lẫn người sở hữu chứng khoán.

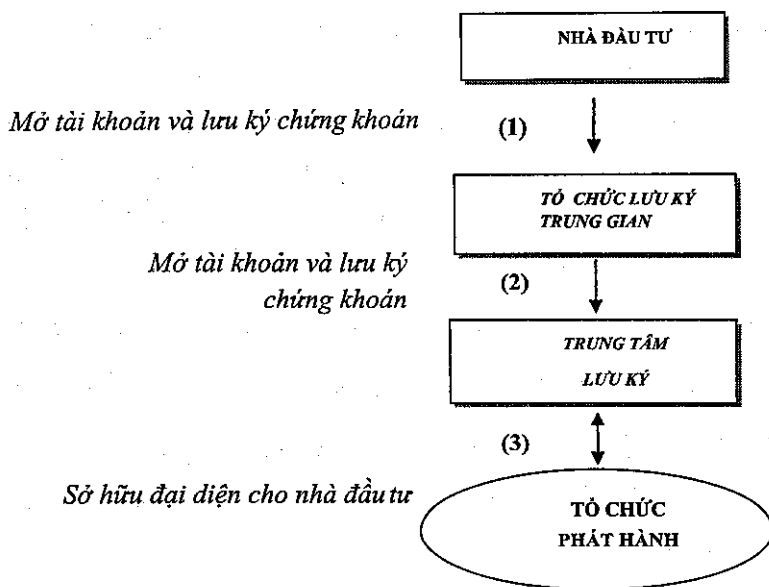
Về phía tổ chức phát hành: Thông thường, mỗi tổ chức phát hành phải thiết lập một bộ phận chuyên theo dõi và quản lý danh sách người sở hữu chứng khoán để đáp ứng các yêu cầu chuyển nhượng, thay đổi thông tin sở hữu chứng khoán. Trong trường hợp phát hành chứng chỉ chứng khoán, tổ chức phát hành phải chịu các chi phí in ấn cổ phiếu cho người sở hữu chứng khoán. Bên cạnh đó, khi thực hiện các quyền phát sinh, tổ chức phát hành phải làm việc với từng người sở hữu chứng khoán. Rõ ràng, công việc này sẽ khó khăn đối với các tổ chức phát hành có số lượng cổ đông lớn và phân tán.



Đối với người sở hữu chứng khoán: Sự phức tạp trong các quy định về chuyển nhượng tạo sự bất lợi cho các cổ đông, đặc biệt cổ đông là người lao động, cổ đông thiểu số, là những người ít có sự am hiểu về các quy định pháp lý. Do vậy, khi phát sinh các yêu cầu về chuyển nhượng chứng khoán, các bên liên quan có thể phải chịu các rủi ro về mặt pháp lý nếu họ không tuân thủ theo đúng các quy định, trình tự và thủ tục chuyển nhượng. Ngoài ra, phương thức nắm giữ trực tiếp cũng khiến cho khả năng tiếp cận thông tin về tổ chức phát hành, về tình hình thị trường của chứng khoán khiến cho người sở hữu gặp phải khó khăn khi thực hiện giao dịch liên quan đến chứng khoán, gián tiếp làm tăng chi phí nắm giữ chứng khoán.

Hệ thống quản lý lưu ký chứng khoán tập trung

Hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung là hệ thống trong đó người sở hữu không trực tiếp nắm giữ chứng khoán của mình mà họ uỷ thác cho các tổ chức lưu ký trung gian thực hiện. Chính vì đặc điểm này mà hệ thống lưu ký tập trung còn được gọi là hệ thống lưu ký gián tiếp. Hệ thống lưu ký tập trung được cấu thành bởi nhiều cấp trung gian, trong đó cấp trung gian cuối cùng thường là một Trung tâm lưu ký là nơi chứng khoán ký gửi của các nhà đầu tư được lưu giữ và xử lý tập trung. Trong hệ thống, người đứng tên trong sổ đăng ký của tổ chức phát hành là cấp trung gian cuối cùng thay mặt cho toàn bộ nhà đầu tư ký gửi chứng khoán. Dưới đây là sơ đồ mối quan hệ giữa các bên tham gia hệ thống.



Ở Việt Nam, hệ thống quản lý chứng khoán tập trung được áp dụng đối với chứng khoán của các tổ chức phát hành đã đăng ký lưu ký với Trung tâm lưu ký chứng khoán, bao gồm cả chứng khoán của các công ty niêm yết trên SGDCK. Trong hệ thống này, người sở hữu chứng khoán không trực tiếp nắm giữ chứng khoán mà đưa chúng vào lưu ký tập trung tại Trung tâm lưu ký thông qua các thành viên lưu ký. Chứng khoán lưu ký của nhà đầu tư sẽ được Trung tâm lưu ký và thành viên quản lý trên tài khoản ghi sổ theo mô hình hai cấp, Trung tâm lưu ký quản lý tổng số lượng chứng khoán thuộc sở hữu của khách hàng của thành viên lưu ký, còn thành viên lưu ký quản lý chứng khoán chi tiết cho khách hàng của mình (hiện nay Trung tâm lưu ký chứng khoán đã quản lý đến chi tiết nhà đầu tư). Từ thực tiễn phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy, sự hình thành của hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung gắn liền với sự xuất hiện của thị trường chứng khoán tập trung, bởi đây chính là điều kiện thiết yếu đảm bảo cho việc triển khai các hoạt động của thị trường. Thông qua cơ chế hoạt động của hệ thống, những hạn chế mà người sở hữu, tổ chức phát hành gặp phải trong hệ thống quản lý chứng khoán trực

tiếp sẽ được khắc phục. Những công việc liên quan đến quản lý chứng khoán được tổ chức một cách chặt chẽ, có tính hệ thống và hợp lý hoá. Giao dịch chứng khoán khối lượng lớn được thanh toán an toàn và nhanh chóng nhờ cơ chế hạch toán ghi sổ tài khoản, mà không phải có thêm các bước giao nhận chứng từ vật chất trực tiếp giữa người bán và người mua.

Đánh giá về các mô hình hệ thống quản lý lưu ký chứng khoán

****Đánh giá về hệ thống quản lý lưu ký chứng khoán trực tiếp***

Với những đặc điểm về mô hình tổ chức và vận hành nêu trên, hệ thống lưu ký chứng khoán trực tiếp có những ưu và nhược điểm sau:

a. Ưu điểm

- Mô hình hệ thống đơn giản giúp cho công tác tổ chức và quản lý hệ thống được thực hiện dễ dàng, tạo thuận lợi về mặt quy trình thực hiện cho các bên tham gia.

- Trong hầu hết trường hợp, tổ chức phát hành có khả năng kiểm soát thông tin về người sở hữu một cách trực tiếp, nắm bắt được thông tin về cơ cấu cổ đông và quy mô sở hữu thường xuyên, từ đó chủ động hơn trong các công việc liên quan đến người sở hữu.

- Cấu trúc hệ thống với đặc tính tạo sự liên kết trực tiếp giữa tổ chức phát hành với người sở hữu chứng khoán đã giúp tiết kiệm được chi phí dịch vụ hữu hình trực tiếp mà tổ chức phát hành, người sở hữu phải trả cho các cấp trung gian trong một số trường hợp.

b. Nhược điểm

- Trong trường hợp không có sự tham gia của các tổ chức trung gian, tổ chức phát hành sẽ gặp khó khăn trong các hoạt động liên quan đến quản lý thông tin người sở hữu do thiếu tính chuyên nghiệp, đặc biệt là khi quy mô cổ đông lớn và phân tán.

- Thủ tục xác nhận thông tin sở hữu hợp lệ của tổ chức phát hành trong các giao dịch mua bán, cầm cố, thực hiện quyền... đối với nhà đầu tư thông thường sẽ bị trễ về thời gian do cơ chế nhận và xử lý thông tin rườm rà, không tập trung. Trở ngại này sẽ rất lớn đối với các nhà đầu tư ở xa tổ chức phát hành hoặc đại lý, bởi vậy ảnh hưởng nhiều đến việc đưa ra các quyết định đầu tư mang tính thời cơ.

- Khi nắm giữ chứng chỉ chứng khoán, nhà đầu tư có thể phải đối mặt với nhiều rủi ro như rách nát, mất mát, lừa đảo trong quá trình mua bán, chuyển nhượng. Trường hợp mất chứng khoán, thiệt hại ít nhất đối với nhà đầu tư là phí để thay thế chứng chỉ khác nếu thông báo kịp thời với tổ chức phát hành, nhiều thì sẽ mất toàn bộ giá trị chứng khoán nếu chứng khoán đã bị lợi dụng để mua bán trước khi báo cho tổ chức phát hành.

- Để thực hiện quyền, nhà đầu tư thường phải tự mình đến tổ chức phát hành để xác nhận tư cách cổ đông hợp lệ và nhận các quyền lợi liên quan đến chứng khoán mà mình sở hữu. Đây là nhược điểm chính của hệ thống bởi vì các công việc trên đòi hỏi nhà đầu tư phải luôn dành một quỹ thời gian và chi phí nhất định cho việc theo dõi các quyền lợi liên quan đến chứng khoán họ nắm giữ.

**** Đánh giá về hệ thống quản lý lưu ký chứng khoán tập trung***

Hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung có ưu và nhược điểm chính sau:

a. Ưu điểm

- Hệ thống quản lý chứng khoán tập trung giúp giảm thiểu chi phí và nâng cao hiệu quả kinh tế cho toàn bộ các bên tham gia vào hệ thống xét trên tổng thể chi phí và lợi ích toàn xã hội, nhờ đạt được tính kinh tế theo quy mô và tận dụng được ưu thế chuyên môn hoá.



- Nhà đầu tư tránh được các rủi ro về mất cắp, hư hại, giả mạo chứng khoán trong quá trình lưu giữ, bảo quản và thanh toán giao dịch chứng khoán.

- Độ an toàn và khả năng thành công trong các giao dịch chứng khoán cao hơn do cơ chế kiểm duyệt, lưu trữ và xử lý thông tin sở hữu chứng khoán được tổ chức một cách chặt chẽ và tập trung. Nhờ thông tin hợp lệ về người sở hữu chứng khoán đã được các trung gian lưu ký quản lý, cho nên, khi có giao dịch chuyển nhượng chứng khoán, nhà đầu tư không cần có xác nhận và đăng ký lại sở hữu từ tổ chức phát hành.

- Tăng tính thanh khoản cho chứng khoán nhờ khả năng quản lý và xử lý giao dịch tập trung của các trung gian chuyên nghiệp, qua đó thúc đẩy quy mô và sự phát triển của thị trường chứng khoán.

b. Nhược điểm

Để vận hành thành công hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung với cấu trúc phức tạp và nguyên tắc tổ chức chặt chẽ cần phải xây dựng được một cơ chế pháp lý và quản lý thích hợp. Cụ thể:

- Về khía cạnh pháp lý: cơ chế quản lý tài sản gián tiếp qua trung gian với việc thể hiện chứng quyền tài sản dưới hình thức ghi sổ tài khoản vẫn còn là một tiền lệ mới đối với nhiều thị trường truyền thống, nơi mà các minh chứng về quyền sở hữu đối với chứng khoán vẫn được công nhận bằng các chứng chỉ vật chất. Trong trường hợp này, rắc rối sẽ xảy ra đối với các bên tham gia hệ thống nếu các quy định pháp lý không được điều chỉnh kịp thời hoặc chưa đủ để bao quát hết các nghiệp vụ phát sinh. Vì vậy, hệ thống này đòi hỏi cơ quan quản lý phải xây dựng được một hệ thống luật đồng bộ xác định rõ những vấn đề liên quan như: hình thức thể hiện của chứng khoán; quyền và trách nhiệm của các bên tham gia hệ thống... Ngoài các

tiêu chí về đầy đủ và rõ ràng, quy định pháp lý phải có tính hiệu lực cao và khả năng cưỡng chế thực thi. Nếu không có các tiêu chí này, thì các quyền căn bản của người sở hữu chứng khoán sẽ bị lạm dụng bởi chính các trung gian lưu ký hoặc từ các chủ nợ của các trung gian nắm giữ.

- Về khía cạnh quản lý: những ưu điểm của hệ thống quản lý lưu ký tập trung sẽ chỉ được phát huy khi những nguyên tắc hay “luật chơi” của hệ thống được tôn trọng triệt để. Để đạt được mục tiêu này, một cơ chế quản lý hệ thống phù hợp phải được thiết lập với sự phân nhiệm cụ thể tới từng cấp thực hiện. Đối với hệ thống lưu ký tập trung, thách thức lớn nhất đối với công tác quản lý là việc đảm bảo nguyên tắc tách biệt tài sản của người sở hữu được lưu giữ tại các tổ chức lưu ký trung gian để tránh xảy ra xung đột lợi ích hoặc gian lận tài sản gây thiệt hại cho người đầu tư. Từ góc độ vận hành, hệ thống lưu ký gián tiếp đòi hỏi phải có một chế độ giám sát chặt chẽ và đáng tin cậy đối với từng cấp trung gian nắm giữ tài sản của khách hàng. Các điều kiện về tài chính lẫn các hoạt động bên trong của các tổ chức này phải được kiểm tra thường xuyên.

7.1.4. Đặc điểm của hệ thống lưu ký tập trung so với hệ thống quản lý trực tiếp

Từ những phân tích trên đây có thể thấy, hệ thống lưu ký chứng khoán trực tiếp với những ưu thế nhất định, nhất là sự đơn giản trong cách tổ chức và vận hành, tỏ ra khá phù hợp với mô hình tổ chức thị trường chứng khoán quy mô nhỏ, nhu cầu đầu tư chưa cao, khối lượng giao dịch ít và các công đoạn liên quan đến việc xác nhận sở hữu, giao nhận chứng từ và thanh toán chứng khoán diễn ra không thường xuyên. Tuy nhiên, trong điều kiện thị trường chứng khoán hiện đại ngày nay, nơi mà các hoạt động đầu tư diễn ra liên tục, nhà



đầu tư là những người năng động, họ sở hữu nhiều danh mục đầu tư hết sức đa dạng và không bị giới hạn bởi ranh giới địa lý, thì rõ ràng, mô hình tổ chức và quản lý hệ thống trực tiếp đã không còn thích hợp mà cần có những điều chỉnh phù hợp hơn. Thực tế này đã đặt nền móng cho việc hình thành nên một hệ thống quản lý lưu ký mới được tổ chức khoa học hơn, nhưng cũng phức tạp hơn về mặt tổ chức hoạt động và cấu trúc, đó là hệ thống lưu ký gián tiếp hay còn gọi là hệ thống quản lý chứng khoán tập trung. Trong hệ thống này, đặc điểm nổi bật nhất về mặt tổ chức và vận hành hệ thống đó là sự tham gia của các trung gian lưu ký vào chu trình quản lý thông tin sở hữu giữa tổ chức phát hành và người sở hữu chứng khoán. Nhờ tính chuyên nghiệp trong hoạt động, mạng lưới chi nhánh rộng đã cho phép các tổ chức lưu ký tiếp cận và cung cấp nhiều dịch vụ đem lại tiện ích cho nhà đầu tư. Bên cạnh đó, nguyên tắc quản lý thông tin tập trung của hệ thống đã cho phép quá trình theo dõi và ghi nhận trạng thái sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư được tập trung hoá vào một đầu mối chính là cấp trung gian lưu ký cuối cùng, trong khi vẫn bảo đảm phản ánh được đầy đủ quyền lợi của từng cá nhân đầu tư một cách riêng biệt. Có thể nói, đây chính là điểm độc đáo riêng của hệ thống lưu ký tập trung so với hệ thống lưu ký trực tiếp, giúp cho các hoạt động nghiệp vụ của hệ thống được diễn ra thông suốt, không bị ngắt quãng và theo một trình tự luân chuyển thông tin có tổ chức: từ nhà đầu tư - thành viên lưu ký - Trung tâm lưu ký - đến tổ chức phát hành. Tuy nhiên, yếu tố trung gian của hệ thống quản lý tập trung cũng đã đặt ra các nguyên tắc quản lý mới phù hợp với đặc điểm tổ chức và hoạt động của hệ thống này.

7.1.5. Các nguyên tắc đảm bảo cho việc vận hành hệ thống lưu ký tập trung

Việc tổ chức hoạt động của hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung được đảm bảo bởi các nguyên tắc chính sau:

Nguyên tắc trung gian

Đây là nguyên tắc hoạt động cơ bản nhất của hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung, tạo nên sự khác biệt so với hệ thống lưu ký chứng khoán trực tiếp. Với nguyên tắc này, mối quan hệ trực tiếp giữa người sở hữu chứng khoán và tổ chức phát hành như trong hệ thống lưu ký trực tiếp được thay thế bằng mối quan hệ gián tiếp thông qua tổ chức lưu ký trung gian. Nguyên tắc trung gian là biểu hiện cao của sự chuyên môn hoá trong tổ chức hoạt động của hệ thống lưu ký nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung, nguyên tắc này giúp cho các bên tham gia có điều kiện thực hiện các nhiệm vụ chính của mình một cách tốt nhất: đối với nhà đầu tư, họ có thể chuyên tâm hơn vào hoạt động đầu tư sinh lời; về phía tổ chức phát hành, họ tiết kiệm được các nguồn lực để tập trung hơn vào các hoạt động kinh doanh chính yếu; còn đối với các trung gian lưu ký lại chuyên sâu vào việc cung cấp dịch vụ đem lại sự tiện ích cho nhà đầu tư và tổ chức phát hành.

Tập trung hoá chứng khoán

Đối với hoạt động của một thị trường chứng khoán hiện đại, các yêu cầu về đăng ký và tập trung hoá chứng khoán phải được tuân thủ triệt để, bởi vì đây là một trong những yếu tố quyết định để quản lý và thực hiện các giao dịch chứng khoán nhanh chóng an toàn, hiệu quả và ít rủi ro nhất.

- Đăng ký chứng khoán là việc ghi nhận các quyền và nghĩa vụ liên quan của nhà đầu tư trên hệ thống sổ sách theo dõi thông tin sở hữu thông qua hệ thống tài khoản của các trung gian lưu ký.

- Tập trung hoá chứng khoán là việc đưa các chứng chỉ chứng khoán vào lưu giữ tại một địa điểm tập trung, là cấp trung gian cuối cùng (thường được gọi là Trung tâm lưu ký chứng khoán). Sau khi tập



trung hoá, mọi giao dịch phát sinh làm thay đổi tình trạng sở hữu của nhà đầu tư sẽ không thực hiện theo hình thức chuyển giao chứng chỉ vật chất, mà theo hình thức chuyển giao ghi sổ tài khoản. Tập trung hoá chứng khoán là điều kiện tiên đề để phi vật chất hoá chứng chỉ chứng khoán và chuyển đổi hình thức quản lý chứng khoán sang theo dõi ghi sổ tài khoản. Ngoài ra, tập trung hoá chứng khoán còn là sự chuyển giao trách nhiệm lưu giữ chứng khoán từ người sở hữu sang các trung gian lưu ký, nhờ đó người sở hữu chứng khoán sẽ loại bỏ được các rủi ro về rách nát, mất cắp hay giả mạo.

Quản lý an toàn và tách biệt chứng khoán của khách hàng

Quản lý an toàn chứng khoán của khách hàng là việc lưu giữ, bảo quản chứng khoán ký gửi theo một chế độ đặc biệt để đảm bảo rằng các chứng khoán đã lưu ký vào trong hệ thống không bị thất lạc hay hư hại. Nhưng quan trọng hơn, ý nghĩa của nguyên tắc này còn thể hiện ở trách nhiệm của các tổ chức lưu ký là phải có các biện pháp đảm bảo mọi thông tin về tài khoản chứng khoán lưu ký của khách hàng tại các tổ chức này được theo dõi một cách chính xác và sử dụng vào đúng mục đích.

Một nguyên tắc quan trọng trong hoạt động của hệ thống lưu ký là việc quy định trách nhiệm của các tổ chức lưu ký phải mở và theo dõi tài khoản chi tiết riêng cho từng cá nhân đầu tư, đồng thời tách biệt giữa tài khoản của các nhà đầu tư với tài khoản chứng khoán thuộc sở hữu của chính tổ chức lưu ký. Mục đích của nguyên tắc này là để đảm bảo các tổ chức lưu ký trung gian không được sử dụng chứng khoán thuộc sở hữu của nhà đầu tư này phục vụ cho lợi ích của nhà đầu tư khác, hoặc cho lợi ích của chính tổ chức lưu ký. Bên cạnh đó, đây còn là biện pháp bảo vệ cho quyền lợi của nhà đầu tư có chứng khoán lưu ký trước các nghĩa vụ nợ của tổ chức lưu ký trung gian với bên thứ ba. Có thể nói, nguyên tắc trên đây được

xem là cốt yếu đối với bất kỳ một hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung nào, vì nó ý nghĩa rất lớn là tạo dựng lòng tin của người đầu tư đối với hệ thống.

Ủy quyền đứng tên

Đây là một nguyên tắc quan trọng của hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung, theo đó, người sở hữu chứng khoán lưu ký tại các tổ chức lưu ký trung gian sẽ không trực tiếp làm việc với tổ chức phát hành để nhận các quyền lợi liên quan đến chứng khoán, mà thay vào đó, tổ chức lưu ký trung gian sẽ thay mặt khách hàng thực hiện công việc này theo một nguyên tắc ủy quyền bắt buộc khi đã tham gia vào hệ thống. Nguyên tắc này được dựa vào bản chất trung gian của hệ thống, theo đó mặc dù người sở hữu chứng khoán cuối cùng trong hệ thống là các nhà đầu tư có chứng khoán lưu ký, nhưng các tổ chức lưu ký trung gian lại là chủ sở hữu danh nghĩa đứng tên trong sổ đăng ký của tổ chức phát hành, cho nên họ có quyền thay mặt các khách hàng của mình nhận quyền từ tổ chức phát hành, sau đó tái phân bổ lại cho từng khách hàng. Có thể nói, ý nghĩa của nguyên tắc ủy quyền là ở chỗ, nó cho phép hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung phát huy được tối đa ưu thế gián tiếp của mình, đó là nâng cao hiệu quả hoạt động của hệ thống nhờ đạt được tính kinh tế theo quy mô. Cụ thể, từng cá nhân sở hữu không phải tốn thời gian và công sức quan tâm đến phương thức, thời gian và địa điểm thực hiện quyền của tổ chức phát hành, thay vào đó, nhiệm vụ này sẽ do các tổ chức trung gian chuyên nghiệp đảm trách. Đối với các nhà đầu tư quốc tế, nguyên tắc này là hết sức quan trọng vì nó cho phép họ phá bỏ những rào cản về không gian trong việc đưa ra các lựa chọn danh mục đầu tư tại nhiều quốc gia khác nhau. Đây là ưu điểm mà hệ thống lưu ký trực tiếp không thể có.

7.1.6. Mô hình tổ chức và hoạt động

Cấu trúc hệ thống

Trong hệ thống quản lý gián tiếp, cấu trúc của hệ thống được quyết định bởi cấp độ tham gia và hình thức tổ chức hoạt động của các tổ chức lưu ký trung gian. Đối với một hệ thống lưu ký tập trung đơn giản, có thể chỉ có một cấp lưu ký trung gian xuất hiện. Nhưng trong một hệ thống phức tạp, có thể có nhiều cấp trung gian tham gia cung cấp dịch vụ lưu ký. Điều này thường thấy ở các hệ thống đã có sự chuyên môn hoá rất cao, hoặc có liên kết chéo với các hệ thống lưu ký quốc tế. Tại từng cấp, có những phân định về chức năng nhiệm vụ và địa vị pháp lý riêng đối với các bên tham gia.

Chứng khoán được người sở hữu lưu ký tại các tổ chức lưu ký trung gian, sau đó các tổ chức lưu ký trung gian lại tái lưu ký chứng khoán của khách hàng và của chính mình vào cấp trung gian lưu ký cuối cùng là Trung tâm lưu ký. Các chứng chỉ chứng khoán lưu ký sẽ được Trung tâm lưu ký lưu giữ và quản lý an toàn theo một chế độ đặc biệt. Việc quản lý chứng khoán lúc này là việc theo dõi thông tin về quyền sở hữu dưới hình thức sổ dư tài khoản chứng khoán tại các tổ chức lưu ký trung gian. Giao dịch, chuyển nhượng chứng khoán được thực hiện bằng các bút toán ghi sổ tài khoản mà không có sự dịch chuyển chứng chỉ vật chất. Trong sơ đồ cấu trúc hệ thống trên đây, Trung tâm lưu ký chứng khoán đồng thời đảm nhận cả chức năng đại lý chuyển nhượng, đại lý đăng ký cho tổ chức phát hành. Với chức năng này, việc ghi nhận giao dịch thay đổi quyền sở hữu trong hệ thống lưu ký chứng khoán không đòi hỏi phải có thêm công đoạn điều chỉnh thông tin sở hữu trên hệ thống sổ sách của tổ chức phát hành.

Trong một số ít trường hợp, tại một số thị trường, cấu trúc mô hình hệ thống nói trên còn cho phép nhà đầu tư được lựa chọn mở tài

khoản lưu ký trực tiếp tại Trung tâm lưu ký. Tuy nhiên, mô hình tổ chức hệ thống như vậy không phổ biến chủ yếu do khối lượng công việc xử lý lớn tập trung vào một đầu mối là Trung tâm lưu ký khiến cho hệ thống công kênh và kém hiệu quả.

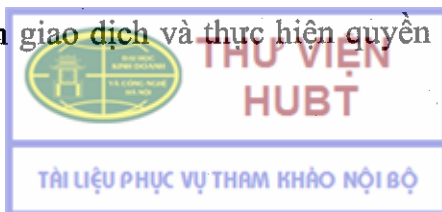
7.1.7. Các đối tượng tham gia vào hệ thống

Trung tâm lưu ký

Trong hệ thống, Trung tâm lưu ký là cấp trung gian lưu ký cuối cùng, thực hiện chức năng lưu giữ tập trung, bảo quản an toàn và quản lý thông tin về các chứng khoán lưu ký cho khách hàng. Thông thường, Trung tâm lưu ký không giữ mối quan hệ trực tiếp với khách hàng là nhà đầu tư cá nhân, mà chỉ quan hệ trực tiếp với các tổ chức lưu ký. Các tổ chức được trực tiếp tham gia vào hoạt động lưu ký, có quan hệ trực tiếp với Trung tâm lưu ký được gọi là thành viên lưu ký. Trung tâm lưu ký cung cấp dịch vụ lưu ký gián tiếp cho các nhà đầu tư cá nhân thông qua các thành viên lưu ký. Khi nhận được chứng khoán lưu ký của nhà đầu tư thông qua các thành viên lưu ký, Trung tâm lưu ký sẽ theo dõi và quản lý tập trung trên hệ thống tài khoản của các thành viên. Việc xử lý thông tin sở hữu chứng khoán thay đổi giữa các thành viên được Trung tâm lưu ký thực hiện bằng phương pháp ghi sổ tài khoản của thành viên.

Tổ chức lưu ký trung gian

Tổ chức lưu ký trung gian hay còn gọi là thành viên lưu ký là các tổ chức được phép tham gia trực tiếp vào các hoạt động đăng ký, lưu ký trong quan hệ với Trung tâm lưu ký. Thành viên lưu ký đóng vai trò theo dõi và quản lý thông tin sở hữu chứng khoán tới từng khách hàng mở tài khoản lưu ký tại thành viên; đồng thời còn là kênh kết nối giữa khách hàng với tổ chức phát hành trong các hoạt động liên quan đến thanh toán giao dịch và thực hiện quyền lợi phát sinh đối



với chứng khoán lưu ký. Trong một cấu trúc phức tạp, có thể có nhiều cấp trung gian lưu ký tham gia vào hệ thống, các cấp trung gian lưu ký thấp hơn có thể lại là khách hàng của cấp trung gian lưu ký cao hơn. Nhưng trong trường hợp này, chỉ cấp trung gian lưu ký có được mối liên hệ trực tiếp với Trung tâm lưu ký mới được xem là thành viên lưu ký của Trung tâm lưu ký.

Thành viên lưu ký được phân làm hai loại là thành viên lưu ký đầy đủ và thành viên lưu ký hạn chế (hay còn gọi là thành viên lưu ký trực tiếp) theo phạm vi dịch vụ được phép cung cấp. Thành viên lưu ký đầy đủ có thể là các công ty môi giới, ngân hàng thương mại được phép cung cấp dịch vụ lưu ký chứng khoán cho chính mình và khách hàng. Thành viên lưu ký hạn chế thường là các nhà đầu tư tổ chức được Trung tâm lưu ký chấp thuận cho mở tài khoản trực tiếp chỉ để theo dõi và quản lý chứng khoán thuộc sở hữu của chính mình.

Hầu hết các nước đều quy định các điều kiện khá chặt chẽ để được trở thành thành viên lưu ký, như các điều kiện về loại hình kinh doanh, vốn, uy tín, điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật, khả năng quản lý. Bên cạnh đó, trong quá trình hoạt động, các thành viên này còn phải thực hiện việc nghĩa vụ đóng góp về tài chính, tuân thủ các cơ chế về báo cáo và chịu sự quản lý, giám sát của các cơ quan nhà nước có thẩm quyền và tổ chức điều hành hệ thống. Các điều kiện và nghĩa vụ trên được đặt ra nhằm mục đích phòng ngừa các rủi ro hệ thống gây ra bởi các thành viên.

Người đầu tư

Người đầu tư không trực tiếp nắm giữ và quản lý chứng khoán sở hữu, mà họ quản lý thông tin về chứng khoán sở hữu và tiến hành các hoạt động đầu tư thông qua tài khoản mở tại tổ chức lưu ký. Trong hệ thống lưu ký tập trung, mối quan hệ giữa nhà đầu tư và tổ chức phát

hành là mối quan hệ gián tiếp. Khi phát sinh các hoạt động về thực hiện quyền từ tổ chức phát hành, các trung gian lưu ký sẽ đóng vai trò truyền tải thông tin và phân bổ quyền tới từng nhà đầu tư.

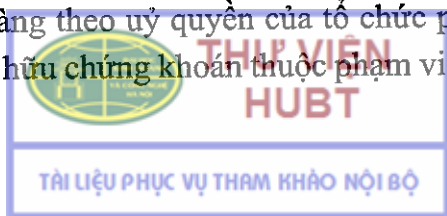
Đại lý chuyển nhượng

Đại lý chuyển nhượng là một tổ chức do tổ chức phát hành chỉ định để thực hiện việc quản lý danh sách cổ đông, danh sách trái chủ và một số hoạt động khác như thông báo cho người sở hữu các thông tin liên quan, quản lý việc cầm cố chứng khoán của các nhà đầu tư... Thông thường, một tổ chức phát hành có ý định chỉ định đại lý chuyển nhượng phải đưa vào Điều lệ của công ty các điều khoản rõ ràng quy định về vấn đề này. Sau khi chỉ định đại lý chuyển nhượng, tổ chức phát hành phải công bố thông tin này cho các cổ đông, trái chủ và các bên liên quan. Tại một số thị trường, việc chỉ định đại lý chuyển nhượng là điều kiện bắt buộc đối với các công ty có chứng khoán niêm yết trên thị trường. Ngoài các chức năng trên, đại lý chuyển nhượng còn thay mặt tổ chức phát hành thực hiện một số chức năng liên quan đến phát hành như phát hành chứng chỉ chứng khoán, tổ chức in chứng chỉ chứng khoán và phân phối chứng khoán cho nhà đầu tư... Để thực hiện các dịch vụ này, đại lý chuyển nhượng phải tuân theo Luật, các quy định của cơ quan quản lý, các hợp đồng được ký kết và điều lệ của tổ chức phát hành.

Tùy theo mô hình ở mỗi nước, đại lý chuyển nhượng có thể là những tổ chức chuyên nghiệp về loại hình dịch vụ này, hoặc cũng có thể là một tổ chức lưu ký hoặc thậm chí là Trung tâm lưu ký. Phạm vi cung cấp dịch vụ của đại lý chuyển nhượng cũng khác nhau theo quy định ở từng thị trường.

Tổ chức đăng ký

Tổ chức đăng ký là tổ chức thực hiện việc đăng ký sở hữu chứng khoán cho khách hàng theo ủy quyền của tổ chức phát hành. Thông thường, đăng ký sở hữu chứng khoán thuộc phạm vi dịch vụ do đại lý



chuyên nhượng cung cấp, nhưng trong một số trường hợp, hai chức năng này lại được tách riêng do hai tổ chức khác nhau đảm nhiệm. Việc đăng ký chứng khoán thường phát sinh khi thực hiện quyền của người sở hữu chứng khoán. Trong hoạt động của thị trường chứng khoán, chứng khoán thường xuyên được mua đi bán lại. Do đó, đến thời điểm phát sinh quyền đối với chứng khoán lưu ký, các bên tham gia hệ thống sẽ tiến hành đăng ký lại tình trạng sở hữu chứng khoán để xác định người được hưởng quyền đối với chứng khoán.

Đăng ký chứng khoán có thể do chính tổ chức phát hành thực hiện, tuy nhiên trường hợp này chỉ phổ biến ở những thị trường chưa phát triển và thiếu các nhà cung cấp dịch vụ chuyên nghiệp. Tại hầu hết các thị trường phát triển, tổ chức phát hành lựa chọn và uỷ thác nghiệp vụ này cho một tổ chức chuyên nghiệp thực hiện nhờ việc đem lại hiệu quả cao và chất lượng phục vụ nhà đầu tư tốt hơn. Đối với các chứng khoán lưu ký, Trung tâm lưu ký có thể đảm trách luôn nghiệp vụ này cùng với chức năng đại lý chuyên nhượng.

*** Các đối tượng tham gia hệ thống lưu ký ở Việt Nam**

Hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung ở Việt Nam được tổ chức theo mô hình hai cấp: khách hàng lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký và thành viên tái lưu ký chứng khoán của khách hàng tại VSD (cấp Trung tâm và cấp Thành viên). Theo đó, người sở hữu chứng khoán không trực tiếp tham gia vào hệ thống mà thông qua các thành viên lưu ký, Trung tâm lưu ký là cơ quan vận hành hệ thống. Trước tháng 6 năm 2010, trung tâm lưu ký không trực tiếp quản lý tới từng người sở hữu chứng khoán cụ thể mà gián tiếp thông qua các thành viên của mình. Đến thời điểm hiện nay, hệ thống lưu ký chứng khoán Việt Nam cho phép quản lý thông tin tài khoản của thành viên lưu ký và thông tin tài khoản chi tiết của từng nhà đầu tư.

Mô hình hệ thống tài khoản lưu ký ở một số nước

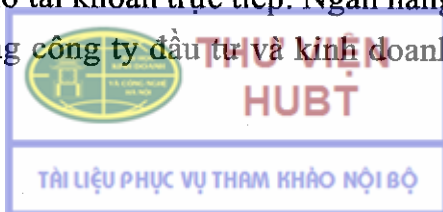
Quốc gia	Trung tâm lưu ký	Cấu trúc tài khoản thành viên tại Trung tâm lưu ký
Australia	- CHES lưu ký cổ phiếu - AUSTRACLEAR lưu ký trái phiếu	- Cho phép tài khoản tổng hợp và riêng biệt - Ít nhất một ID của thành viên và không giới hạn số ID của người sở hữu (HNIS) (tương tự với các tiểu khoản riêng biệt)
Hồng Kông	- HKSCC CCASS lưu ký cổ phiếu/ chứng chỉ quỹ/ trái phiếu có lựa chọn - CMU chủ yếu lưu ký trái phiếu chính phủ	- Cho phép TK tổng hợp (lên tới 10 TK) và riêng biệt - Một TK tổng hợp chung để bù trừ tài sản của khách hàng - Không giới hạn các tiểu khoản riêng biệt có kết nối với một trong 10 tài khoản tổng hợp
Singapo	- CDP lưu ký cổ phiếu/ Chứng chỉ quỹ/ trái phiếu công ty - MAS lưu ký trái phiếu chính phủ	- Cho phép TK tổng hợp và riêng biệt - Một TK tổng hợp chung bù trừ tài sản của khách hàng - Không giới hạn các tiểu khoản cho khách hàng

Các đối tượng tham gia vào hệ thống lưu ký ở Việt Nam như sau:

- Trung tâm lưu ký: là cơ quan điều hành hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung. Trước đây, khi Trung tâm lưu ký chưa đi vào hoạt động, TTGDCK đảm nhận đồng thời hai chức năng, một là tổ chức và quản lý hệ thống giao dịch, hai là quản lý và vận hành hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán, thay cho vai trò của Trung tâm lưu ký chứng khoán hiện nay.

- Thành viên lưu ký: Là các công ty chứng khoán, ngân hàng lưu ký.

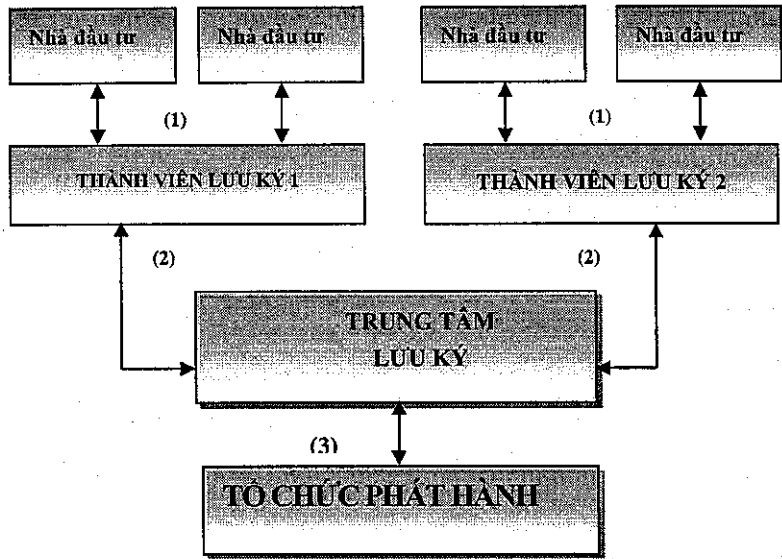
- Thành viên mở tài khoản trực tiếp: Ngân hàng Nhà nước, Kho bạc Nhà nước, Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước,



các tổ chức tín dụng, bảo hiểm tham gia thị trường trái phiếu do SGDCK tổ chức.

- Nhà đầu tư: là người sở hữu chứng khoán ký gửi tại Trung tâm lưu ký thông qua các thành viên lưu ký.

- Tổ chức phát hành: là các công ty niêm yết, đăng ký giao dịch và các tổ chức khác đã đăng ký lưu ký chứng khoán tại Trung tâm lưu ký. Trong hệ thống lưu ký tập trung, tổ chức phát hành quản lý thông tin chứng khoán sở hữu gián tiếp thông qua các tổ chức lưu ký trung gian là Trung tâm lưu ký và thành viên lưu ký. Dưới đây là sơ đồ khái quát hoá mô hình hoạt động của hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung:



Chú thích các mối quan hệ trong hệ thống:

(1) Chứng khoán lưu ký được quản lý tập trung thông qua thành viên lưu ký và Trung tâm lưu ký trước đây là TTGDCK. Tại cấp thành viên, người sở hữu mở tài khoản và lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký

(2) Tại cấp Trung tâm, thành viên lưu ký mở tài khoản lưu ký chứng khoán tại Trung tâm lưu ký để quản lý và theo dõi số chứng khoán lưu ký thuộc sở hữu của khách hàng và của chính mình

(3) Trung tâm lưu ký đại diện cho nhà đầu tư thực hiện quyền cho chứng khoán lưu giữ trong hệ thống đối với tổ chức phát hành

7.1.8. Phạm vi cung cấp dịch vụ của hệ thống

Hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung cung cấp dịch vụ cho chứng khoán của các tổ chức phát hành đã niêm yết trên các SGDCK và các loại chứng khoán khác đã được đăng ký lưu ký tại Trung tâm lưu ký. Các nghiệp vụ của hệ thống bao gồm: quản lý danh sách cổ đông; nhận ký gửi, bảo quản và lưu giữ an toàn chứng khoán lưu ký; quản lý thông tin tài khoản người sở hữu chứng khoán; chuyển khoản, cầm cố; thực hiện quyền thanh toán cổ tức, lãi, vốn gốc chứng khoán trái phiếu, tín phiếu, quyền chuyển đổi chứng khoán chuyển đổi, cổ phiếu thưởng, quyền bỏ phiếu...

Đăng ký chứng khoán

Đăng ký chứng khoán là nghĩa vụ cung cấp thông tin về chứng khoán đăng ký của tổ chức phát hành đối với Trung tâm lưu ký để phục vụ cho việc quản lý tập trung thông tin về chứng khoán và sở hữu chứng khoán tại Trung tâm lưu ký. Thông tin đăng ký bao gồm:

- Thông tin về tổ chức phát hành: tên tổ chức, trụ sở, số điện thoại liên lạc, vốn điều lệ, thực góp,....;

- Thông tin về chứng khoán phát hành: tổng số lượng và giá trị phát hành, tổng số lượng và giá trị phát hành theo từng loại, số lượng chứng khoán do nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ;

- Thông tin về người sở hữu chứng khoán: loại hình người sở hữu, thông tin về cổ đông sáng lập, thông tin liên lạc...



Các thông tin này là cơ sở để Trung tâm lưu ký và các thành viên lưu ký đối chiếu, kiểm tra tính hợp lệ về sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư khi thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán đăng ký trong hệ thống như chuyển nhượng sở hữu, lưu ký, thực hiện quyền.

Ký gửi chứng khoán vào hệ thống

Ký gửi chứng khoán vào hệ thống lưu ký được thực hiện theo hai hình thức là ký gửi chứng chỉ chứng khoán vật chất và ký gửi chứng khoán ghi sổ.

a. Ký gửi chứng chỉ chứng khoán

Khi ký gửi chứng chỉ chứng khoán, nhà đầu tư phải đem chứng khoán chứng chỉ tới thành viên lưu ký nơi mở tài khoản để làm thủ tục ký gửi. Trách nhiệm của thành viên khi nhận lưu ký chứng chỉ chứng khoán là kiểm tra tính hợp lệ của chứng khoán và tái ký gửi các chứng chỉ chứng khoán đó vào Trung tâm lưu ký. Trên cơ sở thông tin đăng ký lưu ký do tổ chức phát hành cung cấp, Trung tâm lưu ký sẽ kiểm tra và đối chiếu với các thông tin chứng khoán ký gửi nhằm xác minh tính đầy đủ và hợp lệ của chứng khoán. Nếu hợp lệ, Trung tâm sẽ hạch toán tăng trên tài khoản lưu ký chứng khoán của thành viên và thông báo kết quả hạch toán cho thành viên. Chứng khoán chứng chỉ lưu ký vào hệ thống sẽ được bảo quản an toàn tại kho của Trung tâm lưu ký. Sau khi có xác nhận của Trung tâm, thành viên lưu ký hạch toán tăng tài khoản chứng khoán lưu ký của khách hàng và thông báo cho khách hàng kết quả lưu ký.

b. Lưu ký chứng khoán ghi sổ

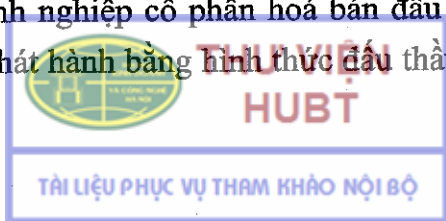
Ký gửi chứng khoán ghi sổ được áp dụng đối với các trường hợp sau:

- *Thứ nhất*, chứng khoán đã được phát hành theo hình thức ghi sổ. Đây là hình thức phát hành chứng khoán đã được tổ chức phát

hành thực hiện và chứng khoán đã được phân phối cho người sở hữu dưới dạng ghi sổ. Trường hợp này, thông thường người sở hữu được tổ chức phát hành cấp sổ chứng nhận quyền sở hữu chứng khoán ghi nhận các thông tin chi tiết về chứng khoán sở hữu. Bên cạnh đó, thông tin sở hữu chứng khoán của người đầu tư còn được tổ chức phát hành theo dõi đồng thời trong sổ theo dõi người sở hữu.

- *Thứ hai*, chứng khoán đã được phát hành dưới hình thức chứng chỉ, nhưng được các chủ sở hữu chứng khoán và tổ chức phát hành đồng ý chuyển đổi sang hình thức ghi sổ trước khi đưa vào lưu ký. Để làm việc này, tổ chức phát hành phải làm thủ tục chuyển đổi hình thức sở hữu chứng khoán từ chứng chỉ sang ghi sổ. Thông thường, tổ chức phát hành ra thông báo và định ra một khoảng thời gian trước thời điểm đăng ký lưu ký để chủ sở hữu giao nộp lại chứng khoán chứng chỉ và đăng ký lại tên trong danh sách người sở hữu chứng khoán. Sau khi chuyển đổi hình thức chứng khoán, tổ chức phát hành đăng ký lưu ký chứng khoán với Trung tâm lưu ký theo hình thức chứng khoán ghi sổ, trên cơ sở đó người sở hữu chứng khoán tiến hành ký gửi chứng khoán theo phương pháp ghi sổ. Trên thực tế, phương thức chuyển đổi hình thức chứng khoán như trên đã được một số công ty niêm yết áp dụng trước khi đăng ký lưu ký tại Sở GDCK và TTGDCK trước khi Trung tâm lưu ký đi vào hoạt động, như trường hợp của CTCP xuất nhập khẩu thủy sản An Giang (AGF), CTCP viễn thông (VTC)..., CTCP Hacinco (HSC), CTCP Giấy Hải Âu (GHA).

- *Thứ ba*, chứng khoán được phát hành mới qua hệ thống lưu ký chứng khoán của Trung tâm lưu ký. Trường hợp này áp dụng chủ yếu đối với các loại: chứng khoán của các công ty đã niêm yết, đăng ký giao dịch trên SGDK và TTGDCK sau đó phát hành thêm; chứng khoán của các doanh nghiệp cổ phần hoá bán đấu giá lần đầu; các loại chứng khoán phát hành bằng hình thức đấu thầu qua TTGDCK.



Ví dụ, trái phiếu chính phủ phát hành thông qua phương thức đấu thầu hoặc bảo lãnh phát hành đều được lưu ký ghi sổ tập trung tại Sở GDCK. Cổ phiếu phát hành thêm của các công ty niêm yết như CTCP giấy Hải Phòng (HAP), CTCP cơ điện lạnh (REE)... được hạch toán ghi sổ trực tiếp vào tài khoản của người đầu tư mà không phát hành chứng chỉ.

Việc ký gửi chứng khoán ghi sổ trong cả ba trường hợp trên đây được thực hiện theo một trình tự chung: nhà đầu tư làm thủ tục lưu ký và ký gửi sổ chứng nhận quyền sở hữu chứng khoán cho thành viên lưu ký. Để xác minh tư cách cổ đông hợp lệ của khách hàng, thành viên lưu ký gửi sổ chứng nhận sở hữu chứng khoán kèm theo danh sách khách hàng lưu ký cho tổ chức phát hành. Đối chiếu với thông tin sổ cổ đông, tổ chức phát hành kiểm tra và xác nhận tư cách cổ đông hợp lệ với thành viên lưu ký, đồng thời gửi cho Trung tâm lưu ký danh sách cổ đông lưu ký ghi sổ đã được xác nhận. Nếu các thông tin lưu ký khớp với các thông tin cổ đông đã được tổ chức phát hành đăng ký lưu ký, Trung tâm sẽ hạch toán tăng trên tài khoản chứng khoán lưu ký của thành viên lưu ký và gửi xác nhận cho thành viên để hạch toán tương ứng trên tài khoản lưu ký chứng khoán chi tiết của khách hàng.

Chuyển quyền sở hữu

Chuyển quyền sở hữu chứng khoán lưu ký tại Trung tâm lưu ký không diễn ra theo hình thức giao chứng chỉ vật chất, mà được thực hiện thông qua chuyển khoản ghi sổ tài khoản. Khi chuyển quyền sở hữu đối với chứng khoán lưu ký, người sở hữu không phải làm thủ tục đăng ký sở hữu mới với tổ chức phát hành, mà thông tin sở hữu được Trung tâm lưu ký và thành viên lưu ký ghi nhận trên tài khoản khách hàng. Các trường hợp chuyển khoản cụ thể gồm có:

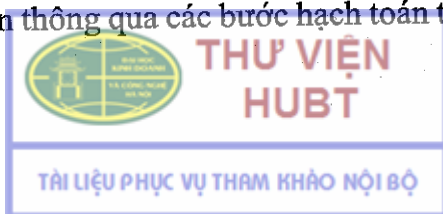
a. Chuyển khoản theo kết quả giao dịch chứng khoán

Việc chuyển khoản chứng khoán trong trường hợp này được thực hiện trên cơ sở kết quả giao dịch được thực hiện tại các Sở GDCK. Sau khi có kết thúc giao dịch, Sở sẽ chuyển kết quả giao dịch cho Trung tâm lưu ký để bù trừ xác định đối tác bên mua, bán và thông báo cho các bên liên quan thực hiện nghĩa vụ của mình. Căn cứ vào kết quả bù trừ, Trung tâm lưu ký sẽ thực hiện chuyển chứng khoán từ tài khoản của thành viên lưu ký bên bán sang tài khoản của thành viên lưu ký bên mua, sau đó thực hiện phân bổ số chứng khoán tương ứng vào tài khoản tự doanh hoặc môi giới của thành viên đồng thời ghi tăng tài khoản chứng khoán của nhà đầu tư bên mua, ghi giảm tài khoản chứng khoán của nhà đầu tư bên bán. Tại thành viên lưu ký, kết quả chuyển khoản cũng sẽ được thành viên hạch toán đồng thời trên các tài khoản chi tiết của khách hàng bên mua và bên bán.

b. Chuyển khoản chứng khoán liên quan tới các hoạt động

- Chuyển quyền sở hữu chứng khoán trong các quan hệ dân sự như thừa kế, tặng, biếu và các chuyển giao hợp pháp khác.
- Chuyển khoản cầm cố.
- Chuyển khoản hỗ trợ/cho vay thanh toán và hoàn trả hỗ trợ/vay thanh toán.
- Chuyển khoản tất toán tài khoản.
- Chuyển khoản chứng khoán giao dịch lô lẻ;
- Chuyển khoản chứng khoán là giấy tờ có giá (phục vụ giao dịch giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ)....

Đối với các trường hợp này, về nguyên tắc, việc chuyển khoản cũng được thực hiện thông qua các bước hạch toán tăng, giảm trên tài



khoản lưu ký chứng khoán tương ứng của thành viên lưu ký mở tại Trung tâm lưu ký; đồng thời, thành viên lưu ký thực hiện hạch toán trên các tài khoản chi tiết và của khách hàng bên chuyển khoản và bên nhận chuyển khoản mở tại thành viên đó.

Lưu giữ chứng khoán

Chứng khoán được lưu ký tập trung tại Trung tâm lưu ký dưới hình thức lưu ký tổng hợp. Bên cạnh đó, còn có phương thức lưu ký đặc biệt hay gọi là lưu ký đích danh theo yêu cầu cụ thể của từng người sở hữu chưa được áp dụng tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phương pháp lưu ký tổng hợp không đòi hỏi sự phân tách giữa các chứng khoán lưu ký cùng loại của các khách hàng khác nhau. Chứng khoán chứng chỉ lưu giữ được phân loại theo các tiêu chí: tổ chức phát hành, đợt phát hành, hình thức và loại chứng khoán. Theo các quy định pháp lý hiện nay³, chứng khoán được lưu ký tại Trung tâm lưu ký Việt Nam (VSD) dưới hình thức bút toán ghi sổ. Thông tin về việc sở hữu hợp pháp của người sở hữu chứng khoán ghi sổ được ghi nhận trên sổ đăng ký người sở hữu chứng khoán, đồng thời được ghi nhận và quản lý trên tài khoản ghi sổ điện tử trên hệ thống của VSD.

Cũng theo quy định hiện hành⁴, chứng khoán lưu ký có thể được rút ra theo yêu cầu của người sở hữu có chứng khoán lưu ký trong hệ thống (trong phạm vi số lượng sở hữu hợp lệ). Căn cứ vào yêu cầu của nhà đầu tư, VSD gửi xác nhận thông tin người sở hữu rút chứng khoán lưu ký cho tổ chức phát hành và đồng thời gửi cho nhà đầu tư

3 Quyết định 87/2007/QĐ-BTC của Bộ Tài chính ban hành ngày 22/10/2007 về việc ban hành Quy chế đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ và Quy chế Lưu ký chứng khoán của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam ban hành ngày 25/04/2012

4 Quy chế lưu ký chứng khoán của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam ban hành ngày 25/04/2012 và sửa đổi bổ sung ngày 2/7/2013.

thông qua thành viên lưu ký nơi nhà đầu tư mở tài khoản. Mặt khác, VSD gửi thành viên lưu ký xác nhận rút chứng khoán lưu ký (bao gồm thông tin ngày hiệu lực rút) và hạch toán rút chứng khoán lưu ký trên tài khoản thành viên liên quan.⁵ Sau đó vào ngày hiệu lực, thành viên sẽ thực hiện hạch toán rút chứng khoán lưu ký trên tài khoản của người đầu tư và hỗ trợ nhà đầu tư nhận lại Sổ/Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần do tổ chức phát hành cấp (Sổ/Giấy chứng nhận cấp mới dựa trên thông tin từ bản xác nhận VSD gửi cho tổ chức phát hành). Như vậy, đối với hình thức lưu ký chứng khoán ghi sổ hiện nay, khi rút chứng khoán, nhà đầu tư thay vì nhận chứng khoán dạng chứng chỉ sẽ được nhận Sổ/Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần với thông tin chi tiết về chứng khoán sở hữu.

Thực hiện quyền

Thành viên lưu ký, Trung tâm lưu ký sẽ đại diện cho người sở hữu chứng khoán thực hiện quyền của mình trước tổ chức phát hành. Việc thực hiện quyền của người sở hữu chứng khoán lưu ký được thực hiện theo trình tự: tổ chức phát hành thông báo cho Trung tâm lưu ký về nội dung quyền thực hiện để Trung tâm ra thông báo cho các thành viên lưu ký chốt danh sách người sở hữu chứng khoán vào ngày đăng ký cuối cùng. Thông tin chi tiết về từng người sở hữu sẽ được thành viên lưu ký chuyển cho Trung tâm để tổng hợp và đề nghị tổ chức phát hành xác nhận. Tùy vào tính chất của từng loại quyền mà phương thức phân bổ quyền cho từng người sở hữu sẽ khác nhau. Đối với quyền nhận cổ tức bằng tiền, lãi và vốn gốc chứng khoán... Trung tâm sẽ chuyển tiền được nhận từ tổ chức phát hành vào tài khoản của thành viên lưu ký mở tại ngân hàng chỉ định thanh toán để thành viên phân bổ tới từng người sở hữu. Đối với các quyền nhận cổ phiếu

5 Trong thời gian chờ rút, chứng khoán được quản lý trên tài khoản chờ rút tách biệt với tài khoản chứng khoán giao dịch. Theo đó, khách hàng sẽ không thể tiến hành chuyển nhượng, cầm cố hay các giao dịch khác, trừ các quyền lợi mà khách hàng được hưởng đối với chứng khoán mà họ sở hữu.

thường, mua cổ phiếu mới..., Trung tâm lưu ký và thành viên lưu ký hạch toán tăng trên tài khoản của khách hàng tương ứng với số chứng khoán mới được phân bổ.

7.2. Tổng quan về hệ thống thanh toán bù trừ chứng khoán

7.2.1. Sự cần thiết của hệ thống

Ở giai đoạn phát triển thấp của thị trường chứng khoán, hầu hết việc mua và bán chứng khoán diễn ra trực tiếp giữa người mua và người bán. Các giao dịch được thực hiện dựa trên các thoả thuận và quá trình thanh toán tiền và chứng khoán giữa các bên được thực hiện thông qua việc chuyển giao vật chất. Bên mua và bên bán sẽ được nhận tiền và chứng khoán sau khi đã thoả thuận về quy cách, thời gian, địa điểm giao hàng, giao tiền. Quá trình thanh toán này được tiến hành thủ công trong điều kiện quy mô thị trường còn nhỏ, số lượng nhà đầu tư tham gia chưa nhiều. Khái niệm về thanh toán các giao dịch chứng khoán ở giai đoạn này mới chỉ được hiểu đơn giản là bên bán giao chứng khoán cho bên mua và bên mua trả tiền mua số chứng khoán đó trực tiếp cho bên bán. Khi thị trường chứng khoán phát triển, do sự gia tăng ngày càng lớn của khối lượng giao dịch, sự đa dạng về phạm vi và nhu cầu đầu tư của các đối tượng là các cá nhân, tổ chức đầu tư đã dẫn tới những đòi hỏi tất yếu là phải phát triển các hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán hiệu quả, giúp đảm bảo cho các giao dịch chứng khoán được diễn ra một cách thuận lợi, liên tục và an toàn. Hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán bao gồm hai hoạt động chính đảm nhận các chức năng cơ bản của hệ thống, đó là hoạt động bù trừ và hoạt động thanh toán chứng khoán. Hoạt động bù trừ được hiểu là quá trình tính toán nhằm xác định số lượng tiền và chứng khoán ròng mà các bên tham gia vào giao dịch

một loại chứng khoán trong một phiên giao dịch phải có nghĩa vụ thanh toán. Hoạt động thanh toán được hiểu là quá trình hoàn tất một giao dịch chứng khoán, trong đó tiền và chứng khoán theo kết quả bù trừ sẽ được chuyển giao và được hạch toán tăng, giảm trên các tài khoản tương ứng. Quá trình này nhằm thực hiện các nghĩa vụ thanh toán cuối cùng của các bên tham gia giao dịch.

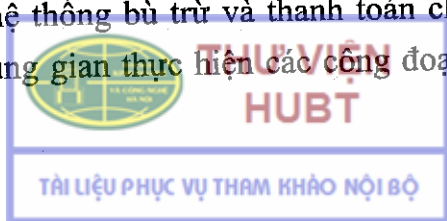
7.2.2. Vai trò của hệ thống bù trừ và thanh toán với thị trường chứng khoán

Vai trò của hệ thống bù trừ và thanh toán đối với thị trường chứng khoán thể hiện ở các mặt sau:

a. Đảm bảo sự hoạt động hiệu quả của thị trường chứng khoán

Trong thị trường chứng khoán, hoạt động thanh toán có vai trò hết sức quan trọng, là khâu cuối cùng để hoàn tất một giao dịch chứng khoán, đảm bảo việc chuyển giao tiền và chứng khoán đến tận tay các đối tác tham gia mua bán chứng khoán. Do đó, với các chức năng cơ bản kể trên, hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán được thiết lập nhằm đảm bảo khả năng bù trừ và thanh toán liên tục cho các giao dịch chứng khoán. Các giao dịch chứng khoán được thực hiện thanh toán càng nhanh, chính xác thì càng tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch chứng khoán tiếp theo.

Trước khi có hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán, các giao dịch chứng khoán được diễn ra trực tiếp giữa bên mua và bên bán, việc thanh toán thông qua chuyển giao chứng khoán vật chất. Hình thức thanh toán như vậy phải trải qua nhiều công đoạn chuyển giao, lãng phí thời gian và nhân lực, khả năng mất trộm và nhầm lẫn rất dễ xảy ra, từ đó làm tăng nguy cơ rủi ro và chi phí cho các bên. Tuy nhiên, trong hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán, việc hình thành một trung gian thực hiện các công đoạn thanh toán cho



bên mua và bên bán đã là nhân tố cơ bản nhằm làm giảm rủi ro thanh toán so với việc thanh toán trực tiếp. Thông qua hệ thống, các kết quả giao dịch sẽ được bù trừ và quá trình thanh toán được thực hiện theo kết quả bù trừ này chủ yếu thông qua hệ thống ghi sổ điện tử. Kết quả là việc thực hiện thanh toán trở nên chuẩn xác hơn, tất cả góp phần làm giảm rủi ro cho các giao dịch chứng khoán. Bên cạnh đó, hệ thống áp dụng một số phương thức thanh toán ví dụ như phương thức thanh toán tức thời theo từng giao dịch RTGS, phương thức thanh toán ròng liên tục có khả năng rút ngắn khoảng thời gian từ khi giao dịch được thực hiện cho đến khi việc thanh toán được hoàn tất. Theo khuyến nghị của quốc tế, nếu càng rút ngắn thời gian thanh toán thì rủi ro của các đối tác khi tham gia thị trường càng được hạn chế. Vì vậy, sự hoạt động của hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán làm giảm rủi ro thanh toán, góp phần làm giảm rủi ro trong giao dịch, do vậy làm tăng tính hấp dẫn của thị trường chứng khoán, tạo niềm tin cho các bên đối tác khi tham gia vào thị trường.

b. Duy trì sự ổn định của thị trường chứng khoán:

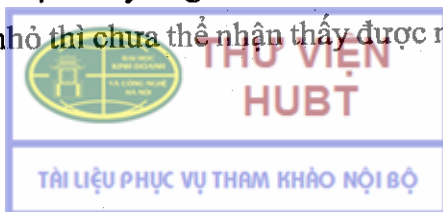
Một trong những tính năng của hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán là quản lý tập trung các thông tin về các chứng khoán đã được giao dịch, do đó, các thông tin trên hệ thống tài khoản chứng khoán đều có thể thu thập từ hệ thống này. Tình trạng về mất khả năng thanh toán, hỗ trợ chứng khoán, cho vay chứng khoán hoặc tình trạng lỗi giao dịch (hành vi cố ý hay vô ý) của các bên tham gia giao dịch đều biểu hiện bằng sự tăng giảm trên các tài khoản giao dịch, trên các tài khoản thanh toán do hệ thống quản lý. Chính vì vậy, hệ thống này có khả năng xử lý, truy cập hầu hết các thông tin giao dịch đã được đối chiếu, xác nhận giữa các bên đối tác liên quan. Việc quản lý này giúp duy trì và ổn định quá trình thanh toán nhằm đáp ứng việc thực hiện khối lượng giao dịch lớn chính xác hơn, chất lượng hơn.

Bên cạnh đó, hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán có chức năng thực hiện bù trừ, thanh toán các giao dịch chứng khoán theo các quy định thống nhất về việc mở tài khoản, phương thức bù trừ, phương thức thanh toán, thời gian thanh toán, khả năng đảm bảo thanh toán... đối với các đối tượng tham gia hệ thống. Việc bù trừ, thanh toán các giao dịch chứng khoán được thực hiện thống nhất đối với tất cả các đối tượng tham gia sẽ tạo ra khả năng gắn kết chặt chẽ các hoạt động này với nhau và kết quả là đem lại sự công bằng và hiệu quả nhất cho mọi đối tượng tham gia vào thị trường.

Mặt khác, các thành viên được phép tham gia vào hệ thống được hưởng rất nhiều lợi ích từ các dịch vụ thanh toán do hệ thống cung cấp nên cũng phải tuân thủ nghiêm ngặt các quy định của hệ thống. Việc quy định các trách nhiệm thanh toán, thời gian thanh toán buộc các thành viên tham gia tạo lập tính tự giác, tinh thần trách nhiệm đối với bên đối tác của mình, nhằm phối hợp trong việc thực hiện hoàn tất giao dịch. Việc quy định các biện pháp hỗ trợ, các hình thức xử phạt trong trường hợp mất khả năng thanh toán nhằm ngăn ngừa những hành vi gian lận, lừa đảo hoặc cố tình vi phạm pháp luật của các đối tượng tham gia. Nhờ vậy, hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán đã được coi như “Trung tâm điều hành” hoạt động thanh toán giao dịch sao cho các giao dịch được thực hiện một cách hiệu quả có trật tự, góp phần đáp ứng nhu cầu của thị trường và đảm bảo sự vận hành liên tục, ổn định của thị trường chứng khoán.

c. Thúc đẩy sự lưu chuyển vốn nhanh, hiệu quả, chính xác:

Trong hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán, việc chuyển giao được thực hiện thông qua hình thức ghi sổ sẽ có tác dụng đáng kể nhằm giảm bớt việc chuyển giao vật chất. Nếu xét trong một thị trường có quy mô nhỏ thì chưa thể nhận thấy được những điểm bất lợi



của việc chuyển giao vật chất như tốn nhiều chi phí, thời gian kiểm đếm, vận chuyển, bảo quản, lưu giữ. Khi khối lượng giao dịch của thị trường gia tăng, việc thực hiện chuyển giao ghi sổ sẽ góp phần tiết kiệm chi phí, thời gian thanh toán cũng như làm giảm những rủi ro phát sinh trong quá trình thanh toán. Chi phí mà các đối tượng tham gia thị trường tiết kiệm được sẽ được sử dụng vào các mục đích khác có thể đem lại lợi ích xã hội và hiệu quả kinh doanh cao hơn.

Nhờ có chức năng quản lý thông tin giao dịch tập trung nên hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán nhanh chóng phát hiện những trường hợp mất khả năng thanh toán để kịp thời xử lý, giúp cho quá trình hoàn tất các giao dịch hiệu quả, chính xác hơn. Bên cạnh đó, nhờ áp dụng một số phương thức thanh toán như thanh toán tức thời theo từng giao dịch, thanh toán ròng liên tục mà hệ thống có thể rút ngắn thời gian thanh toán, tạo điều kiện cho các bên tham gia giao dịch có khả năng thu hồi vốn nhanh, tái sử dụng vốn một cách hiệu quả vào các hoạt động kinh doanh khác, hoặc tiếp tục quay vòng vốn để thanh toán cho các giao dịch chứng khoán tiếp theo.

7.2.3. Nguyên tắc chung trong hoạt động bù trừ và thanh toán chứng khoán

Dưới đây là một số nguyên tắc chính yếu thường được áp dụng tại các hệ thống bù trừ thanh toán khác nhau.

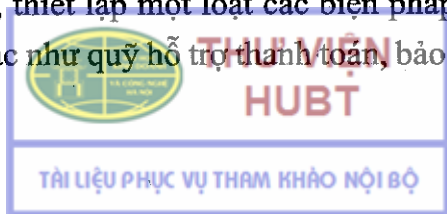
Tập trung hoá chứng khoán

Tập trung hoá chứng khoán được hiểu là việc đưa chứng khoán vào lưu giữ tập trung tại một địa điểm, thông thường là các Trung tâm lưu ký và thông tin về tình trạng chứng khoán lưu giữ của khách hàng trong hệ thống sẽ được quản lý dưới hình thức ghi sổ. Đây là điều kiện đầu tiên và tiên quyết đối với bất kỳ một hệ thống bù trừ và thanh toán nào, bởi tập trung hoá chứng khoán là cơ sở để bù trừ kết

quả giao dịch và thanh toán theo các kết quả bù trừ này. Khi nguyên tắc này được đảm bảo, việc xử lý sau giao dịch sẽ trở nên đơn giản hơn rất nhiều, chứng khoán sẽ được chuyển từ tài khoản của bên bán sang tài khoản của bên mua mà không phải kiểm đếm và chuyển giao vật chất vì tất cả đều đã được kiểm duyệt hợp lệ trước khi đưa vào lưu giữ tập trung trong hệ thống.

Đảm bảo thanh toán tiền và chuyển giao chứng khoán

Nguyên tắc đảm bảo thanh toán trong hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán bao hàm hai khía cạnh là đảm bảo thanh toán tiền và đảm bảo chuyển giao chứng khoán. Trong một môi trường mà sự thành công của thị trường phụ thuộc nhiều vào sự ổn định của hệ thống bù trừ thanh toán thì các điều kiện cần thiết cho sự hoạt động của hệ thống, đó là sự đảm bảo thanh toán tiền và chứng khoán cho các giao dịch của bên mua và bán sẽ trở thành nguyên tắc trong hoạt động của thị trường đó. Một hệ thống thanh toán thông thường sẽ có sự tham gia của các bên trung gian, tại đó bên mua không biết bên bán của mình và ngược lại, họ quan hệ với nhau thông qua các trung gian. Như vậy, nguyên tắc đảm bảo thanh toán không chỉ giới hạn ở sự đảm bảo thanh toán của bên mua và bán như đối với hệ thống thanh toán trực tiếp, mà nó còn phải có sự bảo đảm của cả các tổ chức trung gian là sẽ thực hiện tốt vai trò trung gian của mình. Bên cạnh đó, nguyên tắc về đảm bảo thanh toán chỉ có thể đạt được khi hệ thống áp dụng một cách đồng bộ các biện pháp khác nhau của các đối tượng khác nhau, vừa nhằm mục đích hạn chế tình trạng mất khả năng thanh toán, vừa có tác dụng khắc phục hậu quả của các rủi ro phát sinh. Mỗi thị trường tùy theo điều kiện và đặc thù của mình có thể áp dụng các biện pháp quản lý khác nhau để đạt được nguyên tắc này như quy định tỷ lệ ký quỹ giao dịch, thiết lập một loạt các biện pháp phòng ngừa và khắc phục rủi ro khác như quỹ hỗ trợ thanh toán, bảo hiểm hoạt động,



cho phép các giao dịch vay và cho vay chứng khoán, cầm cố chứng khoán hiện có để vay tiền thực hiện nghĩa vụ thanh toán, quy định các tiêu chuẩn về tài chính, quản trị đồng thời giám sát hoạt động và tình hình tài chính của thành viên, nâng cấp năng lực xử lý của hệ thống, chuẩn hoá hệ thống pháp lý...

Chuyển giao chứng khoán cùng với thanh toán tiền

Nguyên tắc chuyển giao chứng khoán diễn ra cùng với thanh toán tiền (Delivery Versus Payment-DVP) được hiểu là quá trình giao chứng khoán sẽ chỉ diễn ra khi và chỉ khi quá trình thanh toán tiền đã diễn ra. Mục tiêu của nguyên tắc DVP là đạt được sự đảm bảo rằng hai công đoạn thanh toán tiền và giao chứng khoán diễn ra đồng thời. Nếu một trong hai công đoạn đó được thực hiện trước, thì một trong số các bên tham gia giao dịch sẽ có nguy cơ phải gánh chịu rủi ro trong trường hợp bên đối tác của họ không thể hoàn thành nghĩa vụ thanh toán còn lại. Trong hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán, nếu nghĩa vụ thanh toán được thực hiện thông qua các trung gian thì họ sẽ phải gánh chịu những rủi ro này. Để hai công đoạn thanh toán tiền và chuyển giao chứng khoán đồng thời diễn ra đòi hỏi nhiều yếu tố pháp lý và kỹ thuật mà không phải hệ thống nào cũng đáp ứng được. Yêu cầu này, trên thực tế, chỉ có thể đạt được trong một môi trường phi vật chất và tập trung hoá tại Trung tâm lưu ký bù trừ, ở đó luật pháp phải thừa nhận hiệu lực pháp lý của việc chuyển giao dưới hình thức bút toán ghi sổ cho cả thanh toán tiền và chuyển giao chứng khoán. Trên cơ sở đó, Trung tâm lưu ký bù trừ sẽ đóng vai trò là trung tâm trong quá trình thanh toán, tiến hành kiểm tra số dư trên các tài khoản chứng khoán giao dịch của các thành viên lưu ký và hoạt động chuyển giao chứng khoán từ tài khoản của bên bán sang tài khoản của bên mua tại đây được thực hiện thông qua các bút toán ghi sổ tài khoản. Tương tự, hoạt động thanh toán tiền cũng sẽ được thực

hiện thông qua các tài khoản thanh toán tiền của các thành viên mở tại ngân hàng thanh toán và các khoản thanh toán này đều đảm bảo nguyên tắc là không được huỷ ngang, chắc chắn. Tuy nhiên, sự chấp nhận hiệu lực pháp lý kết quả hạch toán ghi sổ cũng mới chỉ là điều kiện cần cho việc đạt được nguyên tắc DVP, mà chưa phải là điều kiện đủ nếu không có sự ràng buộc và cam kết rằng hoạt động chuyển giao tại Trung tâm lưu ký bù trừ chỉ diễn ra khi và chỉ khi thanh toán tiền tại ngân hàng đã diễn ra. Muốn vậy, giữa hai tổ chức này, Trung tâm lưu ký bù trừ và ngân hàng thanh toán phải thiết lập cho mình một cơ chế xác nhận chặt chẽ và đồng bộ.

Nguyên tắc DVP có ý nghĩa quan trọng đối với công tác phòng ngừa rủi ro nhờ khả năng kiểm soát nghĩa vụ thanh toán của các bên tham gia giao dịch, từ đó cho phép xử lý, điều chỉnh và hỗ trợ kịp thời cho các bên không có khả năng thanh toán. Do đó, nếu thực hiện triệt để nguyên tắc này sẽ có tác dụng hạn chế các rủi ro phát sinh, như rủi ro thanh khoản, rủi ro đối tác, rủi ro tín dụng... Tính “đồng thời” trong thanh toán cho thấy vai trò quan trọng của nguyên tắc trong việc bảo vệ các nhà đầu tư và các tổ chức trung gian tránh khỏi những thiệt hại trong trường hợp đối tác của họ mất khả năng thanh toán, bởi nguyên tắc này cho phép họ chỉ phải thực hiện nghĩa vụ của mình khi và chỉ khi đối tác của họ đã thực hiện nghĩa vụ của mình...

7.2.4. Các đối tượng tham gia hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán

Sở giao dịch chứng khoán

Sở giao dịch chứng khoán là một hình thức tổ chức của thị trường chứng khoán tập trung, được thành lập và hoạt động theo luật chứng khoán và thị trường chứng khoán của từng nước. Một trong những nhiệm vụ chủ yếu của sở giao dịch là tạo ra một thị trường giao dịch



cho các loại chứng khoán và duy trì một thị trường hoạt động công bằng, hiệu quả. Xét trong mối liên hệ giữa sở giao dịch chứng khoán với tổ chức vận hành hệ thống bù trừ thanh toán, có thể nói, sở giao dịch chính là nơi phát sinh nhu cầu hình thành hệ thống thanh toán vì nhờ có các giao dịch tại sở thì mới nảy sinh các nhu cầu về thanh toán giao dịch. Mặc dù chức năng của từng tổ chức là khác nhau, nhưng hoạt động giữa hai tổ chức này có sự ràng buộc với nhau. Các dữ liệu giao dịch diễn ra trên Sở sẽ được chuyển qua hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán để bù trừ với nhau ra kết quả ròng cuối cùng và sau đó thực hiện thanh toán. Như vậy, chất lượng của hệ thống bù trừ thanh toán là điều kiện cho sự hoạt động hiệu quả của sở giao dịch.

Tổ chức lưu ký và bù trừ

Hiểu một cách cơ bản nhất, tổ chức lưu ký là tổ chức đảm nhận việc lưu giữ, bảo quản an toàn và quản lý thông tin về các chứng khoán lưu ký của khách hàng. Phạm vi dịch vụ cung cấp cụ thể còn phụ thuộc vào các quy định pháp lý của từng nước. Tại nhiều nước, Trung tâm lưu ký lại đảm nhiệm luôn các chức năng duy trì sự kết nối với hệ thống thanh toán và bù trừ chứng khoán. Sẽ không cần phải thực hiện vai trò kết nối này nếu Trung tâm lưu ký có thể kiêm cả vai trò của một tổ chức bù trừ và đảm nhận tất cả các chức năng bù trừ và thanh toán đối với các giao dịch chứng khoán.

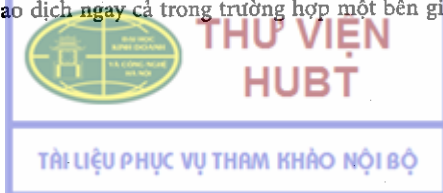
Trong khi đó, tại một số nước, chức năng bù trừ lại do một tổ chức độc lập thực hiện. Trong trường hợp này, tổ chức lưu ký sẽ tham gia vào hệ thống bù trừ với tư cách là một thành viên của hệ thống, còn tổ chức bù trừ sẽ đóng vai trò là bên trung gian giữa các đối tác tham gia giao dịch, hỗ trợ các bên tham gia giao dịch thực hiện nghĩa vụ thanh toán và kiểm soát rủi ro thông qua các quy định chặt chẽ và biện pháp hỗ trợ phù hợp. Trong trường hợp đóng vai trò là đối tác

thanh toán trung tâm⁶, tổ chức bù trừ phải thay thế hai bên giao dịch thực hiện nghĩa vụ thanh toán (đóng vai trò bên bán với bên mua và là bên mua đối với bên bán) và phải chịu trách nhiệm hoàn toàn về rủi ro thanh toán nếu xảy ra. Để quản lý và kiểm soát được các loại rủi ro thanh toán, tổ chức lưu ký có thể lựa chọn và áp dụng nhiều biện pháp đảm bảo thanh toán thích hợp như biện pháp cho vay, ký quỹ, quỹ hỗ trợ thu từ các thành viên tham gia giao dịch hoặc sử dụng chính quỹ của tổ chức lưu ký. Bằng các biện pháp đó, các tổ chức bù trừ có thể có đầy đủ các nguồn hỗ trợ để xử lý những trường hợp mất khả năng thanh toán của các thành viên tham gia giao dịch, loại bỏ những giao dịch không đảm bảo thanh toán, từ đó một mặt có thể cung cấp sự an toàn và lành mạnh cho hệ thống ở mức độ cao nhất, mặt khác có khả năng hạn chế và giảm rủi ro cho các thành viên tham gia.

Ngân hàng thanh toán

Thông thường, hoạt động thanh toán tiền cho các giao dịch chứng khoán sẽ do ngân hàng thanh toán thực hiện. Tổ chức này hiện chức năng chuyển tiền cho các bên tham gia giao dịch chứng khoán theo kết quả bù trừ của Trung tâm lưu ký hoặc bù trừ. Thông thường, để thanh toán tiền, các thành viên lưu ký sẽ phải lựa chọn các ngân hàng thanh toán giúp họ thanh toán với bên đối tác. Sau đó, các ngân hàng thanh toán sẽ thay thế cho khách hàng của mình thực hiện thanh toán với các bên đối tác thông qua một hệ thống tài khoản mở tại một ngân hàng thanh toán tập trung gọi là ngân hàng thanh toán trung tâm. Ngân hàng thanh toán trung tâm có thể là một ngân hàng thương mại hoặc ngân hàng trung ương do cơ quan có thẩm quyền chỉ định. Ví dụ tại Anh, thực hiện chức năng này là Ngân hàng trung ương Anh, tại Mỹ là Cục dự trữ liên bang.

6 Đối tác thanh toán trung tâm (Central Counter Party - CCP) là một chủ thể đứng giữa các bên giao dịch, trở thành người bán của tất cả các người mua và người mua của tất cả các người bán để đảm bảo việc thanh toán giao dịch ngay cả trong trường hợp một bên giao dịch không thực hiện được nghĩa vụ thanh toán.



Hệ thống thanh toán tiền gắn kết chặt chẽ với hệ thống thanh toán chứng khoán trong việc đảm bảo cho các giao dịch chứng khoán. Các ngân hàng thanh toán chỉ thực hiện chuyển tiền khi có chỉ thị xác nhận từ Trung tâm lưu ký hoặc tổ chức bù trừ và phải chịu trách nhiệm đối chiếu, kiểm tra với Trung tâm lưu ký hoặc tổ chức bù trừ về các kết quả chuyển tiền. Việc chuyển tiền này bằng hình thức ghi các bút toán tăng hoặc giảm thông qua các tài khoản tiền gửi được mở tại Ngân hàng thanh toán. Các tài khoản tiền gửi của các thành viên tham gia do các ngân hàng thanh toán chịu trách nhiệm mở chi tiết cho từng thành viên nhằm phục vụ việc thanh toán tiền đối với các giao dịch chứng khoán.

Thành viên thanh toán

Thành viên thanh toán là một khái niệm được dùng để chỉ các tổ chức khi tham gia vào một quan hệ pháp lý với Trung tâm lưu ký bù trừ với tư cách là một thành viên của các tổ chức này. Về cơ bản, Trung tâm lưu ký chịu trách nhiệm quản lý các tài khoản lưu ký đó. Trung tâm lưu ký không quan hệ trực tiếp với các khách hàng là các cá nhân đầu tư mà thường quan hệ trực tiếp với các tổ chức thành viên. Các tổ chức được trực tiếp tham gia vào hoạt động lưu ký là các thành viên thanh toán. Các thành viên sẽ nhận trách nhiệm cung cấp lại các dịch vụ của Trung tâm lưu ký cho công chúng đầu tư (là những khách hàng có quan hệ với tổ chức lưu ký một cách gián tiếp thông qua các thành viên thanh toán). Khi thành viên thanh toán gửi chứng khoán vào Trung tâm lưu ký trung tâm sẽ xác nhận việc gửi chứng khoán và hạch toán tăng số chứng khoán trên tài khoản của thành viên thanh toán. Trên cơ sở đó, khi có yêu cầu chuyển giao chứng khoán giữa các thành viên, Trung tâm lưu ký chỉ cần thực hiện các bút toán ghi tăng hoặc giảm tương ứng trên các tài khoản liên quan của thành viên bên mua và bên bán. Thông thường, các đối tượng có thể trở thành thành viên thanh toán là các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại, tổ chức tài chính và các nhà đầu tư có tổ chức khác.

Để được phép trở thành thành viên thanh toán, các tổ chức phải đáp ứng một số điều kiện về tài chính, cơ sở vật chất kỹ thuật, hạ tầng kết nối với Trung tâm lưu ký, khả năng kinh doanh, lãnh đạo, uy tín... Mỗi nước sẽ có các quy định cụ thể về điều kiện trở thành thành viên thanh toán.

7.2.5. Các phương thức bù trừ và thanh toán

Các phương thức bù trừ chứng khoán

Bù trừ các giao dịch chứng khoán là quá trình phân loại, cộng gộp và tính toán kết quả ròng về số lượng chứng khoán phải giao và giá trị tiền phải thanh toán của các bên tham gia giao dịch theo từng loại chứng khoán giao dịch. Tại mỗi thị trường, đối với từng loại giao dịch khác nhau, các thị trường sẽ áp dụng các phương thức bù trừ khác nhau, nhưng về căn bản, các phương thức bù trừ đều nhằm mục tiêu làm giảm số khoản thanh toán cuối cùng mà các bên phải thực hiện. Đối với các thị trường có khối lượng giao dịch lớn, bù trừ giao dịch có một ý nghĩa đặc biệt quan trọng, bởi trên cơ sở kết quả bù trừ giao dịch, quá trình thanh toán các giao dịch chứng khoán sẽ đơn giản và thuận tiện hơn rất nhiều nhờ số lượng và giá trị các đợt thanh toán đã được giảm xuống đáng kể, giúp đem lại hiệu quả và giảm rủi ro cho hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán.

Dưới đây, chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ hơn về hai phương thức bù trừ nói trên, bù trừ song phương và bù trừ đa phương.

a. Phương thức bù trừ song phương

Bù trừ song phương là phương thức bù trừ các giao dịch chứng khoán được thực hiện giữa các cặp đối tác giao dịch của một loại chứng khoán, từ đó đưa ra kết quả về giá trị tiền và chứng khoán ròng phải thanh toán của mỗi bên.



Đặc điểm cơ bản của phương thức này là chỉ thực hiện bù trừ kết quả giao dịch chứng khoán của hai bên đối tác tham gia giao dịch mua và bán cùng một loại chứng khoán trong cùng một phiên giao dịch. Trường hợp nếu khối lượng một loại chứng khoán được giao dịch trong cùng một phiên giao dịch giữa hai thành viên bằng nhau thì các thành viên này không phải chuyển giao chứng khoán nào, việc chuyển giao có thể chỉ phát sinh ở khoản thanh toán tiền để bù đắp những chênh lệch về giá trị do có sự chênh lệch về giá cả.

Việc thực hiện phương thức thanh toán này đã đem lại một tiện ích là khối lượng thanh toán giao dịch đã giảm xuống so với các nghĩa vụ thanh toán giao dịch diễn ra trực tiếp mà không qua bù trừ, từ đó giảm bớt số lần thanh toán trong các mối quan hệ giao dịch trùng lặp. Tuy nhiên, do phương thức bù trừ song phương chỉ tỏ ra hiệu quả trong các trường hợp nhiều giao dịch được thực hiện đối với một số ít các loại chứng khoán, còn đối với một thị trường chứng khoán phát triển, số lượng chứng khoán giao dịch đa dạng thì phương thức này tỏ ra chưa hiệu quả. Vì vậy, việc lựa chọn phương thức bù trừ song phương đòi hỏi phải cân nhắc, xem xét dựa trên nhiều yếu tố khác nhau để đáp ứng được yêu cầu thanh toán các giao dịch phù hợp với từng quy mô thị trường.

b. Phương thức bù trừ đa phương

Bù trừ đa phương là phương thức bù trừ các giao dịch chứng khoán giữa các bên đối tác đối với một loại chứng khoán nhất định, từ đó đưa ra kết quả ròng về số lượng chứng khoán phải giao hoặc tiền phải thanh toán của mỗi bên. Đặc điểm của phương thức này là bù trừ các giao dịch chứng khoán giữa nhiều bên đối tác tham gia giao dịch. Quan hệ bù trừ giao dịch đối với một loại chứng khoán không còn giới hạn giữa hai đối tác mua-bán như phương thức bù

trừ song phương, mà ở đây, các quan hệ giao dịch mua và bán có sự kết nối theo chuỗi giao dịch. Một thành viên có thể thực hiện nhiều giao dịch mua và bán một loại chứng khoán với các đối tác khác nhau trong cùng một phiên giao dịch, nhưng sau khi bù trừ, kết quả bù trừ sẽ cho biết rằng thành viên đó chỉ phải giao hoặc được nhận một con số ròng về loại chứng khoán đó. Thay vì việc thành viên sẽ phải thực hiện nghĩa vụ thanh toán lần lượt với từng bên đối tác của mình, các thành viên sẽ chỉ phải thực hiện một nghĩa vụ thanh toán cuối cùng cho tất cả các bên đối tác thông qua một đối tác thanh toán trung tâm. Cho đến nay, hầu hết hệ thống bù trừ thanh toán chứng khoán của các nước đều áp dụng phương thức bù trừ đa phương để phục vụ cho việc thanh toán của mình. Về cơ chế thực hiện, phương thức bù trừ này có thể thay thế các nghĩa vụ thanh toán của một thành viên tham gia vào nhiều giao dịch chứng khoán khác nhau với các đối tác khác nhau bằng một nghĩa vụ thanh toán chỉ với một đối tác duy nhất là đối tác thanh toán trung tâm. Lúc này, các giao dịch mua được bù trừ với các giao dịch bán để xác định kết quả ròng mà đối tác thanh toán trung tâm phải giao hoặc được nhận từ các thành viên của mình. Đối với phương thức bù trừ đa phương, thành viên mua không thể xác định được thành viên bán và ngược lại, thay vào đó chỉ còn là một nghĩa vụ cuối cùng giữa thành viên với đối tác thanh toán trung tâm. Trong môi trường bù trừ đa phương, chính do đặc điểm này mà đối tác thanh toán trung tâm sẽ phải đối mặt với những rủi ro thanh toán của các thành viên tham gia, thay cho đối tác của các thành viên đó. Tùy thuộc vào cơ chế kiểm soát rủi ro của đối tác thanh toán trung tâm, các thành viên tham gia giao dịch chứng khoán có thể không phải chịu bất kỳ rủi ro nào từ các đối tác mà chỉ phải đối mặt với rủi ro do đối tác thanh toán trung tâm không thể hoàn thành các nghĩa vụ thanh toán cho họ.

Các phương thức thanh toán chứng khoán

Thanh toán là công đoạn cuối cùng hoàn tất các giao dịch chứng khoán, bên mua được nhận đủ chứng khoán và bên bán được nhận đủ tiền theo các kết quả giao dịch chứng khoán đã được thực hiện. Các thị trường chứng khoán có quy mô giao dịch và số lượng hàng hoá khác nhau sẽ áp dụng các phương thức thanh toán khác nhau sao cho đáp ứng được yêu cầu của thị trường. Trình tự và cơ chế thực hiện của các phương thức này tại các nước đều có sự khác biệt, tuy nhiên, mục tiêu cuối cùng đều nhằm đảm bảo khả năng thanh toán và hạn chế rủi ro trong thanh toán đối với các thành viên tham gia giao dịch.

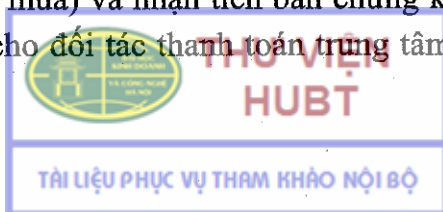
a. Thanh toán theo từng đối tác giao dịch

Thanh toán theo từng giao dịch là phương thức thanh toán đơn giản nhất của một hệ thống thanh toán. Trong môi trường chứng chỉ vật chất, thanh toán từng giao dịch được thực hiện trực tiếp giữa các bên đối tác tham gia giao dịch đó. Chứng khoán và tiền sẽ được chuyển giao trực tiếp dựa trên cơ sở thoả thuận giữa các bên. Đây chính là hình thức sơ khai của phương thức thanh toán từng giao dịch hiện đang được một số thị trường áp dụng đối với một số loại giao dịch nhất định. Trong môi trường phi vật chất, thanh toán được tiến hành thông qua một trung gian thanh toán dưới hình thức bút toán ghi sổ, các chứng khoán được chuyển giao trên các tài khoản lưu ký chứng khoán. Trước khi thực hiện hạch toán, từng giao dịch sẽ được trải qua các quy trình về đối chiếu, xác nhận, bù trừ... và sau đó sẽ được phân loại riêng biệt đối với từng giao dịch. Căn cứ vào kết quả bù trừ, tổ chức trung gian thực hiện bù trừ và thanh toán sẽ thông báo cho các bên tham gia giao dịch nhằm đảm bảo rằng bên bán có đủ chứng khoán để bán trên tài khoản lưu ký chứng khoán của mình. Tương tự, quá trình chuẩn bị và thanh toán tiền cũng được thực hiện trên tài khoản tiền gửi giao dịch chứng khoán của bên mua chứng khoán. Nếu số dư trên tài khoản chứng khoán hoặc trên tài khoản tiền không đủ để chuyển giao theo kết quả giao dịch, tình trạng mất khả

năng thanh toán chứng khoán sẽ xảy ra. Sau khi việc thanh toán giao dịch đã được hoàn tất, tài khoản chứng khoán của bên mua sẽ được hạch toán tăng và bên bán chứng khoán sẽ được hạch toán tăng tương ứng lên tài khoản tiền của mình. Bất kỳ một giao dịch chứng khoán nào diễn ra sau đó giữa hai bên đối tác đều được thực hiện một cách tương tự như vậy. Do đặc tính hay nhận dạng của các đối tác luôn được duy trì nên mỗi bên có thể tiếp cận, đánh giá quan hệ của mình với các đối tác khác bằng cách theo dõi từng giao dịch và các thông tin liên quan đến giao dịch đó.

b. Thanh toán ròng liên tục theo kết quả bù trừ đa phương

Phương thức thanh toán theo từng giao dịch cho phép thanh toán từng giao dịch cụ thể theo kết quả bù trừ giao dịch song phương, trong khi đó, thanh toán ròng liên tục được thực hiện trên cơ sở thanh toán theo kết quả bù trừ giao dịch đa phương. Như đã phân tích, khi áp dụng phương thức bù trừ đa phương, toàn bộ giao dịch chứng khoán của một loại chứng khoán nhất định được bù trừ với nhau để xác định nghĩa vụ thanh toán phải trả hay được nhận cuối cùng của các thành viên tham gia. Hiện tại hầu như các thị trường chứng khoán phát triển đều đang áp dụng phương thức thanh toán ròng liên tục trong thanh toán các giao dịch chứng khoán. Như đã nêu trên, do đặc điểm của phương thức bù trừ đa phương là sự kết nối các giao dịch được ràng buộc giữa các thành viên với nhau, cho nên, kết quả bù trừ đa phương không cho phép một thành viên xác định được đối tác thanh toán cụ thể của mình trong các giao dịch đó. Thay vào đó, đối tác thanh toán của các thành viên được đại diện bằng một đối tác thanh toán trung tâm, đóng vai trò là bên bán của các bên mua và bên mua của các bên bán. Nghĩa vụ thanh toán cuối của một thành viên được thực hiện qua đối tác thanh toán trung tâm này. Đối với các thành viên có nghĩa vụ giao chứng khoán (nếu số lượng chứng khoán bán nhiều hơn số lượng mua) và nhận tiền bán chứng khoán, họ sẽ phải giao chứng khoán cho đối tác thanh toán trung tâm và nhận tiền từ



chính đối tác thanh toán trung tâm. Ngược lại, đối với các thành viên được nhận chứng khoán (nếu số lượng chứng khoán mua nhiều hơn số lượng bán) và phải thanh toán tiền mua chứng khoán, họ sẽ được nhận chứng khoán từ đối tác thanh toán trung tâm và thanh toán tiền cho chính đối tác này. Cuối quá trình thanh toán, mỗi thành viên tham gia giao dịch sẽ nhận được kết quả giao chứng khoán và nhận tiền, hoặc ngược lại từ đối tác thanh toán trung tâm. Tổng số lượng chứng khoán giao (của một loại chứng khoán) của các thành viên có nghĩa vụ phải giao cho đối tác thanh toán trung tâm phải bằng với tổng số lượng chứng khoán mà các thành viên khác được nhận từ đối tác thanh toán trung tâm. Tương tự, tổng số tiền ròng mà các thành viên được nhận từ đối tác thanh toán trung tâm phải bằng tổng số tiền ròng mà các thành viên khác phải trả cho đối tác thanh toán trung tâm.

c. Các phương thức thanh toán dựa theo thời điểm thanh toán:

- Phương thức thanh toán tức thời theo từng giao dịch:

Thanh toán tức thời theo từng giao dịch (realtime gross settlement-RTGS) là phương thức thanh toán theo kết quả của từng giao dịch và các nghĩa vụ thanh toán tiền cuối cùng được thực hiện ngay sau khi các bên đã đủ khả năng thanh toán. Nguyên tắc của phương thức thanh toán này là một khi giao dịch đã nhập vào hệ thống xử lý, giao dịch đó sẽ được hoàn tất và không thể hủy ngang. Phương thức này sẽ làm giảm rủi ro thanh toán vì quá trình thanh toán được thực hiện liên tục trong ngày chứ không phải chỉ diễn ra vào thời điểm cuối ngày⁷.

Do tính chất tức thời của hệ thống thanh toán này, nên các khoản thanh toán được thực hiện riêng lẻ đối với những giao dịch ngay khi hệ thống đã đảm bảo việc kiểm tra về khả năng thanh toán của các bên tham gia giao dịch đối với khoản thanh toán đó và không thông qua việc thực hiện bù trừ chứng khoán. Để có thể đáp ứng được khả năng

7 Theo định nghĩa về Real Time Gross Settlement tại trang web: <http://www.investopedia.com>

thanh toán tức thời này, hệ thống đã phải trang bị các mạng điện tử kết nối giữa hệ thống thanh toán của các ngân hàng thanh toán với nhau và với ngân hàng thanh toán trung tâm, từ đó cho phép việc chuyển tải và xử lý khối lượng lớn các thông tin giao dịch khác nhau một cách nhanh chóng, chính xác nhất. Do ngân hàng thanh toán trung tâm sẽ là trung gian thanh toán trung tâm giữa các ngân hàng thanh toán nên việc đảm bảo khả năng thanh toán giữa các bên là vấn đề cơ bản nhằm giảm rủi ro thanh toán cho chính hệ thống thanh toán này.

- Phương thức thanh toán cuốn chiếu:

Thanh toán cuốn chiếu các giao dịch chứng khoán là phương thức thanh toán đòi hỏi các giao dịch phải được thanh toán trong một số ngày nhất định sau ngày giao dịch. Các giao dịch đã thực hiện trong các phiên giao dịch kế tiếp nhau sẽ được thực hiện thanh toán vào thời gian kế tiếp nhau và quá trình thanh toán được thực hiện lặp đi lặp lại như vậy theo một chu kỳ nhất định.

Thông thường, một chu kỳ thanh toán được hiểu là khoảng thời gian từ ngày giao dịch đến ngày thanh toán các giao dịch chứng khoán và khoảng thời gian này sẽ được áp dụng thanh toán đối với mọi giao dịch chứng khoán. Đối với từng thị trường chứng khoán, chu kỳ thanh toán được quy định khác nhau tùy theo quy mô giao dịch và điều kiện thực tiễn. Khi áp dụng cơ chế thanh toán cuốn chiếu vào mọi ngày làm việc, các thành viên lưu ký luôn phải thực hiện các hoạt động liên quan đến thanh toán.

7.2.6. Quy định về hệ thống bù trừ thanh toán ở Việt Nam

Quản lý và vận hành hệ thống

Hệ thống bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán của Việt Nam hiện nay có những đặc điểm sau:



Về mặt quản lý, hệ thống thanh toán bù trừ giao dịch chứng khoán do Trung tâm lưu ký quản lý sau khi tiếp nhận chức năng này từ hai Sở GDCK kể từ ngày 1/5/2006. Kể từ tháng 6/2010, Trung tâm lưu ký đã xây dựng và chính thức đưa vào vận hành hệ thống phần mềm nghiệp vụ mới, trong đó hệ thống chính được quản lý tập trung tại Trụ sở chính của VSD, hệ thống dự phòng được đặt tại chi nhánh VSD TP. Hồ Chí Minh. Dữ liệu giữa hệ thống chính và hệ thống dự phòng được đồng bộ hóa liên tục cho phép quản lý dữ liệu tập trung và kiểm soát rủi ro. Hệ thống mới cho phép quản lý thông tin sở hữu chứng khoán đến từng nhà đầu tư và cho phép thành viên kết nối với hệ thống VSD thông qua cổng giao tiếp điện tử, từ đó tăng tính chính xác và rút ngắn thời gian xử lý nghiệp vụ giữa thành viên với VSD.

Riêng đối với hoạt động thanh toán bù trừ thanh toán chứng khoán, Trụ sở chính Trung tâm lưu ký tại Hà Nội sẽ đảm nhận chức năng này cho tất cả giao dịch trên các Sở giao dịch chứng khoán. Do hoạt động thanh toán bù trừ tập trung tại một đầu mối, việc quản lý rủi ro liên quan đến hoạt động thanh toán được thực hiện tốt hơn, hạn chế tình trạng mất khả năng thanh toán của các thành viên.

Thành viên hệ thống thanh toán chứng khoán

Thành viên của hệ thống thanh toán chứng khoán cũng đồng thời là thành viên của hệ thống lưu ký, bao gồm nhóm thành viên lưu ký (công ty chứng khoán và ngân hàng lưu ký) và các thành viên mở tài khoản trực tiếp. Đối với thành viên mở tài khoản trực tiếp, khách hàng của thành viên lưu ký là các ngân hàng lưu ký muốn giao dịch phải đặt lệnh giao dịch thông qua các thành viên giao dịch là công ty chứng khoán. Việc thanh toán giao dịch sẽ do các tổ chức lưu ký trực tiếp và thành viên lưu ký thực hiện.

Bù trừ và thanh toán chứng khoán

Hiện nay, tất cả hoạt động bù trừ và thanh toán chứng khoán cho các giao dịch trên hai SGDCK Hà Nội và Hồ Chí Minh đều

được thực hiện tại Trụ sở chính VSD tại Hà Nội, việc thanh toán tiền sẽ được diễn ra tại Ngân hàng thanh toán – Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BIDV) chi nhánh Hà Thành. Nguyên tắc và phương thức thực hiện được quy định như sau:

❖ Nguyên tắc thanh toán bù trừ chung:

- Việc bù trừ thanh toán chứng khoán thực hiện cho từng thành viên theo từng thị trường. Đối với các giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, trái phiếu công ty niêm yết và đăng ký giao dịch trên các SGDK, tiền thanh toán giao dịch của thành viên sẽ được chuyển giao trên cơ sở bù trừ chung giữa số tiền được nhận và phải trả cho các giao dịch có cùng thời gian, phương thức thanh toán tại các SGDK.

- Việc thanh toán giao dịch được thực hiện theo nguyên tắc chuyển giao chứng khoán đồng thời với thanh toán tiền (DVP).

❖ Thanh toán bù trừ giao dịch trái phiếu

- Phương thức: Thanh toán bù trừ đa phương.

- Chu kỳ thanh toán: T+1 (một ngày làm việc sau ngày giao dịch).

- Quy trình: Sau khi kết thúc giao dịch, kết quả giao dịch sẽ được chuyển từ hệ thống giao dịch sang hệ thống lưu ký, thanh toán. Giao dịch chứng khoán sẽ được bù trừ đa phương. Kết quả bù trừ tiền được chuyển sang Ngân hàng thanh toán BIDV Hà Thành để thực hiện chuyển tiền thanh toán. Chi tiết như sau:

+ Chứng khoán: VSD thực hiện chuyển giao chứng khoán giữa các tài khoản lưu ký của thành viên lưu ký thông qua tài khoản thanh toán bù trừ chứng khoán của VSD.

+ Tiền: Ngân hàng thanh toán chuyển tiền vào các tài khoản tiền của thành viên lưu ký thông qua tài khoản tiền thanh toán bù trừ của VSD mở tại Ngân hàng thanh toán.

❖ Thanh toán bù trừ giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ quỹ:



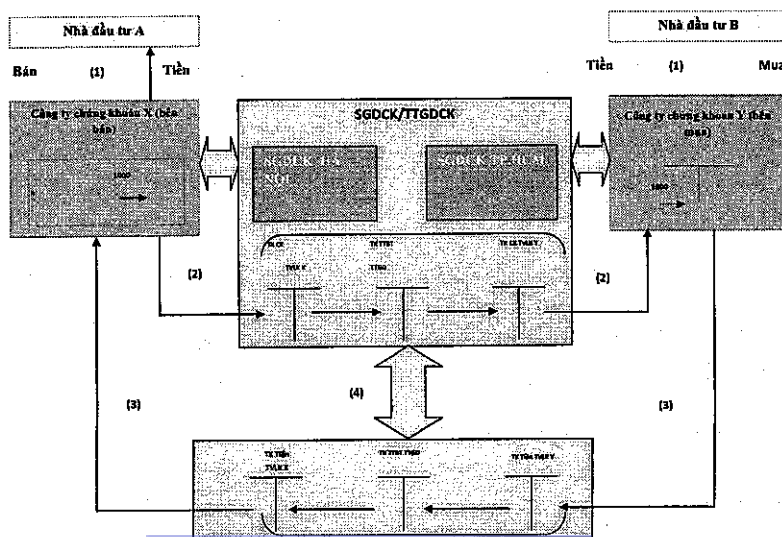
- Phương thức thanh toán: Thanh toán bù trừ đa phương.
- Chu kỳ thanh toán : T+3 (3 ngày làm việc sau ngày giao dịch);
- Quy trình: Tương tự như quy trình thanh toán bù trừ đối với trái phiếu nội tệ.

- Ví dụ về bù trừ đa phương: Tại CTCK A có các khách hàng thực hiện mua bán chứng khoán (X) với số lượng và giá như sau:

A	Lượng CK	Đơn giá (1000 VNĐ)	Trả-/nhận+ (1000 VNĐ)
Bán	-100	19,0	+1900
Mua	+200	18,1	-3620
Bán	-100	18,5	+1850
Mua	+200	18,0	-3600
Bán	-200	18,5	+3700
Bù trừ	0		+230

Số lượng chứng khoán CTCKA được nhận là 0, số tiền được nhận là 230 nghìn.

Sơ đồ tổ chức hoạt động thanh toán chứng khoán



Các biện pháp đảm bảo khả năng thanh toán giao dịch chứng khoán⁸

Trung tâm lưu ký áp dụng các cơ chế sau để đảm bảo khả năng thanh toán giao dịch chứng khoán trên SGDCK:

Cơ chế đảm bảo khả năng thanh toán chứng khoán

Áp dụng trong trường hợp thành viên lưu ký mất khả năng thanh toán chứng khoán:

- Nhận hỗ trợ từ thành viên khác.
- Nhận hỗ trợ từ khách hàng.
- Từ các nguồn khác.

Cơ chế đảm bảo khả năng thanh toán tiền

Áp dụng trong trường hợp thành viên lưu ký tạm thời mất khả năng thanh toán tiền:

- Đối với thành viên lưu ký: áp dụng đồng thời hai phương thức hỗ trợ thanh toán là sử dụng Quỹ hỗ trợ thanh toán hoặc cho vay bắt buộc của Ngân hàng chỉ định thanh toán, cụ thể:

+ Với mức thiếu hụt thanh toán dưới 25 tỷ đồng, áp dụng cơ chế hỗ trợ từ Quỹ hỗ trợ thanh toán;

+ Với mức thiếu hụt thanh toán từ 25 tỷ đồng trở lên, áp dụng cơ chế hỗ trợ vay bắt buộc từ Ngân hàng chỉ định thanh toán (với hạn mức cho vay tùy vào thỏa thuận với Ngân hàng);

+ Trường hợp có từ 2 thành viên cùng có mức thiếu hụt nhỏ hơn hoặc bằng 5 tỷ đồng tại cùng ngày thanh toán, áp dụng cùng một cơ chế hỗ trợ là vay bắt buộc từ Ngân hàng chỉ định thanh toán.

⁸ Theo quy định tại Quy chế Thanh toán bù trừ (năm 2012) của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam

- Đối với các thành viên mở tài khoản trực tiếp: Áp dụng cơ chế nhận hỗ trợ tiền vay từ Ngân hàng chỉ định thanh toán.

7.3. Cấu trúc hệ thống tài khoản lưu ký

Xu hướng chung hiện nay đối với hầu hết các thị trường chứng khoán là xây dựng một hệ thống tài khoản lưu ký linh hoạt, hướng đến việc đem lại nhiều sự tiện dụng cho nhà đầu tư, đồng thời đáp ứng được yêu cầu về giám sát quản lý. Bảng tổng hợp dưới đây cung cấp một số ví dụ về mô hình hệ thống quản lý tài khoản lưu ký của các thị trường và đánh giá về ưu và nhược điểm của từng mô hình:

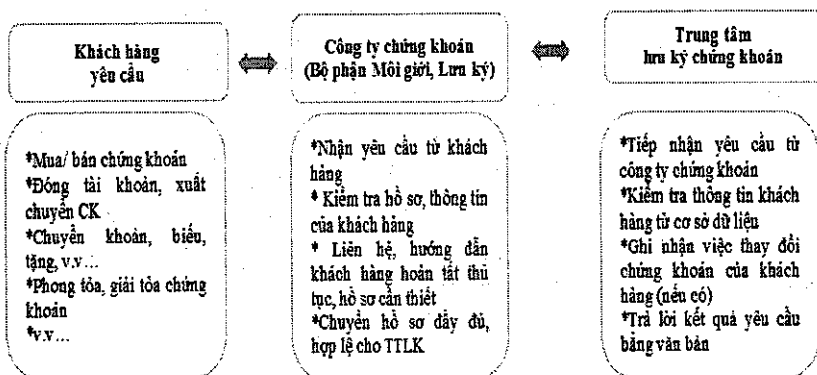
Mô hình hệ thống tài khoản lưu ký:

Quốc gia	Trung tâm lưu ký	Cấu trúc tài khoản thành viên tại Trung tâm lưu ký
Australia	- CHESS lưu ký cổ phiếu - AUSTRACLEAR lưu ký trái phiếu	- Cho phép tài khoản tổng hợp và riêng biệt - Ít nhất một ID của thành viên và không giới hạn số ID của người sở hữu (HNIS) (tương tự với các tiểu khoản riêng biệt)
Hồng Kông	- HKSCC CCASS lưu ký cổ phiếu/ chứng chỉ quỹ/ trái phiếu có lựa chọn - CMU chủ yếu lưu ký trái phiếu chính phủ	- Cho phép TK tổng hợp (lên tới 10 TK) và riêng biệt - Một TK tổng hợp chung để bù trừ tài sản của khách hàng - Không giới hạn các tiểu khoản riêng biệt có kết nối với một trong 10 tài khoản tổng hợp
Singapore	- CDP lưu ký cổ phiếu/ Chứng chỉ quỹ/ trái phiếu công ty - MAS lưu ký trái phiếu chính phủ	- Cho phép TK tổng hợp và riêng biệt - Một TK tổng hợp chung bù trừ tài sản của khách hàng - Không giới hạn các tiểu khoản cho khách hàng

7.4. Tác nghiệp lưu ký tại CTCK

Các nghiệp vụ lưu ký chứng khoán tại tài khoản giao dịch (TKGD) được hiểu là các dịch vụ lưu ký mà CTCK cung cấp cho các khách hàng mở TKGD tại CTCK để đảm bảo lưu giữ, bảo quản chứng khoán cũng như theo dõi thực hiện các quyền phát sinh cho khách hàng. Bao gồm: ký gửi, rút, chuyển khoản và cầm cố chứng khoán; thực hiện quyền bao gồm quyền bỏ phiếu, quyền nhận cổ tức bằng tiền, quyền nhận cổ tức bằng cổ phiếu, thưởng cổ phiếu, quyền nhận lãi và gốc trái phiếu, quyền mua cổ phiếu phát hành thêm, quyền chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi, quyền thay đổi tên, tách, gộp cổ phiếu, cho tặng, thừa kế chứng khoán, các quyền khác theo quy định của pháp luật. Khách hàng sẽ được đảm bảo về chứng khoán cùng các quyền lợi phát sinh khi lưu ký tại CTCK.

Tóm tắt quy trình lưu ký chứng khoán

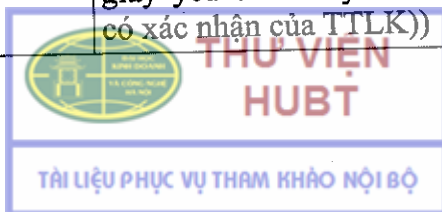


Quy trình nghiệp vụ lưu ký của các CTCK nhìn chung gồm các nghiệp vụ cụ thể như sau:

QUY TRÌNH NGHIỆP VỤ LƯU KÝ TẠI CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
I. Mua bán chứng khoán lô lẻ				
1	Hướng dẫn thủ tục cho khách hàng	Khách hàng, NVMG	- Nhân viên môi giới hướng dẫn khách hàng hoàn thiện Hợp đồng hoặc Phiếu lệnh mua bán chứng khoán lô lẻ giữa CTCK và khách hàng, đồng thời chuyển cho phòng Lưu ký để làm thủ tục với TTLK.	Hợp đồng hoặc Phiếu lệnh mua bán chứng khoán lô lẻ
		NV lưu ký	- Kiểm tra số dư chứng khoán của khách hàng và thông tin khách hàng điền vào Hợp đồng hoặc Phiếu lệnh mua bán chứng khoán lô lẻ. - Phô tô 3 liên giấy đề nghị (1 trả cho khách hàng, 1 lưu tự doanh, 1 lưu MG, 1 bản gốc gửi TTLK)	
2	Lập Yêu cầu chuyển khoản, nhập dữ liệu vào hệ thống.	NV lưu ký	- Lập Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán(3 liên) - Nhập bút toán chuyển khoản chứng khoán lô lẻ trên phần mềm CTCK và công giao tiếp điện tử với TTLK.	Yêu cầu chuyển khoản (mẫu...)

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
3	Ký duyệt và chuyển hồ sơ lên TTLK	NV lưu ký, trưởng (phó) phòng	- Trình trưởng (phó) phòng duyệt bút toán hạch toán trên hệ thống. - Trình trưởng (phó) phòng, lãnh đạo CTCK ký duyệt chứng từ. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ và chuyển hồ sơ cho TTLK bao gồm: Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán(3 liên) và Hợp đồng hoặc Phiếu lệnh mua bán chứng khoán lô lẻ giữa CTCK và khách hàng. - Nhận lại 1 bản Biên bản giao nhận có xác nhận của TTLK.	
4	Hoàn tất chuyển khoản chứng khoán lô lẻ	NV lưu ký Trưởng (Phó) phòng	- TTLK trả 1 bản Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán đã có xác nhận hiệu lực. - Hạch toán bút toán hoàn tất chuyển khoản chứng khoán lô lẻ theo ngày hiệu lực của TTLK trên phần mềm CTCK.Trình Trưởng (phó) phòng phụ trách duyệt - Chuyển 1 bản phô tô. Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán đã có xác nhận hiệu lực của TTLK cho phòng Đầu tư và phòng TCKT để thực hiện chuyển tiền trả khách hàng.	Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán đã có xác nhận hiệu lực của TTLK
5	Lưu chứng từ	NV lưu ký	- Cuối ngày in báo cáo phát sinh giao dịch chuyển khoản lô lẻ chấm với chứng từ gốc. - Lưu chứng từ (01 bộ photo hồ sơ đã chuyển TTLK, 01 liên giấy yêu cầu chuyển khoản đã có xác nhận của TTLK))	Liệt kê chứng từ



TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
Đối với cổ phiếu lẻ của khách hàng đại lý: i. Hạch toán nhập chứng khoán chuyển khoản cho tài khoản tự doanh số ii. Lập Bảng kê thanh toán tiền bán chứng khoán lô lẻ cho khách hàng đại lý trên cơ sở Giấy đề nghị mua bán chứng khoán lô lẻ và Yêu cầu chuyển khoản. iii. Ký tên và trình Trưởng (phó) phòng, Giám đốc ký duyệt. Chuyển Bảng kê thanh toán tiền bán chứng khoán lô lẻ cho Phòng kế toán làm thủ tục chuyển tiền cho Đại lý.				
II. Khách hàng đóng tài khoản, xuất CK chuyển khoản				
1	Đề nghị đóng tài khoản hoặc chuyển khoản chứng khoán sang CTCK khác.	Khách hàng	- Điền thông tin vào Giấy đề nghị tắt toán tài khoản (trường hợp đóng tài khoản) hoặc Giấy đề nghị chuyển khoản chứng khoán (trường hợp khách hàng chỉ yêu cầu chuyển khoản CK) - Cung cấp 01 bản sao có đóng dấu treo Hợp đồng mở TKGDCK tại Cty CK mới.	Giấy đề nghị tắt toán tài khoản (mẫu của TTLK) Giấy đề nghị chuyển khoản CK (mẫu của TTLK)

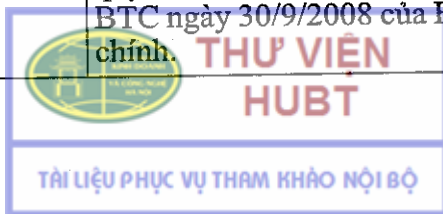
TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
		NVLK	- Kiểm tra số dư chứng khoán, tiền của khách hàng và thông tin khách hàng trên TKGD, điền vào Giấy đề nghị. Đối chiếu chữ ký khách hàng và kiểm tra CMND. - Phô tô 01 liên Giấy đề nghị tất toán tài khoản hoặc Giấy đề nghị chuyển khoản chứng khoán để lưu lại MG, 01 bản gốc chuyển cho TTLK. - Lưu ý khách hàng chỉ được chuyển khoản toàn bộ số lượng các loại chứng khoán có trên tài khoản và các quyền phát sinh (nếu có) đã xác định thuộc sở hữu của khách hàng. TTLK không thực hiện chuyển khoản 1 phần số dư chứng khoán và quyền có trên tài khoản của khách hàng.	
		NVLK	- Phong toả toàn bộ chứng khoán của khách hàng trên TKGD hoặc nhập các giao dịch chuyển khoản CK ra bên ngoài trên hệ thống phần mềm theo dõi của các CTCK. - Nhập GD tất toán tài khoản hoặc chuyển khoản chứng khoán theo yêu cầu của khách hàng vào hệ thống công giao tiếp điện tử kết nối với TTLK.	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	Lập Yêu cầu chuyển khoản	NV lưu ký	- Lập Giấy yêu cầu chuyển khoản dùng trong trường hợp tất toán tài khoản hoặc trường hợp chuyển khoản chứng khoán (3 liên)	Yêu cầu chuyển khoản (mẫu TTLK)
3	Ký duyệt và chuyển chứng từ	NV lưu ký	- Ký chứng từ Trình trưởng (phó) phòng ký duyệt chứng từ và duyệt bút toán nhập trên công giao tiếp điện tử với TTLK. - Trình lãnh đạo Công ty ký duyệt. - Lập chứng từ bàn giao và chuyển chứng từ cho TTLK. - Nhận lại và lưu một bản giao nhận chứng từ với TTLK.	- Yêu cầu chuyển khoản - Giấy đề nghị tất toán hoặc chuyển khoản CK. - HD mở TK tại CTCK khác.
4	Nhận 01 liên Yêu cầu chuyển khoản CK có xác nhận từ TTLK.	NV lưu ký Trưởng (Phó) phòng	- Trường hợp TTLK chấp thuận sẽ chuyển trả 1 liên Yêu cầu chuyển khoản có xác nhận ngày hiệu lực. NVLK sẽ căn cứ vào chứng từ để thực hiện: - Nhập dữ liệu vào phần mềm của CTCK theo đúng ngày hiệu lực: + Giải toả chứng khoán phong toả đồng thời chuyển khoản CK ra bên ngoài. + hoặc nhập bút toán xác nhận chuyển khoản CK ra bên ngoài. - Trình Trưởng (phó) phòng phụ trách duyệt bút toán. - Chuyển 01 giấy yêu cầu đóng tài khoản (bản lưu) cho bộ phận đóng tài khoản và lưu chứng từ	Yêu cầu chuyển khoản CK đã được TTLK xác nhận.

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
5	Lưu chứng từ	NV lưu ký	- Cuối ngày in báo cáo phát sinh giao dịch chấm với chứng từ gốc - Lưu chứng từ (01 liên giấy đề nghị đóng tài khoản, 01 liên giấy yêu cầu chuyển khoản đã có xác nhận của TTLK, liệt kê chứng từ trong ngày đã được chấm)	Liệt kê chứng từ

III. Chuyển khoản chứng khoán biểu, tặng, thừa kế

	Hướng dẫn khách hàng hoàn thiện hồ sơ và gửi TTLK Hoàn tất chuyển khoản cho, biểu tặng, thừa kế.	NV lưu ký	- Hướng dẫn khách hàng hoàn thiện hồ sơ theo đúng quy định tại quy chế của TTLK. Bao gồm: +Văn bản đề nghị chuyển quyền sở hữu chứng khoán của các bên biểu, tặng cho, thừa kế.+Hợp đồng biểu, tặng, cho chứng khoán có xác nhận của cơ quan công chứng hoặc Bản sao hợp lệ Di chúc hợp pháp theo quy định của pháp luật hoặc Bản sao hợp lệ văn bản thỏa thuận về việc phân chia di sản thừa kế có xác nhận của cơ quan công chứng, cơ quan nhà nước có thẩm quyền(Trường hợp thừa kế theo pháp luật) + Bản tường trình của người nhận thừa kế về các mối quan hệ nhân thân của người để lại thừa kế+ + Bản sao hợp lệ các tài liệu chứng minh mối quan hệ nhân thân nêu tại bản tường trình nêu trên (giấy chứng nhận kết hôn, giấy khai sinh, sổ hộ khẩu, giấy chứng từ... + Tài liệu chứng minh đã nộp thuế thu nhập cá nhân theo quy định Thông tư 84/2008/TT-BTC ngày 30/9/2008 của Bộ Tài chính.	Các văn bản theo hướng dẫn của TTLK Công văn trả lời chấp thuận của TTLK



TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Thực hiện bút toán chuyển khoản chứng khoán cho, biểu tặng, thừa kế trên hệ thống phần mềm CTCK. - Làm công văn chuyển hồ sơ của khách hàng lên TTLK. - Trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán trên hệ thống. - Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt công văn. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ và chuyển hồ sơ lên TTLK. - Nhận lại Biên bản giao nhận có xác nhận của TTLK. - Khi nhận được công văn trả lời chấp thuận của TTLK, thực hiện hạch toán bút toán hoàn tất chuyển khoản chứng khoán cho biểu tặng, thừa kế theo ngày hiệu lực xác nhận của TTLK. - Trình lãnh đạo phòng duyệt. - Thông báo cho khách hàng. - Lưu chứng từ : Công văn trả lời chấp thuận và 1 bộ photo hồ sơ của khách hàng.	

IV. Trả cổ tức bằng tiền, bằng cổ phiếu, chia cổ phiếu thưởng, thanh toán lãi gốc trái phiếu, hoán đổi CP, quyền bỏ phiếu

1	Lập Danh sách sở hữu chứng khoán và xác nhận với TTLK.	NV lưu ký	- Hàng ngày cập nhật bản thông báo của TTLK gửi cho các CTCK, các thông tin trên trang web của TTLK theo dõi ngày đăng ký cuối cùng thực hiện các quyền cổ đông, ngày đăng ký quyền và ngày thực hiện quyền vào hệ thống theo dõi quyền của CTCK.	Danh sách sở hữu chứng khoán

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Lập Danh sách người sở hữu chứng khoán được theo dõi tại CTCK, tại ngày đăng ký cuối cùng vào ngày làm việc tiếp theo. - Lấy Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký được phân bổ quyền dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử của TTLK trong vòng 01 ngày làm việc kể từ ngày đăng ký cuối cùng. - Đối chiếu thông tin người sở hữu chứng khoán trong Danh sách do TTLK cung cấp với thông tin do CTCK đang quản lý. Yêu cầu các thông tin phải trùng khớp. - Xác nhận chấp thuận hoặc không chấp thuận các thông tin trong Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện quyền này trên Thông báo xác nhận dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử của TTLK. Trường hợp không chấp thuận các thông tin trong danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký, CTCK phải gửi văn bản cho TTLK nêu rõ các thông tin sai sót hoặc sai lệch và phối hợp với TTLK điều chỉnh. - Trình trưởng (phó) phòng ký duyệt Danh sách và duyệt bút toán xác nhận trên cổng giao tiếp điện tử với TTLK chậm nhất vào 15h ngày làm việc thứ hai kể từ ngày đăng ký cuối cùng. - Lưu 01 bản tại bộ phận lưu ký	

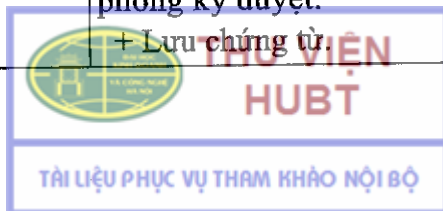


**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	Nhận Báo cáo phân bổ quyền từ TTLK, phân bổ cổ tức bằng tiền, cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu thưởng	NV lưu ký Trưởng (phó) phòng	- Đối với trường hợp phân bổ cổ tức bằng tiền, thanh toán lãi, gốc trái phiếu. Tiền thanh toán cổ tức/lãi/gốc trái phiếu đối với chứng khoán lưu ký được TTLK phân bổ vào tài khoản của CTCK trong ngày làm việc liền trước ngày thanh toán. + NVLK kiểm tra và đối chiếu tiền cổ tức được TTLK phân bổ vào tài khoản của CTCK với DS người sở hữu chứng khoán được hưởng cổ tức. Yêu cầu số tiền phải trùng khớp. + Thực hiện hạch toán phân bổ cổ tức bằng tiền, thanh toán lãi, gốc trái phiếu trên phần mềm theo đúng ngày hiệu lực phân bổ vào TKGD của khách hàng. + Trình Trưởng (phó) phòng duyệt bút toán hạch toán phân bổ trên phần mềm. + In Báo cáo phân bổ quyền và Bảng kê thanh toán cổ tức trong ngày. Trình lãnh đạo phòng ký duyệt. + Chuyển Bảng kê thanh toán cổ tức sang phòng Kế toán để thực hiện theo dõi và kiểm tra chéo. + Lưu chứng từ - Đối với trường hợp phân bổ cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu thưởng, hoán đổi cổ phiếu do sáp nhập.	- Báo cáo phân bổ quyền từ TTLK - Báo có NH món phát sinh thanh toán tiền cổ tức do TTLK chuyển. - Bảng kê thanh toán cổ tức - Báo cáo phân bổ thực hiện quyền. - Thông báo xác nhận ký gửi chứng khoán phát hành thêm

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			Sau khi TCPH đã được TTLK chấp thuận đăng ký bổ sung phần chứng khoán phát hành thêm, TTLK phân bổ chứng khoán phát hành thêm vào tài khoản lưu ký của CTCK đối với chứng khoán lưu ký, đồng thời gửi cho CTCK Thông báo xác nhận ký gửi chứng khoán phát hành thêm kèm theo Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện quyền nhận cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng hoặc Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký hoán đổi cổ phiếu. + NVLK căn cứ vào chứng từ được nhận từ TTLK nêu trên, đối chiếu với Danh sách người sở hữu chứng khoán được hưởng quyền tại CTCK. Yêu cầu số liệu phải trùng khớp. + Thực hiện hạch toán phân bổ cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu thưởng, hoán đổi cổ phiếu trên phần mềm vào TKGD của khách hàng theo đúng ngày hiệu lực trên Thông báo của TTLK. Chứng khoán phân bổ ở dạng chờ giao dịch và chỉ được phép giao dịch trên SGDCK vào ngày đầu tiên theo thông báo của SGDCK. + Trình Trưởng (phó) phòng duyệt bút toán hạch toán phân bổ trên phần mềm. + In Báo cáo phân bổ quyền và Bảng kê thanh toán cổ tức trong ngày. Trình lãnh đạo phòng ký duyệt. + Lưu chứng từ	- Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện quyền nhận cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng



542

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Đối chiếu thông tin người sở hữu chứng khoán trong Danh sách do TTLK cung cấp với thông tin do CTCK đang quản lý. Yêu cầu các thông tin phải trùng khớp. - Xác nhận chấp thuận hoặc không chấp thuận các thông tin trong Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện quyền này trên Thông báo xác nhận dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử của TTLK. Trường hợp không chấp thuận các thông tin trong danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký, CTCK phải gửi văn bản cho TTLK nêu rõ các thông tin sai sót hoặc sai lệch và phối hợp với TTLK điều chỉnh. - Trình trưởng (phó) phòng ký duyệt Danh sách và duyệt bút toán xác nhận trên cổng giao tiếp điện tử với TTLK chậm nhất vào 15h ngày làm việc thứ hai kể từ ngày đăng ký cuối cùng. - Lưu 01 bản tại bộ phận lưu ký.	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	Nhận Báo cáo phân bổ quyền NĐT được quyền mua cổ phiếu phát hành thêm từ TTLK	NVLK NVLK	- Đối chiếu với bản lưu Danh sách sở hữu chứng khoán đã gửi TTLK ở bước trên. - Lập Thông báo về việc sở hữu quyền mua chứng khoán (theo mẫu) gửi cho người sở hữu chứng khoán lưu ký. - Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt Thông báo. - Gửi thư Thông báo cho người sở hữu chứng khoán được thực hiện quyền mua trong vòng 10 ngày làm việc kể từ ngày đăng ký cuối cùng. - Theo dõi chuyển nhượng quyền mua của khách hàng trong thời gian quy định. + Nhân viên lưu ký bên khách hàng chuyển nhượng nhận được yêu cầu chuyển nhượng quyền mua chứng khoán của khách hàng (theo mẫu), tiến hành kiểm tra các thông tin của khách hàng và thông tin quyền chuyển nhượng trên Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua CK với thông tin theo dõi tại CTCK. + Nhập giao dịch chuyển nhượng quyền mua của khách hàng qua công giao tiếp điện tử và gửi đến TTLK các chứng từ sau: Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua chứng khoán (03 liên trong trường hợp các bên chuyển nhượng khác Thành viên - 02 liên trong trường hợp cùng Thành viên) (theo mẫu) và Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua của khách hàng (theo mẫu)	Báo cáo phân bổ quyền NĐT được quyền mua cổ phiếu phát hành thêm từ TTLK Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua chứng khoán Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua của khách hàng



TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			+ Nhận lại Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua chứng khoán đã được xác nhận chấp thuận của TTLK trong vòng 02 ngày làm việc kể từ ngày TTLK nhận được hồ sơ chuyển nhượng quyền mua đầy đủ và hợp lệ. Hoặc Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua chứng khoán đã được xác nhận của TTLK của khách hàng ở CTCK khác chuyển về. + Nhập bút toán hạch toán chuyển nhượng quyền mua của khách hàng hoặc nhận chuyển nhượng quyền mua chứng khoán của khách hàng trên phần mềm của CTCK theo ngày hiệu lực của TTLK. + Trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán. +Lập Danh sách tổng hợp chuyển nhượng quyền mua chứng khoán đối với người sở hữu chứng khoán lưu ký (theo mẫu),trong vòng 02 ngày làm việc sau ngày hết hạn chuyển nhượng quyền mua. + Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt và gửi cho TTLK. - Theo dõi đăng ký mua chứng khoán. + Khách hàng đăng ký mua chứng khoán - Khách hàng điền vào <i>Giấy đăng ký mua chứng khoán</i> (mẫu) và trích tiền trên TKGD hoặc chuyển khoản tiền vào TK của CTCK.	Giấy đề nghị chuyển nhượng quyền mua chứng khoán đã được xác nhận chấp thuận của TTLK <i>Giấy đăng ký mua chứng khoán</i>



**THƯ VIỆN
HUBT**

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Kiểm tra chữ ký của khách hàng, nhận, đối chiếu số lượng chứng khoán sở hữu và quyền mua trên <i>Báo cáo phân bổ quyền</i>. Lưu <i>Giấy đăng ký mua chứng khoán</i>. + Nhập bút toán hạch toán đăng ký đặt mua của khách hàng trên phần mềm của CTCK. + Trình lãnh đạo phòng phê duyệt bút toán hạch toán. + Trong vòng 02 ngày làm việc kể từ ngày hết hạn đăng ký mua chứng khoán: Lập Danh sách nhà đầu tư đặt mua chứng khoán (Mẫu). Đối chiếu với số liệu nộp tiền mua phát hành thêm theo dõi tại phòng kế toán. Lập giấy đề nghị phòng kế toán chuyển tiền đặt mua chứng khoán phát hành thêm vào tài khoản của TTLK tại Ngân hàng thanh toán. Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt. Lập Danh sách nhà đầu tư đặt mua chứng khoán (Mẫu) dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử và trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán đặt mua trên cổng giao tiếp điện tử. Đồng thời gửi đến TTLK các tài liệu sau: - Giấy đăng ký mua chứng khoán (Mẫu).	Danh sách nhà đầu tư đặt mua chứng khoán Giấy đăng ký mua chứng khoán

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Chứng từ xác nhận đã chuyển tiền đặt mua chứng khoán phát hành thêm vào tài khoản của TTLK tại Ngân hàng thanh toán. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ với TTLK - Lưu 01 hồ sơ tài liệu tại bộ phận lưu ký	
3	Nhận Báo cáo phân bổ quyền NĐT đặt mua từ TTLK	NV lưu ký Trưởng (phó) phòng	- Đối chiếu với 01 bản lưu <i>Danh sách nhà đầu tư mua chứng khoán phát hành thêm</i> được theo dõi tại CTCK. - Hạch toán bút toán phân bổ quyền mua vào TKGD của khách hàng trên hệ thống phần mềm theo đúng ngày hiệu lực được xác nhận của TTLK . - Trình Trưởng (phó)phòng duyệt bút toán hạch toán phân bổ. Chứng khoán phân bổ ở dạng chờ giao dịch và chỉ được phép giao dịch vào ngày đầu tiên theo thông báo của SGDCK. - In Báo cáo phân bổ quyền mua phát hành thêm. - Trình Trưởng (phó)phòng ký duyệt. - Lưu chứng từ.	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
- Ghi chú: Với nghiệp vụ này thực hiện trên Ibroker còn có thể làm tương tự như đối với hạch toán cổ tức bằng cổ phiếu, tuy nhiên phần mềm hiện nay không phân biệt được các dạng làm tròn số (tỷ lệ tổ chức phát hành đưa ra thường rất lẻ, cho phép làm tròn đến hàng chục hoặc hàng đơn vị) do vậy thực hiện bút toán tự động sẽ cho kết quả không chính xác. Vì vậy hiện nay Nhân viên lưu ký phải nhập chứng khoán chuyển khoản số lượng chứng khoán được quyền mua thêm (cổ phiếu thưởng) cho từng khách hàng. Tuy nhiên với cách này, liệt kê chứng từ xuất ra từ phần mềm Ibroker rất chậm, ảnh hưởng đến việc chấm chứng từ cuối ngày, thiếu tính chính xác.				
(*) Đối với trường hợp chứng khoán phát hành thêm của những chứng khoán đăng ký giao dịch tại SGDCK Hà Nội: - Nhận Danh sách người sở hữu chứng khoán tại ngày đăng ký cuối cùng của Chi nhánh vào ngày làm việc tiếp theo; - Nhận bản file qua mail của chi nhánh, tổng hợp Danh sách người sở hữu chứng khoán gửi TTLK. - Fax và gửi bản chính Báo cáo phân bổ quyền cho chi nhánh, tổng hợp số liệu tại Trụ sở chính và thông báo cho chi nhánh đối chiếu.				
VI. Thực hiện quyền chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi				
1	Lập Danh sách người sở hữu chứng khoán	NV lưu ký Lãnh đạo phòng	- Hàng ngày cập nhật bản thông báo của TTLK gửi cho các CTCK, các thông tin trên trang web của TTLK theo dõi ngày đăng ký cuối cùng thực hiện các quyền cổ đông, ngày đăng ký quyền và ngày thực hiện quyền vào hệ thống theo dõi quyền của CTCK. - Lập Danh sách người sở hữu chứng khoán được theo dõi tại CTCK được quyền mua phát hành thêm, tại ngày đăng ký cuối cùng vào ngày làm việc tiếp theo.	- Danh sách sở hữu chứng khoán

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Lấy Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký được phân bổ quyền chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử của TTLK trong vòng 01 ngày làm việc kể từ ngày đăng ký cuối cùng. - Đối chiếu thông tin người sở hữu chứng khoán trong Danh sách do TTLK cung cấp với thông tin do CTCK đang quản lý. Yêu cầu các thông tin phải trùng khớp. - Xác nhận chấp thuận hoặc không chấp thuận các thông tin trong Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện quyền này trên Thông báo xác nhận dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử của TTLK. Trường hợp không chấp thuận các thông tin trong danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký, CTCK phải gửi văn bản cho TTLK nêu rõ các thông tin sai sót hoặc sai lệch và phối hợp với TTLK điều chỉnh. - Trình trưởng (phó) phòng ký duyệt Danh sách và duyệt bút toán xác nhận trên cổng giao tiếp điện tử với TTLK chậm nhất vào 15h ngày làm việc thứ hai kể từ ngày đăng ký cuối cùng. - Lưu 01 bản tại bộ phận lưu ký.	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	Nhận Báo cáo phân bổ quyền NĐT được quyền mua cổ phiếu phát hành thêm từ TTLK	NVLK NVLK và trưởng (phó) phòng	- Đối chiếu với bản lưu Danh sách sở hữu chứng khoán đã gửi TTLK ở bước trên. Trường hợp người sở hữu trái phiếu chuyển đổi phải chuyển đổi toàn bộ trái phiếu thành cổ phiếu khi đến hạn chuyển đổi. Sau khi TCPH đã được TTLK chấp thuận đăng ký bổ sung phần cổ phiếu được chuyển đổi từ trái phiếu chuyển đổi, TTLK phân bổ chứng khoán phát hành thêm vào tài khoản lưu ký của CTCK đối với chứng khoán lưu ký, đồng thời gửi cho CTCK Thông báo xác nhận ký gửi chứng khoán phát hành thêm kèm theo Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện quyền chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. + NVLK căn cứ vào chứng từ được nhận từ TTLK nêu trên, đối chiếu với Danh sách người sở hữu chứng khoán được hưởng quyền tại CTCK. Yêu cầu số liệu phải trùng khớp. + Thực hiện hạch toán phân bổ chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu trên phần mềm vào TKGD của khách hàng theo đúng ngày hiệu lực trên Thông báo của TTLK. Chứng khoán phân bổ ở dạng chờ giao dịch và chỉ được phép giao dịch trên SGDCK vào ngày đầu tiên theo thông báo của SGDCK.	



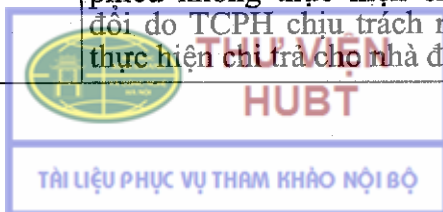
TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			+Trình Trưởng (phó)phòng duyệt bút toán hạch toán phân bổ trên phần mềm. + In Báo cáo phân bổ quyền. Trình lãnh đạo phòng ký duyệt. + Lưu chứng từ. <i>Trường hợp người sở hữu trái phiếu chuyển đổi có thể lựa chọn chuyển đổi thành cổ phiếu hoặc nhận tiền khi đến hạn chuyển đổi</i> - Lập Thông báo về việc sở hữu quyền chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu (theo mẫu) gửi cho người sở hữu chứng khoán lưu ký. - Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt Thông báo. - Gửi thư Thông báo cho người sở hữu chứng khoán được thực hiện quyền chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu trong vòng 10 ngày làm việc kể từ ngày đăng ký cuối cùng - Theo dõi đăng ký chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. + Khách hàng đăng ký chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu - Khách hàng điền vào <i>Giấy đăng ký chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu</i> (mẫu). - Kiểm tra chữ ký của khách hàng, nhận, đối chiếu số lượng chứng khoán sở hữu và quyền chuyển đổi trên <i>Báo cáo phân bổ quyền</i>. Lưu <i>Giấy đăng ký chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu</i>.	



THƯ VIỆN
HUBT

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			+ Nhập bút toán hạch toán đăng ký chuyển đổi của khách hàng trên phần mềm của CTCK. + Trình lãnh đạo phòng phê duyệt bút toán hạch toán. + Trong vòng 02 ngày làm việc kể từ ngày hết hạn đăng ký mua chứng khoán: Lập Danh sách nhà đầu tư chuyển đổi trái phiếu và Giấy đăng ký chuyển đổi trái phiếu (theo mẫu) Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt. Lập Danh sách nhà đầu tư chuyển đổi trái phiếu (Mẫu) dưới dạng chứng từ điện tử qua cổng giao tiếp điện tử và trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán đăng ký trên cổng giao tiếp điện tử. Đồng thời gửi đến TTLK: Giấy đăng ký chuyển đổi trái phiếu (Mẫu). - Lập Biên bản giao nhận chứng từ với TTLK - Lưu 01 hồ sơ tài liệu tại bộ phận lưu ký	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
3	Nhận Thông báo xác nhận ký gửi chứng khoán phát hành kèm theo Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu từ TTLK	NV lưu ký Trưởng (phó) phòng	<i>Phân bổ cổ phiếu chuyển đổi</i> - Sau khi TCPH đã được TTLK chấp thuận đăng ký bổ sung phần cổ phiếu được chuyển đổi từ trái phiếu chuyển đổi, TTLK phân bổ cổ phiếu vào tài khoản lưu ký của CTCK, đồng thời gửi cho CTCK Thông báo xác nhận ký gửi chứng khoán phát hành kèm theo Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. - Đối chiếu với Danh sách người sở hữu chứng khoán lưu ký thực hiện chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu được theo dõi tại CTCK. - Hạch toán bút toán chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu vào TKGD của khách hàng trên hệ thống phần mềm theo đúng ngày hiệu lực được xác nhận của TTLK. - Trình Trưởng (phó) phòng duyệt bút toán hạch toán chuyển đổi. Chứng khoán chuyển đổi ở dạng chờ giao dịch và chỉ được phép giao dịch vào ngày đầu tiên theo thông báo của SGDCK. - In <i>Báo cáo chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu</i>. - Trình Trưởng (phó) phòng ký duyệt. - Lưu chứng từ. <i>Thanh toán tiền đối với trái phiếu không thực hiện chuyển đổi</i> Việc thanh toán tiền đối với trái phiếu không thực hiện chuyển đổi do TCPH chịu trách nhiệm thực hiện chi trả cho nhà đầu tư.	



TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
VII. Phong toả, giải toả chứng khoán tại CTCK theo yêu cầu của khách hàng				
* Phong toả chứng khoán				
1	Nhận 02 bản <i>Giấy đề nghị vay vốn kiêm cầm cố chứng khoán</i> và HDDV quản lý chứng khoán phong tỏa.	- Bộ phận dịch vụ - Bộ phận lưu ký - T.(phó) phòng - NVLK	- Nhận 02 bản <i>Giấy đề nghị vay vốn kiêm cầm cố chứng khoán</i> đã được ký kết giữa khách hàng và Ngân hàng nhận cầm cố, HDDV quản lý chứng khoán phong tỏa giữa khách hàng và CTCK. - Thực hiện kiểm tra thông tin trên <i>Giấy đề nghị vay vốn kiêm cầm cố chứng khoán</i> - Thực hiện phong tỏa chứng khoán theo đề nghị của khách hàng trên HDDV quản lý chứng khoán phong tỏa. - Trình trưởng (phó) phòng duyệt bút toán phong tỏa trên phần mềm. - Trình trưởng (phó) phòng, lãnh đạo CTCK ký xác nhận đã phong tỏa chứng khoán trên <i>Giấy đề nghị vay vốn kiêm cầm cố chứng khoán</i>. - Theo dõi thu tiền phí phong tỏa theo HĐ. - Cuối ngày in liệt kê chứng từ chấm với chứng từ gốc - Lưu chứng từ.	- <i>Giấy đề nghị vay vốn cầm cố chứng khoán</i>
2		- Bộ phận dịch vụ - Bộ phận lưu ký	- Chuyển lại cho ngân hàng 01 bản <i>Giấy đề nghị vay vốn kiêm cầm cố chứng khoán</i> (có xác nhận phong tỏa của CTCK)	
** Giải toả chứng khoán phong tỏa				

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Trình trưởng (phó) phòng, lãnh đạo CTCK ký xác nhận trên Giấy đề nghị cầm cố chứng khoán, Bảng kê chứng khoán cầm cố, Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ và chuyển hồ sơ cầm cố lên TTLK. Hồ sơ gồm: Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố (02 liên); . Giấy đề nghị cầm cố chứng khoán của khách hàng (02 liên) . Bảng kê chứng khoán cầm cố có xác nhận của bên nhận cầm cố (02 liên). - Nhận lại Biên bản giao nhận chứng từ đã có xác nhận của TTLK. - Lưu chứng từ (Giấy đề nghị cầm cố chứng khoán, Bảng kê chứng khoán cầm cố, Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố, HĐ cầm cố chứng khoán của khách hàng, Biên bản giao nhận chứng từ đã có xác nhận của TTLK.)	
2	TTLK chuyển trả Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố đã có xác nhận hiệu lực.	NVLK	- Chuyển trả 1 bản phô tô Bản Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố có xác nhận hiệu lực của TTLK cho ngân hàng nhận cầm cố. - Theo dõi thu tiền phí cầm cố của khách hàng. - Lưu Bản gốc Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố đã xác nhận có hiệu lực của TTLK vào hồ sơ lưu.	Yêu cầu chuyển khoản chứng khoán cầm cố đã có xác nhận hiệu lực của TTLK

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
# Công ty CKA (CKA) xác nhận và thực hiện các nội dung trên của Quý công ty. A sẽ thực hiện phong toả số chứng khoán cầm cố này ngay sau khi có sự xác nhận này và phí dịch vụ A thực hiện thu là (0,025%) /giá trị thị giá chứng khoán tại thời điểm thực hiện phong toả chứng khoán cầm cố (Mức phí tối thiểu là 50.000đ, tối đa là 200.000 đồng/lần phong toả), cụ thể: Số lượng cổ phiếu x thị giá chứng khoán tại thời điểm phong toả/CP x 0.025%. Mức phí thực hiện thu là:... Kính đề nghị Quý công ty chuyển số tiền phí quản lý chứng khoán cầm cố trên cho CTCKA theo nội dung sau: - Người thụ hưởng: Công ty CKA - Tài khoản: - Tại: - Số tiền: đồng (Bằng chữ...) - Nội dung chuyển tiền: Thanh toán phí quản lý chứng khoán cầm cố - CV số...				
*Giải toả chứng khoán cầm cố				
1	Nhận Bảng kê chứng khoán giải toả cầm cố (mẫu) có ký xác nhận của Ngân hàng cầm cố; Giấy đề nghị giải toả cầm cố phiếu của Ngân hàng nhận cầm cố.	NVLK Lãnh đạo phòng	- Kiểm tra các thông tin trên Bảng kê chứng khoán giải toả cầm cố và Giấy đề nghị giải toả cầm cố phiếu cầm cố đã được ngân hàng nhận cầm cố xác nhận. - Lập Yêu cầu giải toả chứng khoán cầm cố (3 liên – theo mẫu) - Nhập bút toán giải toả cầm cố trên công giao tiếp điện tử với TTLK. - Trình trưởng (phó) phòng duyệt bút toán giải toả cầm cố trên công giao tiếp điện tử với TTLK	- Bảng kê chứng khoán giải toả cầm cố - Giấy đề nghị giải toả cầm cố phiếu cầm cố đã được ngân hàng nhận cầm cố xác nhận

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
			- Trình trưởng (phó) phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt hồ sơ giải tỏa cầm cố bao gồm: Bảng kê chứng khoán giải tỏa cầm cố và Yêu cầu giải tỏa chứng khoán cầm cố. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ và chuyển hồ sơ giải tỏa lên TTLK. - Nhận lại 1 bản Biên bản giao nhận chứng từ đã có xác nhận của TTLK và lưu cùng hồ sơ giải tỏa cầm cố.	
2	TTLK chuyển trả Bản Yêu cầu giải tỏa chứng khoán cầm cố đã xác nhận hiệu lực	NVLK	- Hạch toán bút toán giải tỏa chứng khoán cầm cố của khách hàng trên phần mềm CTCK theo ngày xác nhận hiệu lực của TTLK. - Trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán hạch toán giải tỏa cầm cố. - Chuyển 1 bản photo Yêu cầu giải tỏa chứng khoán cầm cố đã xác nhận hiệu lực của TTLK cho ngân hàng nhận cầm cố. - Lưu chứng từ	
IX. Tái lưu ký chứng khoán tại trung tâm lưu ký chứng khoán				
1	Nhận thông báo lưu ký của TTLKCK	NVLK	- Cập nhật các Thông báo của TTLK gửi cho các CTCK về việc cấp mã chứng khoán mới và nhận lưu ký chứng khoán. - Lưu ý: chỉ những cổ phiếu của TCPH đã được cấp mã chứng khoán và nhận lưu ký tại TTLK, khách hàng mới được CTCK thực hiện tái lưu ký tại TTLK.	Thông báo

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	KH làm thủ tục lưu ký	NVLK KH NVLK	Tiếp nhận Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần và CMND của khách hàng và tiến hành kiểm tra thông tin. + Nếu sai thông tin giữa Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần với TKGDCK của khách hàng thì hướng dẫn khách hàng thay đổi thông tin tại tổ chức phát hành(trường hợp thông tin trên Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần sai) hoặc thay đổi thông tin tại CTCK (trường hợp thông tin trên TKGDCK sai) cho đúng rồi mới tiến hành lưu ký cho khách hàng. +Nếu khớp đúng các thông tin giữa Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần với Tài khoản giao dịch chứng khoán của khách hàng thì tiếp nhận yêu cầu lưu ký của khách hàng và tiến hành lập Phiếu gửi chứng khoán (3 liên theo mẫu của TTLK). - Ký Phiếu gửi chứng khoán - Đưa khách hàng ký Phiếu gửi và trả lại cho KH một bản.	Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán
2	Lập Danh sách người sở hữu đề nghị Lưu ký chứng khoán	NV lưu ký	- Nhập giao dịch Gửi lưu ký chứng khoán của khách hàng vào phần mềm CTCK và công giao tiếp điện tử của TTLK. - Lập Danh sách người sở hữu chứng khoán (3 liên)	- Danh sách người sở hữu chứng khoán(3 liên)

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
3	Ký duyệt và lưu chứng từ	NV lưu ký, lãnh đạo phòng.	- Trình trưởng (phó) phòng ký duyệt Danh sách người sở hữu chứng khoán. Duyệt bút toán Gửi lưu ký chứng khoán của khách hàng trên phần mềm CTCK và công giao tiếp điện tử của TTLK. - Trình lãnh đạo CTCK ký duyệt Danh sách người sở hữu chứng khoán. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ và chuyển hồ sơ tái lưu ký cho TTLK, bao gồm: + Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần + Phiếu gửi chứng khoán (Mẫu -2 liên) + Danh sách người sở hữu đề nghị lưu ký chứng khoán (Mẫu - 2 liên) + Bản cam kết của người sở hữu chứng khoán (Mẫu), Bản phô tô CMND (trong trường hợp cần điều chỉnh thông tin ngày cấp CMND đối với TTLK). + Văn bản ủy quyền thực hiện lưu ký chứng khoán của khách hàng(nếu có) - Nhận lại Biên bản giao nhận chứng từ đã có xác nhận của TTLK và lưu chứng từ.	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
4	Hoàn tất lưu ký. Nhận 01 liên có xác nhận từ TTLK	NV lưu ký Trưởng (Phó) phòng	- Nhận bản Xác nhận gửi lưu ký chứng khoán của TTLK. - Nhập bút toán hoàn tất lưu ký vào TKGDCK của khách hàng trên phần mềm theo đúng ngày hiệu lực xác nhận của TTLK. - Trình Trưởng (phó) phòng phụ trách duyệt bút toán hạch toán trên phần mềm.	
	Lưu chứng từ	NV lưu ký	- Lưu trữ toàn bộ hồ sơ phát sinh theo ngày liên quan đến nghiệp vụ ký gửi chứng khoán. In báo cáo phát sinh gửi lưu ký chứng khoán kèm với chứng từ gốc.	Liệt kê chứng từ

X.Lưu ký chứng chỉ chứng khoán chưa niêm yết tại Công ty

1	Ký HĐLKCK chưa niêm yết với khách hàng.	Phòng nghiệp vụ, NVLK	- Khách hàng có nhu cầu lưu ký CK chưa niêm yết tại CTCK - Soạn HĐLKCK chưa niêm yết với khách hàng; - Đưa khách hàng ký HĐLKCK và trình lãnh đạo CTCK ký.	-HDLKCK
2	KH làm thủ tục lưu ký	NVLK KH NVLK	- Hướng dẫn khách hàng điền vào 02 bản Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán (Mẫu) - KH xuất trình CMND, Chứng chỉ chứng khoán. - NVLK kiểm tra CMND với chứng chỉ chứng khoán của khách hàng, Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán KH đã ký ghi rõ họ tên. - Ký Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán và chuyển trưởng (phó) phòng ký duyệt. - Trả lại cho KH một bản, NVLK lưu 01 bản.	-Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán - Giấy chứng nhận sở hữu chứng khoán



**THƯ VIỆN
HUBT**

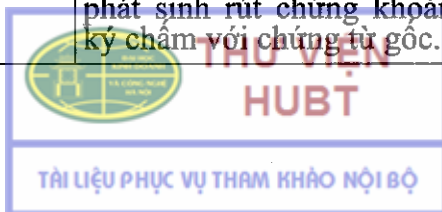
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
3	Làm thủ tục lưu ký cho KH	NVLK	- Khai báo mã chứng khoán OTC mới - Nhập dữ liệu lưu ký vào phần mềm theo dõi CK OTC. - Chuyển thủ kho Lưu Chứng chỉ chứng khoán của khách hàng vào kho lưu ký của CTCK. - Trình Trưởng (Phó) phòng duyệt bút toán hạch toán. - Cuối ngày, in Báo cáo xuất nhập kho chứng khoán chấm với chứng từ gốc, trình lãnh đạo phòng duyệt. - Lưu chứng từ - Cuối tháng kiểm kê và lập Báo cáo chứng khoán lưu kho tháng trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt. - Chuyển Báo cáo chứng khoán lưu kho hàng tháng cho phòng kế toán theo dõi. - Theo dõi thu phí lưu ký chứng khoán của khách hàng theo HĐ đã ký kết.	- Báo cáo xuất nhập kho chứng khoán.

XI. Rút, hủy rút chứng khoán lưu ký theo yêu cầu của khách hàng

1	Khách hàng làm thủ tục rút chứng khoán	NVLK	- Lưu ý khách hàng chỉ được yêu cầu rút chứng khoán trong phạm vi số lượng chứng khoán sở hữu trên các tài khoản lưu ký trừ số lượng chứng khoán đang bị tạm giữ, cầm cố - Kiểm tra CMND và in Giấy đề nghị rút chứng khoán của khách hàng (2 liên – theo mẫu), hướng dẫn khách hàng hoàn thiện ghi đầy đủ thông tin, ký và ghi rõ họ tên.	- Giấy đề nghị rút chứng khoán

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	Làm thủ tục rút chứng khoán, chuyển hồ sơ lên TTLK	NVLK	- Lập Danh sách người sở hữu đề nghị rút chứng khoán (2 liên – theo mẫu) - Hạch toán giao dịch rút chứng khoán của khách hàng trên hệ thống phần mềm CTCK và công giao tiếp điện tử với TTLK. - Trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán hạch toán trên phần mềm CTCK và công giao tiếp điện tử với TTLK. - Trình lãnh đạo phòng và lãnh đạo CTCK ký duyệt Danh sách người sở hữu đề nghị rút chứng khoán. - Lập Biên bản giao nhận chứng từ và chuyển chứng cho TTLK. - Nhận lại 1 bản Biên bản bàn giao có xác nhận của TTLK.	- DS người sở hữu đề nghị rút chứng khoán.
3	Hoàn tất rút chứng khoán lưu ký	NVLK Lãnh đạo phòng	Nhận Bản Xác nhận rút chứng khoán lưu ký và văn bản xác nhận thông tin người sở hữu rút chứng khoán lưu ký của TTLK. - Thực hiện hạch toán bút toán hoàn tất rút chứng khoán lưu ký trên tài khoản của người đầu tư căn cứ vào ngày hiệu lực trên Xác nhận rút chứng khoán lưu ký của TTLK. - Trình lãnh đạo phòng duyệt bút toán. - Thông báo và Chuyển văn bản Xác nhận thông tin người sở hữu rút chứng khoán lưu ký của TTLK cho khách hàng. - Hướng dẫn và hỗ trợ khách hàng nhận lại Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần tại TCPH. - Lưu trữ toàn bộ hồ sơ phát sinh theo ngày liên quan đến nghiệp vụ rút chứng khoán. In báo cáo phát sinh rút chứng khoán lưu ký kèm với chứng từ gốc.	- Báo cáo xuất nhập kho chứng khoán.



TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
4	Hủy rút chứng khoán	NVLK Lãnh đạo phòng	Trong thời gian TTLK xử lý hồ sơ rút chứng khoán chưa có hiệu lực, nếu khách hàng có nhu cầu hủy yêu cầu rút chứng khoán, NVLK hướng dẫn khách hàng hoàn thiện Yêu cầu hủy rút chứng khoán (2 liên – theo mẫu). Sau đó CTCK chuyển hồ sơ hủy rút lên TTLK bao gồm: - Yêu cầu hủy rút chứng khoán của khách hàng/Thành viên (02 liên -Mẫu); - Danh sách người sở hữu chứng khoán đề nghị hủy rút chứng khoán (02 liên – mẫu) Khi nhận được văn bản thông báo của TTLK cho CTCK về việc hủy rút chứng khoán của người sở hữu chứng khoán, NVLK thực hiện bút toán hủy rút trên phần mềm CTCK theo ngày xác nhận của TTLK và trình lãnh đạo phòng phê duyệt. Lưu trữ chứng từ.	
XII. Xuất chứng chỉ chứng khoán chưa niêm yết tại công ty				
1	KH làm thủ tục rút chứng chỉ chứng khoán	KH NVLK	- Xuất trình CMND, phiếu nhập kho chứng chỉ chứng khoán (01 liên khách hàng giữ trước đây) và đề nghị NVLK rút chứng chỉ chứng khoán đã lưu ký - Kiểm tra bút toán nhập chứng chỉ chứng khoán lưu ký trước đó, đối chiếu với CMND và phiếu nhập kho chứng chỉ chứng khoán của KH.	

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
2	NVLK thực hiện xuất chứng chỉ cho Khách hàng	NVLK	- Nhập dữ liệu rút CK ở phần mềm theo dõi CK OTC. - In chứng từ xuất kho chứng chỉ chứng khoán (Phiếu xuất kho chứng chỉ chứng khoán, Bảng kê rút chứng chỉ chứng khoán) - Trình Trưởng (Phó) phòng duyệt bút toán và Phiếu xuất kho chứng chỉ chứng khoán. - Chuyển chứng từ cho Thủ kho để thực hiện trả chứng chỉ chứng khoán cho khách hàng. - Đề nghị khách hàng ký nhận trên Phiếu xuất kho và chuyển cho khách hàng 01 liên chứng từ - Cuối ngày, in Báo cáo xuất nhập kho chứng khoán trong ngày chấm với chứng từ gốc - Lưu chứng từ.	- Phiếu xuất kho chứng chỉ chứng khoán - Bảng kê rút chứng chỉ chứng khoán - Liệt kê chứng từ

XIII. Làm thủ tục lưu ký chứng khoán cho khách hàng – là cổ đông của các DN tham gia ĐKGD hoặc niêm yết

1	Nhận <i>Tờ trình</i> bàn giao từ Phòng Tư vấn	NVLK	- Nhận tờ trình từ Phòng Tư vấn về việc bàn giao các thông tin về doanh nghiệp chuẩn bị tham gia ĐKGD hoặc niêm yết (DN). - Liên hệ với Tổ chức phát hành để giới thiệu qua các thủ tục cần thiết về lưu ký chứng khoán cho khách hàng.	-Tờ trình
2	Cung cấp tài liệu	NVLK	- Cung cấp cho khách hàng các mẫu biểu theo quy chuẩn của TTLK. - Hướng dẫn khách hàng lập các mẫu biểu trên. - Kiểm tra lại các mẫu biểu DN lập (Bản in có chữ ký của người đại diện DN và con dấu và bản file)	- Mẫu TTLK



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

TT	Công việc	NTH	Thao tác cụ thể	Chứng từ
3	Mở tài khoản chứng khoán	NVMG	- Cung cấp mẫu Hợp đồng giao dịch chứng khoán và Giấy yêu cầu mở tài khoản cho DN. - Yêu cầu DN thông báo cho các cổ đông về việc tham gia mở tài khoản giao dịch chứng khoán để làm thủ tục lưu ký chứng khoán. Lưu ý DN về việc tại mỗi CTCK, mỗi cá nhân, tổ chức chỉ được mở 01 tài khoản giao dịch chứng khoán. - Hướng dẫn DN phát Hợp đồng, Giấy yêu cầu mở tài khoản và Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán cho các cổ đông. Yêu cầu các cổ đông phô tô CMND.	-Hợp đồng giao dịch chứng khoán. -Giấy yêu cầu mở tài khoản. -Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán -CMND phô tô.
4	Làm thủ tục lưu ký chứng khoán	NVLK	- Thu lại của mỗi khách hàng 01 bộ tài liệu bao gồm: Hợp đồng, Giấy yêu cầu mở tài khoản, Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán, CMND phô tô và Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần. - Tiến hành kiểm tra đối chiếu thông tin giữa các loại giấy tờ trên. - Mở tài khoản giao dịch chứng khoán cho khách hàng. - Lập hồ sơ lưu ký cho khách hàng và chuyển hồ sơ lên TTLK (tương tự mục IX).	-Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần.
5	Thông báo cho khách hàng	NVLK, NVMG	- Trả lại Khách hàng 01 bản Hợp đồng và Phiếu gửi chứng chỉ chứng khoán. - Cung cấp thẻ giao dịch chứng khoán cho khách hàng.	-Thẻ giao dịch (nếu có)

TÓM TẮT CHƯƠNG 7

- Việc quản lý thông tin sở hữu chứng khoán tại các thị trường được thực hiện theo hai hình thức phổ biến là quản lý trực tiếp và quản lý tập trung hay còn gọi là quản lý gián tiếp.

- Hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung được thực hiện dựa trên nguyên tắc trung gian, nguyên tắc tập trung hóa, quản lý an toàn và tách biệt chứng khoán của khách hàng và nguyên tắc ủy quyền đứng tên.

- Hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán bao gồm hai hoạt động chính đảm nhận các chức năng cơ bản của hệ thống, đó là hoạt động bù trừ và hoạt động thanh toán chứng khoán. Hoạt động bù trừ được hiểu là quá trình tính toán nhằm xác định số lượng tiền và chứng khoán ròng mà các bên tham gia vào giao dịch một loại chứng khoán trong một phiên giao dịch phải có nghĩa vụ thanh toán. Hoạt động thanh toán được hiểu là quá trình hoàn tất một giao dịch chứng khoán, trong đó tiền và chứng khoán theo kết quả bù trừ sẽ được giao và được hạch toán tăng, giảm trên các tài khoản tương ứng

- Phương thức thanh toán được áp dụng ở các nước là thanh toán bù trừ đa phương, song phương và thanh toán trực tiếp. Hiện nay, ở Việt Nam giao dịch chứng khoán được thanh toán theo kết quả bù trừ đa phương (áp dụng cho cả 2 Sở giao dịch chứng khoán) và thanh toán trực tiếp (áp dụng ở Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội đối với giao dịch lô lớn).

- Lưu ký chứng khoán được hiểu là lưu giữ và bảo quản chứng khoán của khách hàng và giúp khách hàng thực hiện các quyền liên



quan đến chứng khoán. Các quyền liên quan đến chứng khoán bao gồm: quyền nhận cổ tức, quyền thưởng cổ phiếu, quyền mua cổ phiếu v.v.

- Các nhân viên lưu ký chứng khoán của các CTCK sẽ thực hiện các tác nghiệp liên quan đến hoạt động này như thực hiện thủ tục liên quan đến mua bán chứng khoán lô lẻ; khách hàng mở, đóng chuyển khoản chứng khoán; chứng khoán biếu, tặng, thừa kế; trả cổ tức bằng tiền, bằng cổ phiếu, chia cổ phiếu thưởng, thanh toán lãi gốc trái phiếu, hoán đổi cổ phiếu, quyền bỏ phiếu; phát hành thêm cổ phiếu; quyền chuyển đổi trái phiếu; phong tỏa, giải tỏa chứng khoán cầm cố; tái lưu ký chứng khoán tại Trung tâm lưu ký chứng khoán; rút, hủy chứng khoán lưu ký.

MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán	Securities depository, clearing and settlement
Hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung	System of centralized securities depository
Trung tâm lưu ký chứng khoán	Central Securities Depository (Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam: Vietnam Securities Depository)
Thanh toán bù trừ song phương	Bilateral clearing & settlement
Thanh toán bù trừ đa phương	Multilateral clearing & settlement
Thanh toán trực tiếp	Direct settlement
Tổ chức phát hành	Issuer
Thành viên lưu ký	Depository member
Thực hiện quyền	Corporate actions
Công ty đại chúng chưa niêm yết	Unlisted public company
Đại lý chuyển nhượng	Transfer Agency
Ngân hàng lưu ký	Custodian bank
Tài khoản tự doanh/môi giới	Proprietary/brokerage account
Sổ/Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần	Passbook
Phương thức thanh toán tức thời theo từng giao dịch	Real time gross settlement (RTGS)
Ngân hàng thanh toán	Settlement Bank
Đối tác thanh toán trung tâm	Central Counter Party
Thanh toán cuốn chiếu	Rolling settlement



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Thành viên mở tài khoản trực tiếp	Direct account holding member
Quỹ hỗ trợ thanh toán	Settlement Compensation Fund
Gửi chứng khoán	Securities lodging
Rút chứng khoán	Securities withdrawal
Phong tỏa tài khoản	Block account
Cầm cố và giải tỏa chứng khoán	Pledge and release securities
Danh sách người sở hữu chứng khoán	List of securities holders
Hợp đồng lưu ký chứng khoán	Agreement of securities depository

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 7

1. Cho biết vai trò của hệ thống thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán?

2. Anh (chị) hãy nêu nội dung các nguyên tắc tổ chức hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung và thực trạng tổ chức hệ thống này tại Việt Nam?

3. So sánh sự khác biệt giữa các phương thức thanh toán?

4. Các chủ thể tham gia vào hệ thống thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán?

5. Cho biết các tác nghiệp của nhân viên lưu ký chứng khoán ?

CHƯƠNG 8

QUẢN LÝ RỦI RO TRONG KINH DOANH CHỨNG KHOÁN

Trên thực tế rủi ro luôn tồn tại và gắn liền với hoạt động kinh doanh của các chủ thể trên thị trường chứng khoán. Chấp nhận rủi ro là tất yếu trong hoạt động kinh doanh của các chủ thể tham gia thị trường. Các chủ thể có thể tồn tại và hoạt động tốt nếu mức rủi ro gánh chịu là hợp lý và kiểm soát được đồng thời nằm trong phạm vi khả năng các nguồn lực tài chính của các chủ thể đó. Trong chương này sẽ giới thiệu những vấn đề cơ bản về rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán; về quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán bao gồm cả vai trò, quy trình và các công cụ quản lý rủi ro cũng như hệ thống các công cụ giám sát quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán: quy chế quản lý rủi ro, an toàn vốn và CAMELS.

8.1. Những vấn đề cơ bản về rủi ro trong kinh doanh chứng khoán

8.1.1. Khái niệm

Thực tế hàng ngày doanh nghiệp phải đối mặt với nhiều sự kiện xảy ra bất ngờ, những hiểm nguy bất trắc ngoài mong đợi. Theo nhiều nhà nghiên cứu, những bất trắc, nguy hiểm đó được gọi là rủi ro. Đây là một khái niệm có không ít cách hiểu khác nhau:

Theo Allan Willet, rủi ro là những bất trắc ngoài ý muốn xảy ra trong quá trình kinh doanh, sản xuất của doanh nghiệp, tác động xấu đến sự tồn tại và phát triển của một doanh nghiệp.⁹

⁹ Allan Willet, *The Economic Theory of Risk and Insurance*, University of Pennsylvania Press, USA, tr.6

Theo tổ chức tiêu chuẩn hóa thế giới (ISO), rủi ro là sự kết hợp giữa xác suất xảy ra một sự kiện và những hậu quả tiêu cực hoặc tích cực của sự kiện đó.

Theo Từ điển Bách khoa Việt Nam, rủi ro là hậu quả gây thiệt hại ít nhiều có thể dự đoán được của một hành vi mà việc thực hiện không chỉ phụ thuộc vào ý chí của các bên đương sự.¹⁰

Từ những quan điểm về rủi ro nêu trên có thể khẳng định rủi ro có thể mang lại may mắn, hiệu quả, thuận lợi (kết quả tốt, còn gọi là rủi ro ngược) nhưng cũng có thể mang lại tai họa, thiệt hại, khó khăn (kết quả xấu, còn gọi là rủi ro xuôi) cho doanh nghiệp. Nếu tích cực nghiên cứu rủi ro, người ta có thể tìm ra những biện pháp đo lường, hạn chế những rủi ro tiêu cực, đón nhận những cơ hội mang lại kết quả tốt đẹp cho tương lai.

Đối với hoạt động kinh doanh của CTCK, rủi ro được hiểu là những biến cố không mong đợi mà khi xảy ra sẽ dẫn đến tổn thất về tài sản của CTCK, giảm sút lợi nhuận thực tế so với dự kiến hoặc phải bỏ ra thêm một khoản chi phí để có thể hoàn thành một nghiệp vụ tài chính nhất định.

Trên thực tế rủi ro luôn tồn tại và gắn liền với hoạt động kinh doanh của CTCK. Chấp nhận rủi ro là tất yếu trong hoạt động kinh doanh của công ty. Điều này xuất phát từ đặc điểm cơ sở khách hàng, mối quan hệ cung cầu về dịch vụ chứng khoán và môi trường kinh doanh. CTCK luôn phải xây dựng chiến lược và cung ứng sản phẩm phù hợp với từng khách hàng khác nhau. Song phần lớn các sản phẩm của CTCK mang tính tương đồng và dễ bắt chước như môi giới, bảo lãnh phát hành, tư vấn. Bên cạnh đó, môi trường kinh doanh của CTCK có tính nhạy cảm cao. Mọi sự biến động về yếu tố vĩ mô và

10 NXB Từ điển Bách Khoa, *Từ điển Bách Khoa Việt Nam*, tập 3, Hà Nội, tr.694



yếu tố tâm lý của nhà đầu tư đều có thể ảnh hưởng đến biến động giá chứng khoán nói chung và ảnh hưởng đến giá và kết quả hoạt động kinh doanh của công ty chứng khoán nói riêng. Những vấn đề trên tạo nên nhiều rủi ro kinh doanh tiềm ẩn mà các CTCK luôn muốn tìm mọi cách để có thể kiểm soát. Công ty sẽ hoạt động tốt nếu mức rủi ro gánh chịu là hợp lý và kiểm soát được đồng thời nằm trong phạm vi khả năng các nguồn lực tài chính của CTCK.

Ngoài ra, luôn có sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Sự sôi động của TTCK có thể mang lại cho CTCK khoản thu lớn từ phí môi giới cũng như chênh lệch giá chứng khoán cao... Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường suy giảm kéo dài, doanh thu môi giới giảm cũng như thua lỗ từ hoạt động tự doanh có thể làm cho CTCK thua lỗ lớn. Công ty chứng khoán luôn phải đứng trước bài toán ma trận rủi ro - lợi nhuận. Một quyết định kinh doanh tốt khi công ty cân bằng được mức rủi ro có thể chấp nhận với việc đạt được các cơ hội kinh doanh tốt. Sẽ không hiệu quả nếu công ty sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao chỉ đổi lại có được các cơ hội kinh doanh mang lại hiệu quả thấp. Tuy nhiên, cũng rất hiếm khi công ty có được cơ hội kinh doanh tốt với một mức rủi ro thấp. Do đó, quản lý rủi ro trong hoạt động của tổ chức kinh doanh chứng khoán có hiệu quả sẽ giúp chống đỡ được rủi ro luật pháp, rủi ro tác nghiệp, rủi ro thanh khoản, rủi ro tín dụng và rủi ro thị trường, qua đó bảo toàn, duy trì và phát triển giá trị tài sản, nâng cao hiệu quả kinh doanh của tổ chức kinh doanh chứng khoán. Bên cạnh đó, việc quản lý rủi ro tốt sẽ giúp công ty giữ được uy tín trên thị trường.

8.1.2. Các loại rủi ro trong kinh doanh chứng khoán

Căn cứ vào nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán

Tổ chức kinh doanh chứng khoán là tổ chức thực hiện một hoặc một số loại hình kinh doanh chứng khoán như môi giới chứng khoán,

tự doanh, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán và tư vấn tài chính. Khi thực hiện các hoạt động nghiệp vụ này, tổ chức kinh doanh chứng khoán có thể gặp phải rủi ro. Từ đó, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.

Rủi ro trong hoạt động môi giới chứng khoán: là những rủi ro mà công ty chứng khoán hay gặp phải khi thực hiện nghiệp vụ môi giới chứng khoán như rủi ro do không kiểm tra số dư, tỷ lệ ký quỹ, kết quả là khách hàng của mình hoặc nhà môi giới khác có thể không thực hiện nghĩa vụ thanh toán đúng thời hạn. Bên cạnh đó, công ty chứng khoán có thể gặp phải rủi ro trong quá trình ký kết với khách hàng các nội dung không thuộc khả năng và quyền hạn của công ty, cũng như rủi ro do nhân viên nghiệp vụ ghi sai nội dung và yêu cầu của khách hàng trong quá trình ký kết hợp đồng và thực hiện giao dịch như rủi ro do nhập lệnh sai, lệnh mua thành lệnh bán và ngược lại hoặc sai số tài khoản, mã chứng khoán và số lượng chứng khoán mua bán, rủi ro do áp dụng sai biểu phí cho khách hàng.

Rủi ro trong hoạt động tự doanh: Hoạt động tự doanh của tổ chức kinh doanh chứng khoán có thể được thực hiện trên thị trường giao dịch tập trung hoặc trên thị trường OTC. Hoạt động này mang lại khả năng sinh lời cao cho tổ chức kinh doanh chứng khoán nhưng khả năng gặp phải rủi ro do mất giá chứng khoán cũng rất lớn. Hoạt động tự doanh có thể mang lại cho tổ chức kinh doanh chứng khoán rủi ro như sau:

- Đầu tư vượt quá hạn mức thẩm quyền đầu tư mua bán chứng khoán cho chính công ty.

- Nhân viên hoặc người không đủ thẩm quyền tiến hành hoặc tham gia tiến hành vào xúc tiến các thủ tục mua bán chứng khoán cho công ty bằng nguồn vốn của công ty.



- Xung đột quyền lợi với khách hàng, ưu tiên thực hiện lệnh tự doanh của công ty trước lệnh của khách hàng.

- Thực hiện giao dịch chứng khoán vượt quá hạn mức mua bán chứng khoán mà luật pháp đã quy định.

- Lỗi sau giao dịch chuyển sang tài khoản tự doanh của công ty.

Rủi ro trong hoạt động bảo lãnh phát hành: Với đội ngũ chuyên gia giỏi về chứng khoán, am hiểu thị trường, có tiềm lực tài chính, các tổ chức kinh doanh chứng khoán hoạt động rất mạnh mẽ về nghiệp vụ bảo lãnh phát hành. Đây là hoạt động hỗ trợ cho tổ chức phát hành trong việc phân phối chứng khoán thông qua tư vấn phát hành và thỏa thuận mua chứng khoán để bán lại.

Bản chất của hoạt động bảo lãnh phát hành là hoạt động theo đó, tổ chức bảo lãnh phát hành là trung gian kết nối giữa nhà phát hành và nhà đầu tư. Qua hoạt động bảo lãnh phát hành, các tổ chức kinh doanh chứng khoán thu về phí bảo lãnh phát hành. Ứng với mỗi hình thức bảo lãnh phát hành khác nhau mức độ rủi ro có thể mang lại cho tổ chức bảo lãnh phát hành là khác nhau. Hình thức bảo lãnh mang lại rủi ro lớn nhất cho tổ chức bảo lãnh là hình thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn. Tổ chức bảo lãnh sẽ gặp rủi ro lớn khi số lượng chứng khoán nhận bảo lãnh không phân phối hết, khi đó tổ chức bảo lãnh vẫn phải thanh toán đủ giá trị chứng khoán nhận bảo lãnh. Như vậy, tổ chức bảo lãnh phải mua lại số chứng khoán đó với giá cao hơn giá thị trường của chứng khoán (rủi ro về giá).

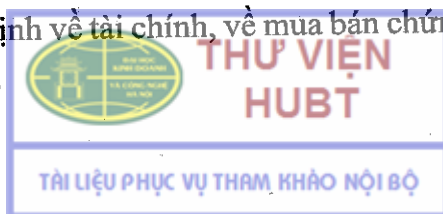
Có nhiều nguyên nhân dẫn đến rủi ro về bảo lãnh phát hành này. Thứ nhất, các nguyên nhân từ ngoại cảnh như thị trường chứng khoán đi xuống, khuynh hướng đầu tư thay đổi... Thứ hai, do công tác phân tích và định giá cổ phiếu chưa chuẩn dẫn đến mức giá phát hành (giá nhận bảo lãnh) cao hơn so với giá trị thực của cổ phiếu. Do vậy, để

giảm bớt rủi ro bảo lãnh phát hành, đặc biệt là đối với đợt phát hành có quy mô lớn, các tổ chức bảo lãnh phát hành thường không đứng ra nhận bảo lãnh một mình mà thường thành lập tổ hợp bảo lãnh phát hành như là một hình thức phân tán rủi ro.

Bên cạnh rủi ro về giá, tổ chức bảo lãnh phát hành có thể gặp phải rủi ro về pháp lý. Rủi ro về pháp lý là rủi ro mà tổ chức bảo lãnh phát hành bị thiệt hại về mặt tài chính trực tiếp hoặc gián tiếp gây ra bởi các tranh chấp và kiện tụng với các đối tác trong quá trình giao dịch. Rủi ro về pháp lý có thể gây ra bởi khâu soạn thảo hợp đồng không chặt chẽ hoặc do tiến hành các giao dịch không tuân thủ pháp luật.

Rủi ro trong hoạt động quản lý danh mục đầu tư: Hoạt động quản lý danh mục đầu tư là hoạt động quản lý vốn của khách hàng thông qua việc mua bán và nắm giữ chứng khoán vì quyền lợi của khách hàng. Công ty quản lý quỹ (hoặc CTCK theo quy định của từng nước) được hưởng phí quản lý danh mục đầu tư và có quyết định việc lập danh mục đầu tư cho khách hàng trong khuôn khổ và hạn chế đã thoả thuận. Rủi ro, lợi nhuận cũng như thua lỗ của danh mục đều do khách hàng được hưởng hoặc gánh chịu trong phạm vi đã thoả thuận với công ty quản lý quỹ (hoặc CTCK). Tuy nhiên, nếu kết quả đó không đúng như khách hàng mong đợi có thể dẫn đến kết quả là mất đi uy tín của công ty với khách hàng.

Rủi ro trong hoạt động tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán: Nghiệp vụ tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán của CTCK là nghiệp vụ tư vấn các vấn đề liên quan đến tài chính của doanh nghiệp, của Chính phủ hay liên quan đến giá trị chứng khoán. Đối tượng khách hàng tư vấn chủ yếu của tổ chức kinh doanh chứng khoán là các doanh nghiệp và các nhà đầu tư chứng khoán. Do có ảnh hưởng đến những quyết định về tài chính, về mua bán chứng khoán của đông



đạo các chủ thể phát hành, nhà đầu tư và vì vậy hoạt động này có tác động rất lớn đến sự phát triển của thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế.

Rủi ro phát sinh trong hoạt động này xuất phát từ việc tư vấn sai ảnh hưởng đến uy tín của tổ chức kinh doanh chứng khoán hoặc việc ký kết hợp đồng tư vấn không đúng với nội dung quyền hạn của công ty hoặc không đúng với yêu cầu, gây ra hậu quả bất lợi cho công ty. Một số nguyên nhân gây ra rủi ro này như sau:

- Tổ chức kinh doanh chứng khoán thu thập thông tin của khách hàng không đầy đủ khiến việc tư vấn đầu tư không phù hợp với mục tiêu đầu tư và tình hình tài chính của khách hàng.

- Nhân viên tư vấn không thực hiện đúng chức năng và nhiệm vụ của mình, không dành ưu tiên cho lợi ích khách hàng và đối xử không công bằng giữa các khách hàng với nhau.

- Công bố thông tin của khách hàng cho bên thứ ba mà không được bên khách hàng yêu cầu.

Rủi ro trong hoạt động lưu ký chứng khoán: Lưu ký chứng khoán là hoạt động lưu giữ, bảo quản tài sản của khách hàng và giúp khách hàng thực hiện các quyền có liên quan đến chứng khoán. Rủi ro phát sinh trong hoạt động lưu ký có thể kể đến là khả năng phát hiện tính giả mạo của chứng khoán lưu ký kém, dẫn đến ghi nhận chứng khoán khách hàng sở hữu không thật hoặc rủi ro trong quá trình xử lý hồ sơ lưu ký chậm, ảnh hưởng đến quyết định bán chứng khoán của khách hàng. Bên cạnh đó, quá trình ghi nhận tăng giảm chứng khoán của khách hàng không đúng với thực tế, cũng như việc lập danh sách thực hiện quyền của khách hàng không chuẩn xác ảnh hưởng đến quyền lợi của khách hàng và uy tín của tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Căn cứ vào nguyên nhân gây ra rủi ro

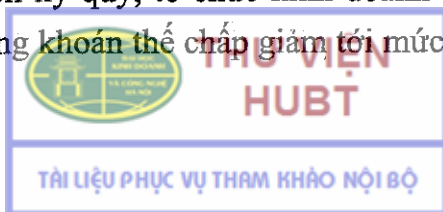
Rủi ro thị trường: là một trong các loại rủi ro cơ bản mà các công ty chứng khoán gặp phải trong quá trình kinh doanh. Rủi ro thị trường được hiểu là rủi ro xảy ra do sự thay đổi của các yếu tố thị trường như lãi suất, tỷ giá hối đoái, giá chứng khoán và giá cả hàng hoá làm ảnh hưởng tới giá trị tài sản của công ty. Trong đó yếu tố thay đổi giá cả chứng khoán sẽ ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả danh mục tự doanh và hoạt động quản lý danh mục đầu tư của tổ chức kinh doanh chứng khoán và ảnh hưởng gián tiếp đến hoạt động bảo lãnh phát hành và hoạt động tư vấn phát hành, tư vấn niêm yết.

Rủi ro thị trường luôn tồn tại khách quan song hành cùng với hoạt động kinh doanh ngân hàng, của công ty chứng khoán. Nguyên nhân dẫn tới các loại rủi ro thị trường bao gồm: Biến động kinh tế trong và ngoài nước; Thay đổi Chính sách kinh tế vĩ mô của Đảng và Nhà nước; Thay đổi Chính sách tiền tệ, Chính sách tài chính quốc gia; công ty duy trì cơ cấu danh mục tài sản không hợp lý... Vì vậy, quản lý rủi ro thị trường hiệu quả luôn là một yêu cầu đặt ra đối với bất kỳ một tổ chức kinh doanh chứng khoán nào.

Rủi ro tín dụng: là rủi ro liên quan đến khả năng không thực hiện đúng các nghĩa vụ như đã cam kết trong hợp đồng tín dụng. Rủi ro này thường phát sinh trong hoạt động môi giới chứng khoán, hoạt động tự doanh và các các nghiệp vụ phụ trợ của tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Tổ chức kinh doanh chứng khoán đối mặt với rủi ro tín dụng khi khách hàng không thực hiện thanh toán tiền mua bán chứng khoán đúng thời hạn hoặc công ty thực hiện hợp đồng mua bán cổ phiếu trên thị trường OTC nhưng khách hàng không có khả năng thanh toán.

Trong giao dịch ký quỹ, tổ chức kinh doanh chứng khoán gặp phải rủi ro khi chứng khoán thế chấp giảm tới mức giá trị của chúng



thấp hơn giá trị khoản vay ký quỹ. Vì thế, khi cấp khoản vay ký quỹ tổ chức kinh doanh chứng khoán phải có nguyên tắc riêng về đảm bảo thu hồi vốn và tránh tập trung quá mức vào cho vay một khách hàng hay một loại chứng khoán.

Rủi ro công nghệ: Đổi mới công nghệ là chủ đề được các tổ chức kinh doanh chứng khoán quan tâm hơn bao giờ hết trong những năm gần đây. Mục tiêu phát triển công nghệ là nhằm giảm chi phí bình quân trên một đơn vị sản phẩm: 1/ nhờ mở rộng quy mô hoạt động ngân hàng; 2/ nhờ tăng cường khai thác tiềm năng công nghệ. Hiệu quả khai thác tiềm năng công nghệ bao hàm khả năng cung cấp nhiều các dịch vụ tiện ích cho khách hàng.

Rủi ro trong công nghệ phát sinh những khoản đầu tư cho phát triển công nghệ không tạo ra được khoản tiết kiệm trong chi phí như đã dự tính mở rộng quy mô hoạt động. Ví dụ, dung lượng đầu tư quá lớn dẫn đến công nghệ không sử dụng đến và hậu quả là tổ chức bộ máy trở nên quan liêu kém hiệu quả; hoặc quy mô hoạt động không được mở rộng, mặc dù đã đầu tư công nghệ mới. Rủi ro về công nghệ có thể gây nên hậu quả là khả năng cạnh tranh của công ty chứng khoán giảm xuống đáng kể và nguyên nhân tiềm ẩn của sự phá sản công ty chứng khoán trong tương lai. Ngược lại, lợi ích từ việc đầu tư công nghệ là tạo cho tổ chức kinh doanh chứng khoán một sức bật quan trọng trong cuộc cạnh tranh dữ dội trên thương trường và đồng thời cho phép công ty chứng khoán phát triển các sản phẩm mới, tiên tiến, hiện đại giúp cho tổ chức kinh doanh chứng khoán tồn tại và phát triển bền vững.

Trong giao dịch chứng khoán, công nghệ thông tin là yếu tố quan trọng. Tuy nhiên, quá trình mất điện có thể làm cho hệ thống này không hoạt động dẫn đến mất dữ liệu hoặc gián đoạn quá trình theo

đổi giao dịch của khách hàng. Bên cạnh đó, hệ thống công nghệ có thể bị kẻ xấu tấn công, phá hoại. Vì vậy, tổ chức kinh doanh chứng khoán cần chuẩn bị hệ thống máy nổ dự phòng, hệ thống đường mạng thay thế và các giải pháp khác để khắc phục hệ thống.

Rủi ro trong hoạt động có mối liên hệ chặt chẽ với rủi ro công nghệ và có thể phát sinh bất cứ lúc nào nếu hệ thống công nghệ bị trục trặc. Ví dụ: khi hệ thống máy tính bị trục trặc dẫn đến việc ghi nhận số dư tài khoản khách hàng không chính xác, từ đó mất đi uy tín của tổ chức kinh doanh chứng khoán với khách hàng đồng nghĩa với mất khách hàng và ảnh hưởng đến lợi nhuận của tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Rủi ro hoạt động là những rủi ro phát sinh do yếu tố con người (cầu thả, gian lận...) hoặc do sự sơ hở trong các quy trình tác nghiệp, sự yếu kém trong hệ thống thông tin, hệ thống kiểm soát nội bộ; hoặc từ những thay đổi bất thường các yếu tố bên ngoài (cơ chế, chính sách của nhà nước, thiên tai, dịch hoạ) ảnh hưởng trực tiếp đến công ty. Những nguyên nhân cơ bản của rủi ro hoạt động bao gồm:

Nguyên nhân khách quan: Những thay đổi bất thường trong cơ chế, chính sách của nhà nước, của Ủy ban chứng khoán Nhà Nước, Bộ tài chính; Những biến động bất lợi của thị trường, của môi trường bên ngoài như thiên tai, khủng bố...

Nguyên nhân thuộc về công ty chứng khoán: Do chính sách, quy chế, quy trình tác nghiệp không được ban hành đầy đủ, đồng bộ, kịp thời; Sự yếu kém trong hệ thống công nghệ thông tin; Sự cầu thả, gian lận... của con người trong thực hiện tác nghiệp. Như vậy, đạo đức của con người cũng là nguyên nhân gây ra rủi ro hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán; Sự giảm sút uy tín của tổ chức kinh doanh chứng khoán.



Rủi ro hệ thống là rủi ro từ phá sản của công ty này ảnh hưởng đến công ty khác do hiệu ứng domino, xuất phát từ khủng hoảng niềm tin của nhà đầu tư.

Rủi ro thanh khoản: là rủi ro trong đó chứng khoán không bán được hoặc bán được nhưng với giá không hợp lý từ đó gây ra lỗ cho hoạt động tự doanh của tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Rủi ro luật pháp là rủi ro do sự thay đổi trong hệ thống luật pháp hoặc soạn thảo hợp đồng không chặt chẽ từ đó ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty chứng khoán. Trong quá trình ký kết với khách hàng, nhân viên giao dịch có thể ký kết với các nội dung không thuộc khả năng, quyền hạn của công ty cũng như yêu cầu của khách hàng hoặc ký kết hợp đồng không chặt chẽ gây bất lợi cho công ty.

8.2. Quản lý rủi ro trong kinh doanh chứng khoán

8.2.1. Khái niệm

Khái niệm quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Enterprise Risk Management) được đề cập đầu tiên trong cuốn “Những vấn đề cơ bản về rủi ro và bảo hiểm”, trong đó Vaughan¹¹ cho rằng *QLRR doanh nghiệp là một quá trình xem xét đánh giá toàn diện các hoạt động của doanh nghiệp để nhận biết những nguy cơ tiềm ẩn có thể tác động xấu đến các mặt hoạt động của doanh nghiệp, trên cơ sở đó sẽ đưa ra các giải pháp ứng phó, phòng ngừa phù hợp tương ứng với từng nguy cơ.*

COSO¹² định nghĩa *quản lý rủi ro doanh nghiệp là một quy trình được thiết lập bởi hội đồng quản trị, ban quản lý và các cán bộ có liên quan khác, áp dụng trong quá trình xây dựng chiến lược doanh*

11 E.J.Vaughan & T.Vaughan, *Fundamentals of Risk and Insurance*, 10th edn, John Wiley & Sons, 2008

12 Hội đồng các tổ chức tài trợ Ủy ban Treadway

ngành thực hiện xác định những sự vụ có khả năng xảy ra gây ảnh hưởng đến doanh nghiệp, đồng thời quản lý rủi ro trong phạm vi cho phép nhằm đưa ra mức độ đảm bảo trong việc đạt được mục tiêu của doanh nghiệp.

Culp¹³ trong cuốn “Nghệ thuật quản lý rủi ro” đã khái niệm QLRR *không phải là một hoạt động mà là một quy trình (process)* được tổ chức một cách chính thức và được thực hiện liên tục để xác định (identify), kiểm soát (control) và báo cáo (report) các rủi ro có thể ảnh hưởng đến việc đạt được những mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp.

Các quan điểm về QLRR nêu trên đều cho thấy QLRR là một quy trình trong đó doanh nghiệp tiếp cận rủi ro một cách khoa học và có hệ thống nhằm nhận dạng, kiểm soát, phòng ngừa và giảm thiểu những tổn thất, mất mát, những ảnh hưởng bất lợi của rủi ro đồng thời biến rủi ro thành những cơ hội để thành công. Theo đó, QLRR được coi như là một bộ phận không thể tách rời với chiến lược doanh nghiệp hay nói cách khác chiến lược của doanh nghiệp sẽ được xem là không đầy đủ nếu thiếu vắng sự gắn kết với quản lý rủi ro.

Từ những phân tích trên, có thể khẳng định *quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK là việc tiếp cận để nhận dạng và kiểm soát các loại rủi ro có thể xảy ra trong hoạt động kinh doanh của công ty*. Từ đó đưa ra các biện pháp, các công cụ phòng ngừa rủi ro một cách hiệu quả nhằm giảm thiểu những tổn thất, ảnh hưởng của rủi ro đến tình hình hoạt động cũng như tài sản của công ty. Điều này cũng được làm rõ trong Quy chế quản lý rủi ro CTCK được ban hành bởi UBCKNN thông qua quyết định 105/QĐ-UBCK ngày 26 tháng 2 năm 2013.

13 Culp, C.L. (2002), *The Art of Management*, John Wiley and Sons, USA

8.2.2. Vai trò Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán

Mọi hoạt động kinh doanh của CTCK đều hướng tới mục tiêu tạo ra lợi thế cạnh tranh và đem lại giá trị tăng thêm cho công ty. Để có thể đạt được mục tiêu đó, CTCK thường xây dựng cho mình chiến lược kinh doanh cùng hàng loạt những chương trình, kế hoạch để thực thi những chiến lược đã được đề ra. Trong quá trình thực thi chiến lược thường sẽ có nhiều rủi ro xảy ra làm ảnh hưởng đến quá trình tiến tới mục tiêu của công ty. Hệ thống quản lý rủi ro được thiết lập nhằm san lấp những khiếm khuyết này thông qua một số vai trò cơ bản sau:

- Xây dựng khuôn khổ quản lý rủi ro (QLRR) nhằm giúp công ty thực hiện kế hoạch tương lai có tính nhất quán và có thể kiểm soát, từ đó giảm thiểu những sai sót trong hoạt động kinh doanh của CTCK. Việc nhận biết sớm, chính xác và đầy đủ các rủi ro có thể gặp phải trước khi thực hiện một hoạt động hay một hợp đồng sẽ giúp công ty chủ động trong việc hoạch định cũng như thực thi các kế hoạch kinh doanh một cách hệ thống và hiệu quả nhất. Bằng việc nghiên cứu đặc điểm, dấu hiệu cũng như những tác động của rủi ro, CTCK sẽ có những biện pháp phòng ngừa rủi ro từ lúc trước khi nó có thể xảy ra, chẳng hạn như trích lập các dự phòng tài chính nhằm đảm bảo hoạt động kinh doanh của CTCK sẽ không bị ảnh hưởng quá lớn trong trường hợp các rủi ro thật sự tác động đến CTCK. Nhờ đó CTCK tránh được các tác động lớn từ sự biến động của thị trường, đảm bảo an toàn cho công ty.

- Tăng cường năng lực trong việc ra quyết định kinh doanh, lập kế hoạch và sắp xếp thứ tự ưu tiên công việc. Kế hoạch kinh doanh trên thực tế là một công cụ không thể thiếu của các nhà quản lý, nó thường

được xây dựng dựa trên sự kết hợp với kế hoạch quản lý rủi ro nhằm đưa ra các quyết định kinh doanh hợp lý nhất. Sở dĩ như vậy vì thông qua QLRR nhà quản lý có thể hiểu biết thấu đáo và chặt chẽ về hoạt động kinh doanh, môi trường kinh doanh, cơ hội và thách thức của công ty; ngăn ngừa nhà quản lý không đi vào một dự án kinh doanh mà khả năng thất bại là quá rõ. Mặc dù rủi ro là điều không ai muốn, nhưng nếu nó xảy ra, nhà quản lý sẽ biết phải ưu tiên giải quyết trước bằng bất cứ giá nào.

- Bảo vệ, gia tăng giá trị tài sản, từ đó tối ưu hóa hiệu quả hoạt động cũng như hình ảnh công ty. Các CTCK hiện nay đang tìm kiếm các giải pháp cho vấn đề QLRR không chỉ ở khía cạnh giảm thiểu rủi ro và tuân thủ mà còn vận dụng QLRR để tạo ra các giá trị gia tăng cho công ty nhờ quản lý tốt các nguy cơ cũng như cơ hội mà các rủi ro có thể mang lại. Nếu không chấp nhận rủi ro, các công ty không thể tăng trưởng hoặc nâng cao hiệu quả trong hoạt động kinh doanh. Các công ty hàng đầu thực hiện các hoạt động QLRR làm đòn bẩy cải thiện hoạt động kinh doanh của công ty mình, từ đó làm gia tăng luồng tiền và giá cổ phiếu công ty, tăng uy tín, hình ảnh với khách hàng, nhân viên và nhà đầu tư.

- Nâng cao quy trình QLRR giúp cải thiện công tác quản trị công ty. Hệ thống QLRR vững chắc với phương thức báo cáo và trao đổi thông tin rõ ràng, giúp CTCK có thể thực hiện những yêu cầu về quản trị của các bên hữu quan chủ chốt và tuân thủ đầy đủ những quy định nội bộ và bên ngoài.

Giá trị của QLRR thường khó có thể lượng hóa thành những con số. Song các phương pháp định tính chỉ ra rằng QLRR có thể thúc đẩy hoạt động kinh doanh trở nên tốt hơn, nâng cao hiệu quả hoạt động và giúp công tác quản trị hiệu quả hơn. Thực tế cho thấy



các kết quả do một hệ thống QLRR tốt mang lại bao gồm sự tuân thủ, sự đảm bảo và cải thiện các quyết định kinh doanh. Các kết quả này sẽ giúp tạo ra nhiều lợi ích thông qua việc triển khai tốt các chiến lược kinh doanh của công ty.

8.2.3. Nguyên tắc quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán

Theo Quyết định 105 của UBCKNN, quy chế quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK cần được xây dựng dựa trên một số nguyên tắc cơ bản:

- Công ty chứng khoán phải thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro phù hợp với điều kiện hoạt động kinh doanh của công ty.

- Hệ thống quản trị rủi ro của công ty chứng khoán phải bao gồm một cơ cấu tổ chức hoàn chỉnh, một cơ chế vận hành thống nhất và một bộ quy trình quản trị rủi ro ít nhất xử lý năm loại rủi ro trọng yếu sau: rủi ro thị trường, rủi ro thanh toán, rủi ro thanh khoản, rủi ro hoạt động và rủi ro pháp lý. Ngoài ra, công ty chứng khoán phải quản lý trạng thái tập trung rủi ro gắn với các rủi ro trọng yếu. Hệ thống quản trị rủi ro của công ty chứng khoán phải đảm bảo các yếu tố sau:

- a) Sự giám sát của Ban kiểm soát, Kiểm toán nội bộ và hệ thống kiểm soát nội bộ;

- b) Chiến lược quản trị rủi ro rõ ràng, minh bạch thể hiện qua chính sách rủi ro trong dài hạn và trong từng giai đoạn cụ thể được Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua;

- c) Kế hoạch triển khai thông qua các chính sách, quy trình

đầy đủ;

d) Công tác quản lý, kiểm tra, rà soát thường xuyên của Tổng Giám đốc (Giám đốc);

đ) Ban hành và triển khai đầy đủ các chính sách, quy trình quản trị rủi ro và các hạn mức rủi ro, thiết lập hoạt động thông tin quản trị rủi ro phù hợp.

- Hệ thống quản trị rủi ro được thiết lập phải đảm bảo công ty chứng khoán có khả năng xác định rủi ro, đo lường rủi ro, theo dõi rủi ro, báo cáo rủi ro và xử lý một cách hiệu quả các rủi ro trọng yếu đồng thời đáp ứng đầy đủ các nghĩa vụ tuân thủ của mình tại mọi thời điểm.

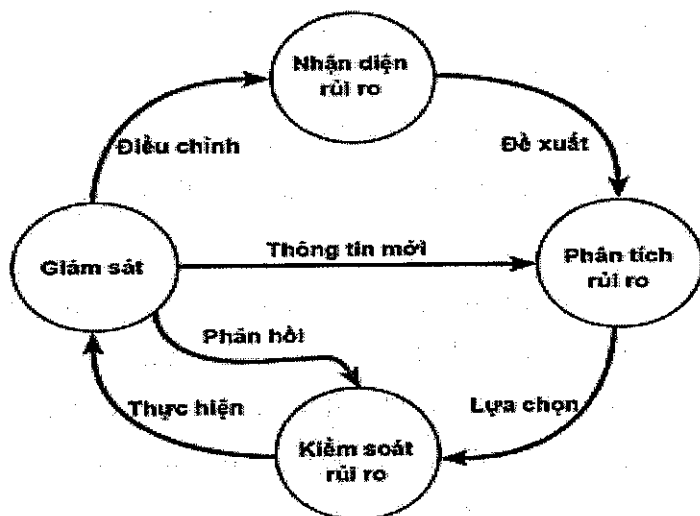
- Công ty chứng khoán phải đảm bảo công tác quản trị rủi ro được thực hiện độc lập, khách quan, trung thực, thống nhất và phải được thể hiện bằng văn bản.

- Công ty chứng khoán phải đảm bảo các bộ phận tác nghiệp và bộ phận quản trị rủi ro được tổ chức tách biệt và độc lập với nhau và người phụ trách bộ phận tác nghiệp không đồng thời phụ trách bộ phận quản trị rủi ro và ngược lại.

8.2.4. Quy trình quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán

Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK thường được thực hiện theo một quy trình chặt chẽ và phù hợp với khẩu vị rủi ro của công ty. Về cơ bản, quy trình này có thể bao gồm một số bước như sau:

Sơ đồ 8.1. Quy trình quản lý rủi ro



Bước 1: Nhận diện rủi ro

Nhận diện rủi ro là bước đầu tiên trong đó công ty xác định và trong một số trường hợp, phát hiện, liệt kê chi tiết các loại rủi ro khác nhau có thể xảy ra trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh. Ở bước này, công ty có thể sử dụng Mẫu đăng ký rủi ro (Risk register) hay Hồ sơ rủi ro (Risk profile) để xác định các loại rủi ro cụ thể hơn. Điều này sẽ hỗ trợ tích cực cho phân phân tích hoặc có thể coi là một phần của bước phân tích rủi ro. Việc xác định rủi ro tốt nhất được thực hiện theo cấu trúc, ví dụ thông qua hình thức bảng biểu.

Bước 2: Phân tích rủi ro

Dựa trên các rủi ro liệt kê trong Mẫu đăng ký rủi ro, cán bộ rủi ro của từng bộ phận trong công ty sẽ đánh giá về khả năng hay xác suất rủi ro đó xảy ra và mức độ tác động (hoặc khối lượng tổn thất). Trên cơ sở đó sẽ phân loại và xếp hạng từng loại rủi ro để có những biện pháp xử lý phù hợp. Nội dung này được thực hiện tuần tự như sau:

- *Xác định xác suất xảy ra các rủi ro*: cán bộ QLRR sẽ đo lường số lần xuất hiện các sự kiện tổn thất, hay nói cách khác là đánh giá Tần suất rủi ro xảy ra. Việc đánh giá này thường dựa trên dữ liệu lịch sử hàng ngày trong khuôn khổ thời gian quy định cho từng loại rủi ro, nếu như dữ liệu là sẵn có.

- *Xác định mức độ ảnh hưởng của các rủi ro*: Sau khi đánh giá tần suất các loại rủi ro tác động đến công ty. Cán bộ QLRR sẽ đánh giá mức độ ảnh hưởng của rủi ro đến hoạt động kinh doanh của công ty thông qua một số thông số tài chính có thể bao gồm: ảnh hưởng tới doanh thu, lợi nhuận biên và giá trị kinh tế gia tăng, hoặc các thông số định tính có thể bao gồm một loạt các công khai đại chúng tiêu cực, cường độ gián đoạn kinh doanh và mức độ gây thiệt hại đối với môi trường.

- *Đánh giá mức độ rủi ro*: Một đánh giá đầy đủ về tác động tiềm ẩn của một rủi ro xảy ra phải được hiệu chỉnh bằng cách giám sát tần suất xảy ra và mức độ ảnh hưởng của rủi ro đó.

- *Phân loại rủi ro theo thứ tự ưu tiên*: Hoạt động tiếp theo là xếp hạng các rủi ro đã được nhận diện để xác định rủi ro nào là trọng yếu từ danh mục rủi ro của công ty dựa vào các tiêu chí đánh giá rủi ro đã được xác định trước nhằm tập trung quản lý hiệu quả. Những rủi ro này được phân loại vào nhóm với tên gọi là nhóm rủi ro trọng yếu đối với doanh nghiệp. Các cấp quản lý cấp cao của doanh nghiệp như HĐQT hoặc Ban Giám đốc có thể tập trung vào quản lý các rủi ro trọng yếu đã xác định và các rủi ro tiềm tàng với mức độ ảnh hưởng thấp có thể được ủy quyền xuống cho chuyên viên phân tích rủi ro.

Bước 3: Kiểm soát rủi ro

Việc phân tích, đánh giá rủi ro sẽ giúp công ty xây dựng được chiến lược kiểm soát rủi ro thông qua việc lựa chọn chiến lược giải



quyết hay đối phó với các rủi ro phù hợp. Các chiến lược được doanh nghiệp áp dụng phổ biến để giải quyết rủi ro là:

- Tránh rủi ro (Risk Avoidance): Là việc công ty sử dụng các biện pháp thích hợp để chắc chắn rằng rủi ro sẽ không xảy ra. Công ty có thể mua bảo hiểm cho các tài sản hoặc đa dạng hóa các danh mục đầu tư. Mặt khác, khi rủi ro quá lớn, chi phí giải quyết rủi ro là quá cao thì có thể phải lựa chọn phương án không tiến hành hay chấm dứt hoạt động kinh doanh mà sẽ gặp phải rủi ro không thể chấp nhận được. Việc phòng tránh rủi ro có thể là giải pháp cho tất cả các loại rủi ro, nhưng chiến lược này cũng đồng nghĩa với việc mất cơ hội thu lợi nhuận do việc chấp nhận rủi ro đó mang lại.

- Chuyển giao rủi ro (Risk Transference): Đây là chiến lược nhằm chuyển rủi ro ra ngoài công ty, tức là đưa rủi ro của mình cho người khác với các quy định ràng buộc cụ thể. Ví dụ phổ biến nhất của chuyển giao rủi ro là công ty sử dụng các chính sách bảo hiểm liên quan đến gián đoạn hoạt động kinh doanh, tài sản, bảo hiểm tai nạn, bảo hiểm ô tô. Một phương pháp chuyển giao rủi ro khác là thuê ngoài các hoạt động từ một bên thứ ba (Outsourcing)...

- Giảm nhẹ rủi ro (Risk Mitigation): Chiến lược này được doanh nghiệp sử dụng nhằm thực thi các biện pháp để giảm thiểu khả năng xảy ra rủi ro hoặc giảm thiểu tác động và chi phí khắc phục rủi ro nếu có xảy ra. Thông thường rủi ro được giảm thiểu hiệu quả bằng cách áp dụng các kiểm soát mới hoặc cải tiến các kiểm soát hiện hành. Kiểm soát mới hoặc cải tiến kiểm soát hiện hành cần phải giải quyết được nguyên nhân gây ra rủi ro và giảm thiểu khả năng xảy ra hoặc tác động của các sự kiện không mong muốn. Một cách khác để giảm thiểu rủi ro là giảm các hoạt động để giảm mức độ ảnh hưởng của rủi ro đến doanh nghiệp. Các chi phí cho hoạt động giảm thiểu rủi ro cần phải được xem xét khi đưa ra các quyết định kinh doanh.

- Chấp nhận rủi ro (Risk Acceptance): Rủi ro được chấp nhận và công ty không thực hiện bất kỳ hành động nào để giảm thiểu nó trong trường hợp lợi ích tiềm năng được dự đoán là như mong muốn và khó khăn mà rủi ro đó mang lại thấp, hoặc không có ảnh hưởng lớn. Những rủi ro này cần được theo dõi định kỳ và các ảnh hưởng của chúng cần được xem xét khi ra quyết định. Cấp quản lý tính chi phí cho rủi ro liên quan để xem xét trong việc ra quyết định và liên tục giám sát mức độ ảnh hưởng của rủi ro. Mức chấp nhận rủi ro phụ thuộc vào Khẩu vị rủi ro (Risk appetite) của từng doanh nghiệp.

Bước 4: Giám sát

Hoạt động cuối cùng trong quy trình QLRR là giám sát và trao đổi thông tin nhằm đánh giá lại toàn bộ quá trình nhận diện rủi ro, phân tích rủi ro, kiểm soát và đối phó với rủi ro của công ty. Tiến độ thực hiện của các kế hoạch kiểm soát rủi ro cho các rủi ro cụ thể cần được thông báo lên cấp trên và các phòng ban liên quan để chủ động thực hiện các hành động sửa chữa phù hợp. Ban điều hành công ty cần bảo đảm rằng các hoạt động kinh doanh được thực hiện đúng theo chiến lược kinh doanh và mục tiêu hoạt động đề ra. Tất cả các mảng hoạt động kinh doanh cần phải có một chuyên viên QLRR chịu trách nhiệm thông tin trực tiếp tình trạng của các rủi ro quan trọng và mức độ biểu hiện của nó tới thành viên trong Ban QLR. Chính sách QLRR thông thường đề ra vai trò và trách nhiệm của các cá nhân trong cơ cấu QLRR. Hoạt động giám sát quy trình đánh giá rủi ro và các hoạt động kiểm soát rủi ro là một quy trình được thực hiện liên tục.

8.2.5. Các công cụ Quản lý rủi ro trong kinh doanh chứng khoán

Tự đánh giá rủi ro RCSA (Risk Control Self-Assessment)

RCSA là một công cụ quản lý rủi ro nhằm mục đích:

- Phát hiện sớm các rủi ro chưa được nhận dạng và không được chấp nhận.



- Đánh giá tốt hơn khả năng có thể chấp nhận các rủi ro đã được nhận dạng.

- Xây dựng các biện pháp kiểm soát hiệu quả hơn đối với các rủi ro không được chấp nhận.

- Thực hiện (sớm hơn và tốt hơn) các hành động giảm thiểu rủi ro.

- Giúp quản lý cấp cao nhận biết các vấn đề RR nổi bật.

Nâng cao nhận biết RR và văn hoá kiểm soát

RCSA có thể được thực hiện thông qua bảng hỏi hoặc bằng cách phỏng vấn hay thông qua các Hội thảo. Thông qua Tự đánh giá kiểm soát rủi ro, các CTCK có thể lập Ma trận kiểm soát rủi ro để dễ đánh giá hiệu quả các biện pháp kiểm soát áp dụng đối với từng loại rủi ro.

Số lần thực hiện RCSA ít nhất một năm một lần, lĩnh vực nào có khả năng xảy ra rủi ro nhiều hơn thì số lần thực hiện nhiều hơn (hàng quý, hàng tháng). Ngày thực hiện RCSA trải đều trong cả năm.

Báo cáo chỉ số rủi ro chính KRI (Key Risk Indicator):

KRI là công cụ đánh giá định lượng dùng để kiểm tra/ đánh giá mức độ rủi ro của một lĩnh vực hoạt động hay của một quy trình công việc. KRI thể hiện mức độ rủi ro trong một lĩnh vực hoạt động cụ thể và bao gồm các quy tắc mang tính định lượng, dự đoán và phân tích xu hướng. Có 2 loại KRI :

➤ KRI Tổng thể – Là các quy tắc chung, liên quan đến các quy định/chính sách được áp dụng cho tất cả các bộ phận chức năng, tất cả nhân viên (ví dụ: Tỷ lệ thôi việc/Quy tắc về cơ cấu, tổ chức).

➤ KRI Chi tiết – Là tập hợp các quy tắc điều phối hoạt động của một bộ phận chức năng cụ thể do chính các bộ phận chức năng thiết lập nên. (ví dụ: Số lượng giao dịch bị thực hiện chậm/ không thực hiện được trong tháng).

Báo cáo KRI ở dạng bảng về các chỉ số rủi ro chính, sử dụng các tiêu chí, chuẩn mực đã định trước, phản ánh rõ nét mọi quá trình tác nghiệp. Mục tiêu của báo cáo: Cảnh báo sớm, phát hiện kịp thời mọi thay đổi trong phạm vi kiểm soát; giúp cán bộ quản lý tập trung kiểm soát rủi ro hoạt động trong phạm vi các mức mục tiêu định trước, đã được chấp thuận, mức giới hạn hoặc định mức chất lượng khác.

Báo cáo KRI báo cáo định kỳ về chỉ số rủi ro chính theo ngày/tuần/tháng bởi mọi chức năng theo đơn vị kinh doanh. Mỗi đơn vị hoạt động cần thiết kế báo cáo chỉ số rủi ro chính theo yêu cầu của mình.

Báo cáo chỉ số rủi ro chính được lập theo các mức khác nhau, đến từng cấp độ quản lý phải có sự khác nhau, đảm bảo sự cô đọng, dễ dàng tiếp cận và tập trung vào các lĩnh vực đòi hỏi sự chú ý, quan tâm kiểm soát đồng thời cũng phải thể hiện được sự thay đổi, tiến triển đối với từng chỉ số nhằm cung cấp các dấu hiệu cảnh báo sớm.

Bảng 8.1 Minh họa báo cáo KRI (Mức Ủy ban QLRR/HĐQT)

Loại/ dấu hiệu rủi ro	Thay đổi	Nhận xét/Hành động của Ban lãnh đạo
Giao dịch thực hiện 	↑	
Ghi lại/Xử lý giao dịch 		
Thanh toán giao dịch 	↑	
Tài chính 	↑	
Thị trường 		
Tín dụng (Cho vay) 	↑	
Tranh tụng 	↔	
Đối tác 		
Quy định 	↑	
Phát triển sản phẩm/ Hỗ trợ ứng dụng 	↑	
Tác nghiệp tại trung tâm dữ liệu 	↓	
An ninh IT 	↓	
Tiếp tục kinh doanh/ Khôi phục sau sự cố 	↔	
Con người 	↓	
Các hạng mục kiểm toán 	↔	

 (Màu xanh) là rủi ro chấp nhận được

 (Màu vàng) là rủi ro cần xem xét

 (Màu đỏ) là rủi ro không chấp nhận được



THƯ VIỆN
HUBT

Bản đồ rủi ro

Bản đồ rủi ro được xây dựng dựa trên những rủi ro được phát hiện qua quá trình kiểm tra sử dụng các công cụ (RCSA hay KRI). Việc phân loại các rủi ro trên bản đồ rủi ro dựa trên hai yếu tố sau:

➤ Mức độ ảnh hưởng – tác động của yếu tố rủi ro trước khi đưa phương pháp phòng ngừa để giảm trừ mức độ nghiêm trọng do tác động củ yếu tố đó.

➤ Khả năng xảy ra – Dự đoán khả năng yếu tố rủi ro đó có thể xảy ra ngay cả khi đã có kế hoạch phòng ngừa.

Các nhận xét về rủi ro và chính sách quản lý tương xứng được căn cứ vào thông tin trên bản đồ rủi ro.

Giá trị rủi ro Value at Risk (VaR)

VaR là nỗ lực nhận biết đâu là nguyên nhân rủi ro và đâu là chính sách hiệu quả nhằm giảm thiểu rủi ro. Mục đích của VaR giúp CTCK có thể phân bổ các nguồn để đảm bảo lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro.

VaR đo lường tổn thất những trường hợp xấu nhất có thể xảy ra mà tổ chức có thể chịu đựng được dưới những điều kiện bình thường của thị trường tại một mức độ tin cậy cho phép. Nó đánh giá rủi ro bằng cách sử dụng mô hình thống kê và mô phỏng, được tạo ra nhằm nắm bắt sự biến động giá trị tài sản trong danh mục đầu tư của CTCK.

Tuy nhiên, VaR không đưa ra một phương pháp phù hợp nào để đo lường rủi ro. Các mô hình VaR khác nhau sẽ đưa ra các kết quả VaR khác nhau. Bằng cách thông qua kỹ thuật lượng hóa, VaR chỉ có thể đo lường được mức độ rủi ro mà nó thu thập được. VaR không đo lường rủi ro chính sách, rủi ro thanh khoản, rủi ro con người, hoặc rủi ro quy trình, rủi ro tác nghiệp.

8.3. Hệ thống giám sát rủi ro trong kinh doanh chứng khoán

8.3.1. Quy chế quản lý rủi ro

Quy chế quản lý rủi ro thường được ban hành bởi UBCKNN nhằm đề ra những quy định, tiêu chuẩn trong việc xây dựng khung quản lý rủi ro tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán, trên cơ sở đó đảm bảo an toàn hoạt động cho từng tổ chức kinh doanh nói riêng và an toàn hệ thống nói chung. Theo Ernst & Young, quy chế về QLRR tại các doanh nghiệp cần được xây dựng dựa trên bốn lớp phòng vệ chính với các vai trò và chức năng khác nhau như sau:

- Lớp phòng vệ thứ nhất là các đơn vị hoạt động kinh doanh. Đây là nơi nhiều rủi ro tồn tại nhất trong một doanh nghiệp. Vì vậy, về mặt logic, các chương trình QTRR được bắt đầu từ đây. Tuy nhiên, thiếu sót lớn nhất phổ biến tại hầu hết các doanh nghiệp là các hoạt động và kỹ năng về rủi ro đều không đưa được vào các quy trình kinh doanh hàng ngày. Hậu quả là các rủi ro không được xác định và xử lý kịp thời.

- Lớp phòng vệ thứ hai là các chức năng hỗ trợ như: tài chính, công nghệ thông tin, thuế. Các chức năng hỗ trợ phải kết hợp chặt chẽ với các đơn vị hoạt động kinh doanh để hỗ trợ QLRR hiệu quả.

- Lớp phòng vệ thứ ba là các chức năng liên quan đến rủi ro như kiểm toán nội bộ, kiểm soát nội bộ. Độc lập với hai hàng phòng vệ trước, các chức năng này có vai trò chủ chốt trong việc đánh giá và giám sát các hoạt động QTRR của các đơn vị hoạt động kinh doanh và các chức năng hỗ trợ. Các hoạt động về rủi ro được hàng phòng vệ này báo cáo cho HĐQT, các lãnh đạo điều hành và các chức năng giám sát (theo thông lệ hàng đầu là Ủy ban kiểm toán).



- Đơn vị giữ vai trò giám sát - HĐQT, Ủy ban kiểm toán và các lãnh đạo điều hành - lớp phòng vệ cuối cùng. Nhóm này giữ vai trò xây dựng và củng cố các hàng phòng vệ khác xuyên suốt doanh nghiệp, thiết lập và xây dựng một văn hóa rằng đây là hàng phòng vệ cuối cùng giúp nhận thức và đưa ra những tranh luận góp ý nhằm đạt được các mục tiêu của doanh nghiệp.

Dưới góc độ Ngân hàng đầu tư tại Mỹ, mô hình QLRR bắt đầu với cơ cấu cao nhất là **Hội đồng QLRR** trực thuộc HĐQT, thực hiện giám sát tất cả các loại rủi ro trong toàn CTCK, qua đó sẽ có sự khái quát tổng thể về rủi ro, nhằm đưa ra được các chính sách đồng bộ, hợp lý, hiệu quả nhất. Hội đồng quản lý rủi ro có nhiệm vụ:

- Đảm bảo rằng tuyên bố chính sách rủi ro về mỗi loại rủi ro được chuẩn bị để HĐQT phê duyệt.

- Đảm bảo rằng chính sách rủi ro đã được thực hiện nghiêm chỉnh.

- Quản lý nguồn vốn của CTCK.

- Đảm bảo xây dựng các hạn mức rủi ro thị trường và tín dụng.

- Quản lý Hồ sơ rủi ro tổng thể trong các mảng kinh doanh.

- Rà soát hoạt động của Ủy ban quản lý rủi ro.

Tiếp đến sẽ là các bộ phận:

Ủy ban điều hành: có trách nhiệm cao nhất đối với việc quản trị rủi ro của CTCK. Tất cả các bộ phận tham gia vào QLRR đều có trách nhiệm báo cáo lên ủy ban điều hành. Ủy ban điều hành có thể trực tiếp hoặc phân quyền phê duyệt tất cả các hoạt động rủi ro cũng như xây dựng các hạn mức rủi ro.

Ủy ban rủi ro: có nhiệm vụ đưa ra các chính sách và quy trình QLRR, các hạn mức rủi ro cho toàn hệ thống. Phê duyệt các hạn mức rủi ro đối với từng mảng thị trường, hạn mức tín dụng đối với các đối tác theo các hệ số định mức tín dụng.

Ủy ban thông lệ kinh doanh: trợ giúp ban điều hành trong việc giám sát tuân thủ và rủi ro hoạt động, rủi ro uy tín, thống nhất với các chính sách, thông lệ kinh doanh, đồng thời đưa ra các kiến nghị cải thiện.

Ủy ban cam kết: có trách nhiệm soát xét và phê duyệt các hoạt động bảo lãnh phát hành và phân phối chứng khoán cho các khách hàng. Ủy ban cam kết cũng có trách nhiệm xây dựng các chính sách và quy trình đảm bảo các khía cạnh pháp lý, tuân thủ, uy tín và các chuẩn mực kinh doanh của CTCK.

Ủy ban chính sách tín dụng: xây dựng và soát xét các chính sách tín dụng để phòng quản lý tín dụng thực thi.

Ủy ban tài chính: xây dựng và thực thi các chính sách về quản trị rủi ro thanh khoản, đưa ra một số hạn mức về hàng tồn kho, quy mô và cơ cấu bảng cân đối kế toán cũng như cơ cấu nguồn vốn và quản lý định mức tín nhiệm. Ủy ban tài chính thường xuyên soát xét lại trạng thái nguồn vốn, bảng cân đối nhằm có những điều chỉnh thích hợp và kịp thời.

Ủy ban sản phẩm mới: chịu trách nhiệm soát xét và phê duyệt các sản phẩm mới cũng như các mảng kinh doanh hay giao dịch mới.

Ủy ban rủi ro hoạt động: có vai trò giám sát việc thực thi các khung, chính sách quản lý rủi ro hoạt động. Đồng thời soát xét tính hiệu quả của quản lý rủi ro tín dụng.

Yêu cầu về QLRR đối với công ty chứng khoán ở Việt Nam lần đầu tiên được luật hóa thông qua Quyết định 105/QĐ-UBCK ban hành ngày 26/2/2013 và đối với các công ty quản lý quỹ thông qua Quyết định 428/QĐ-UBCK ban hành ngày 11 tháng 7 năm 2013. Các quy định này hướng dẫn việc thiết lập và vận hành hệ thống quản trị



rủi ro cho tổ chức chứng khoán để đảm bảo ngăn chặn, hạn chế một cách hiệu quả những tổn thất do rủi ro gây ra.

Tại Quy chế này, UBCKNN yêu cầu các CTCK, Công ty QLQ phải thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro phù hợp với điều kiện hoạt động kinh doanh của công ty. Hệ thống này phải bao gồm một cơ cấu tổ chức hoàn chỉnh, một cơ chế vận hành thống nhất và một bộ quy trình quản lý rủi ro theo đúng tiêu chuẩn. Cụ thể:

CTCK, công ty QLQ phải đảm bảo công tác QLRR được thực hiện độc lập, khách quan, trung thực, thống nhất và phải được thể hiện bằng văn bản, đồng thời phải đảm bảo các bộ phận tác nghiệp và bộ phận QLRR được tổ chức tách biệt và độc lập với nhau. Người phụ trách bộ phận tác nghiệp không đồng thời phụ trách bộ phận QLRR và ngược lại. Hệ thống QLRR trong CTCK, công ty QLQ phải được vận hành dựa trên các hướng dẫn nội bộ bằng văn bản như bộ quy trình, chính sách...

Tổ chức kinh doanh chứng khoán phải thiết lập một quy trình quản lý rủi ro đúng tiêu chuẩn: nhận diện và xử lý ít nhất 05 loại rủi ro trọng yếu: rủi ro thị trường; rủi ro thanh toán; rủi ro thanh khoản; rủi ro hoạt động và rủi ro pháp lý. Đồng thời, CTCK, công ty QLQ phải có phương pháp xác định hạn mức rủi ro cho các hoạt động kinh doanh. Hạn mức rủi ro được xác định bằng phương pháp định tính và phương pháp định lượng. Việc xác định, phân bổ hạn mức rủi ro có thể được thực hiện trên cơ sở các bộ phận nghiệp vụ kinh doanh, hoặc các loại sản phẩm. CTCK, công ty QLQ phải đảm bảo nguyên tắc không có hoạt động kinh doanh nào được thực hiện khi hạn mức rủi ro chưa được xác định trước. Ngoài ra, các biện pháp xử lý rủi ro cũng được áp dụng thích hợp theo các bước: xác định các biện pháp ứng phó sẵn có; đánh giá ưu và nhược điểm của mỗi biện pháp xử lý;

xây dựng kế hoạch xử lý. Sau khi đã tiến hành xử lý rủi ro, nếu còn có các rủi ro chưa tính đến, các thủ tục tương ứng phải được lập đi lập lại cho đến khi rủi ro nằm trong mức độ có thể chấp nhận được.

Hệ thống QLRR của CTCK, công ty QLQ phải bao gồm một *cơ cấu tổ chức* hoàn chỉnh,:

HĐQT hoặc Hội đồng thành viên hoặc chủ sở hữu CTCK, công ty QLQ phải thành lập Tiểu ban QLRR, hoặc cử thành viên phụ trách để hỗ trợ HĐQT hoặc chủ sở hữu CTCK, công ty QLQ triển khai hoạt động QTRR, theo chính sách rủi ro và hạn mức rủi ro đã phê duyệt. HĐQT hoặc chủ sở hữu CTCK, công ty QLQ phải rà soát, phê duyệt định kỳ hàng năm các chính sách, hạn mức rủi ro; chỉ đạo xử lý kịp thời các tồn tại trong công tác QTRR.

Tổng giám đốc CTCK phải thành lập Bộ phận QLRR hoạt động độc lập với các bộ phận chuyên môn nghiệp vụ khác. Tổng giám đốc chịu trách nhiệm trước HĐQT hoặc chủ sở hữu CTCK trong triển khai chính sách và hạn mức rủi ro đã được phê duyệt. Tổng giám đốc phải xây dựng chính sách, hạn mức rủi ro trình HĐQT hoặc chủ sở hữu CTCK phê duyệt; đảm bảo hệ thống QTRR được vận hành thống nhất từ trên xuống dưới; báo cáo HĐQT hoặc chủ sở hữu CTCK về trạng thái rủi ro trọng yếu.

Bộ phận QTRR có trách nhiệm thường xuyên theo dõi, đánh giá và đo lường các rủi ro của CTCK, công ty QLQ; rà soát, điều chỉnh các mô hình định giá và hệ thống đánh giá các công cụ tài chính được sử dụng bởi các bộ phận nghiệp vụ kinh doanh; đề xuất các chính sách QTRR cho tổng giám đốc; đề xuất hạn mức rủi ro cho các bộ phận nghiệp vụ; theo dõi để đảm bảo việc thực hiện trên thực tế các chính sách QTRR, hạn mức rủi ro, quy trình xử lý rủi ro đã được phê duyệt.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Trưởng bộ phận QTRR thực hiện theo dõi, đánh giá hàng ngày trạng thái rủi ro. Các trưởng bộ phận nghiệp vụ trong CTCK, công ty QLQ phải tuân thủ và thực hiện QTRR hàng ngày.

Ngoài ra, CTCK, công ty QLQ phải có **Chính sách rủi ro** bao gồm tối thiểu các nội dung:

- Cơ cấu tổ chức của hệ thống QLRR trong CTCK, công ty QLQ. Nhiệm vụ và trách nhiệm của các bộ phận, cá nhân trong hệ thống QTRR đảm bảo yêu cầu phân tách chức năng và nhiệm vụ theo quy trình.

- Các phương pháp xác định và đo lường rủi ro.

- Các phương pháp xác định hạn mức rủi ro.

- Cơ chế xử lý vi phạm về hạn mức rủi ro và các ngoại lệ đối với chính sách rủi ro và quy trình rủi ro.

- Hệ thống thông tin quản lý, các mẫu báo cáo và quy trình, cơ chế báo cáo phục vụ vận hành hệ thống QLRR.

- Cơ chế phân cấp phê duyệt hạn mức rủi ro.

8.3.2. Hệ thống tiêu chuẩn CAMELS

CAMEL là hệ thống đánh giá tình trạng vững mạnh của các tổ chức tài chính dựa trên 5 tiêu chuẩn là mức độ đủ vốn (C), chất lượng tài sản (A), chất lượng quản trị (M), khả năng sinh lời (E) và chất lượng thanh khoản (L). Tại Việt Nam, hệ thống tiêu chuẩn CAMEL được UBCKNN xây dựng và ban hành theo Quyết định số 617/QĐ-UBCK ngày 9/10/2013 đối với CTCK và Quyết định 427/QĐ-UBCK đối với công ty QLQ với mục đích theo dõi, đánh giá hiệu quả hoạt động của các CTCK, công ty QLQ; phân loại nhằm cảnh báo sớm và có biện pháp xử lý kịp thời đối với công ty hoạt động yếu kém, nhiều

rủi ro. Hệ thống này cũng hỗ trợ công tác quản lý, hoạch định chính sách, công tác thanh tra, kiểm tra các CTCK, công ty QLQ, bảo vệ tính toàn vẹn của thị trường chứng khoán.

Mỗi yếu tố trong hệ thống CAMELS được đánh giá bằng các chỉ tiêu nhất định. Chẳng hạn mức độ đủ vốn của CTCK được đánh giá thông qua ba chỉ tiêu: tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng tài sản; tỷ lệ vốn chủ sở hữu/vốn pháp định và tỷ lệ vốn khả dụng. Mỗi chỉ tiêu được chấm điểm từ 0 đến 100 điểm theo các tiêu chí có sẵn. Chẳng hạn, với tiêu chí tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản, các CTCK đảm bảo tỷ lệ này từ 75% trở lên thì được tính là 100 điểm, từ 51% đến dưới 75% thì được tính 80 điểm và nếu tỷ lệ này thấp hơn 51% thì CTCK được tính 0 điểm.

Sau đó, mỗi chỉ tiêu được đánh giá mức độ quan trọng thông qua trọng số của chỉ tiêu đó trong tổng thể CAMEL. Chẳng hạn, chỉ tiêu tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản được tính trọng số là 10% trong tổng các yếu tố tài chính.

Đối với CAMEL, UBCKNN đưa chung các yếu tố C, A, E và L vào nhóm yếu tố tài chính để tính điểm tổng cho toàn bộ nhóm này. Riêng yếu tố M: chất lượng quản trị, được tính riêng. Sở dĩ như vậy vì các yếu tố tài chính đều dựa trên các chỉ tiêu về các tỷ lệ tài chính có thể tính toán và định lượng dễ dàng thông qua số liệu từ các báo cáo tài chính có kiểm toán, báo cáo tỷ lệ an toàn tài chính... của các CTCK. Còn yếu tố chất lượng quản trị thì dựa trên nhiều tiêu chí định tính hơn và cũng khó đo lường hơn như: Sự đầy đủ của quy trình nghiệp vụ; chính sách quản lý rủi ro đối với tất cả hoạt động, năng lực hoạt động của bộ phận kiểm soát nội bộ... Các chỉ tiêu về chất lượng quản trị này để xác định được cần thông qua khảo sát hoặc kiểm tra tại thực tế.



Tổng điểm nhóm yếu tố tài chính có trọng số 70% và tổng điểm yếu tố chất lượng quản trị có trọng số 30%. Tổng của các tổng điểm các nhóm yếu tố tài chính và tổng điểm yếu tố chất lượng quản trị sau khi đã nhân với trọng số chính là Điểm xếp loại của CTCK. UBCKNN sẽ dựa trên điểm xếp loại cuối cùng này để phân loại các CTCK và có biện pháp để xử lý các CTCK thuộc diện không lành mạnh.

Ngoài Điểm xếp loại chung, từng yếu tố chất lượng tài chính C, A, E, L sẽ được chấm riêng rẽ để có thêm những đánh giá đối với các yếu tố này cũng như hỗ trợ đánh giá tổng thể và phân loại các CTCK gọi là Điểm yếu tố. Các Điểm yếu tố này sẽ hỗ trợ cho việc xếp loại các CTCK nói chung và được tính toán như sau:

$$\text{Điểm yếu tố} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Điểm chỉ tiêu thuộc yếu tố cần chấm}_i \times \text{Trọng số tương ứng của chỉ tiêu}_i}{\text{Tổng trọng số chỉ tiêu thuộc yếu tố đó}}$$

Trong đó:

n là số lượng chỉ tiêu thuộc một yếu tố nhất định.

Việc xếp loại các CTCK được UBCKNN thực hiện mỗi năm hai lần và so sánh Điểm xếp loại của CTCK đã tính được với các ngưỡng sau:

Mức xếp loại ban đầu	Điểm xếp loại các CTCK	
A	Từ 80 điểm	Đến 100 điểm
B	Từ 65 điểm	Đến dưới 80 điểm
C	Từ 50 điểm	Đến dưới 65 điểm
D	Từ 35 điểm	Đến dưới 50 điểm
E	Từ 0	Đến dưới 35 điểm

Trong đó, CTCK được xếp loại A nếu thuộc ngưỡng xếp loại ban đầu nói trên và không có điểm yếu tố dưới 65. Xếp loại B nếu như thuộc ngưỡng xếp loại trên và không có điểm yếu tố nào dưới 50 hoặc

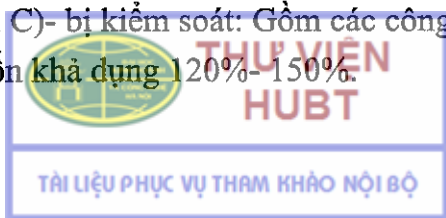
được xếp loại ban đầu là A nhưng có 1 yếu tố dưới 65 điểm. Xếp loại C nếu như thuộc ngưỡng xếp loại như trên và không có yếu tố này có điểm dưới 35 hoặc xếp loại ban đầu là B nhưng có 1 yếu tố dưới 50 điểm hoặc xếp loại ban đầu là A nhưng có từ 2 điểm yếu tố trở lên dưới 65 điểm. Xếp loại D nếu thuộc ngưỡng nói trên hoặc xếp loại ban đầu là C nhưng có 1 điểm yếu tố dưới 35 hoặc xếp loại ban đầu là B nhưng có hơn 1 yếu tố dưới 50 điểm. Công ty chứng khoán xếp loại E nếu như không thuộc các trường hợp A, B, C, D nói trên hoặc thuộc trường hợp không chấm điểm được do không thực hiện nghĩa vụ báo cáo theo quy định hoặc do UBCKNN yêu cầu. Các CTCK xếp loại A là các CTCK tốt nhất và xếp loại E là mức xấu nhất.

Với những tiêu chí đánh giá nêu trên, Quy chế phân loại xếp hạng CTCK, công ty QLQ theo tiêu chuẩn CAMEI đưa ra đánh giá một cách toàn diện và tổng thể sức khỏe của CTCK, kết hợp với tỷ lệ an toàn tài chính theo Thông tư 226, UBCKNN sẽ có biện pháp xử lý đối với CTCK ở các mức xếp hạng cụ thể.

- Nhóm 1 (Loại A)- hoạt động lành mạnh: Gồm các công ty có mức điểm từ 80 trở lên và tỷ lệ vốn khả dụng trên 180. Đối với nhóm công ty này, UBCK có các giải pháp xử lý: duy trì ổn định và từng bước nâng cao năng lực tài chính, năng lực cạnh tranh, năng lực quản trị, tạo điều kiện để các CTCK hợp nhất sáp nhập.

- Nhóm 2 (Loại B)- hoạt động bình thường: Gồm các công ty có mức điểm 40- 80 và tỷ lệ vốn khả dụng 150%- 180%. Ngoài việc áp dụng các giải pháp như nhóm hoạt động lành mạnh, UBCK thực hiện giám sát chặt chẽ hoạt động của các công ty thuộc nhóm này, tần suất báo cáo về tỷ lệ an toàn tài chính lên 2 lần/tháng theo quy định tại Thông tư 226/2010/TT-BTC.

- Nhóm 3 (Loại C)- bị kiểm soát: Gồm các công ty có mức điểm từ 20- 40 và tỷ lệ vốn khả dụng 120%- 150%.



- Nhóm 4 (Loại D)- bị kiểm soát đặc biệt: Gồm các công ty có mức điểm dưới 20 và tỷ lệ vốn khả dụng dưới 120%.

Đối với các CTCK thuộc nhóm 3 và 4, trên cơ sở báo cáo tỷ lệ an toàn tài chính và báo cáo tài chính định kỳ của các công ty, UBCK thực hiện giám sát, yêu cầu CTCK, công ty kiểm toán giải trình, thực hiện phân loại CTCK và áp dụng các biện pháp xử lý theo quy định.

8.3.3. An toàn vốn

Hoạt động kinh doanh kinh doanh chứng khoán được xem là loại hình kinh doanh có điều kiện, trong đó điều kiện về vốn luôn được đặt lên hàng đầu. Do vậy, để quản lý rủi ro có hiệu quả, một trong các biện pháp quan trọng mà các tổ chức tài chính cũng như CTCK áp dụng là quản lý nguồn vốn an toàn tương ứng với mức độ rủi ro trong hoạt động kinh doanh. Về cơ bản an toàn vốn được quản lý ở hai cấp độ bắt buộc và tự nguyện:

(1) *Vốn pháp định (regulatory capital)*: là mức vốn an toàn tối thiểu theo các quy định của pháp luật của từng quốc gia. Hầu hết các quốc gia đều xây dựng cho mình quy định vốn tối thiểu dựa theo các phiên bản của Ủy ban Basel thuộc Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS). Hiện tại, Ủy ban Basel về giám sát ngân hàng (BCBS) đã cho ra đời hai phiên bản của Hiện định an toàn vốn Basel I năm 1988 và Basel II năm 2006. Phiên bản Basel I tập trung vào quy định an toàn vốn tối thiểu đối với rủi ro tín dụng và chỉ áp dụng cho ngân hàng thương mại (NHTM). Phiên bản Basel II được coi là một phiên bản toàn diện về an toàn vốn cho rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường và rủi ro hoạt động nhằm mở rộng phạm vi hoạt động sang các Ngân hàng đầu tư, CTCK. Với cách thức tiếp cận theo hướng mở, thiên về tương lai, Basel II được coi là một bước tiến đáng kể đối với quản trị rủi ro và được các tập đoàn ngân hàng đầu tư, CTCK quốc tế lớn hưởng ứng.

(2) *Vốn kinh tế (economic capital)*: là một khái niệm an toàn vốn do bản thân các CTCK tự phát triển nhằm tạo cho mình một khung quản lý rủi ro tiên tiến. Cũng tương tự như vốn pháp định, vốn kinh tế cũng nhằm bù đắp các rủi ro trong hoạt động của công ty bao gồm: rủi ro thị trường, rủi ro tín dụng và rủi ro hoạt động. Tuy nhiên, do các mô hình quản lý rủi ro và phương pháp tính toán rủi ro của CTCK không nhất thiết trùng hợp với các yêu cầu của pháp luật, nên CTCK có thể tự xây dựng cho mình một khung quản trị vốn riêng, đó là vốn kinh tế.

Sự kết hợp giữa vốn pháp định và vốn kinh tế hình thành nên một cơ cấu vốn chủ sở hữu tối ưu, vừa đáp ứng các yêu cầu của pháp luật, vừa đáp ứng các yêu cầu quản lý nội bộ của CTCK.

Tại Việt Nam bắt đầu từ 1/4/2011, thông tư 226/2010/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với các tổ chức kinh doanh chứng khoán có hiệu lực, theo đó các CTCK phải tính toán và đảm bảo chỉ tiêu an toàn tài chính thông qua tỷ lệ vốn khả dụng như sau:

$$\text{Tỷ lệ vốn khả dụng} = \frac{\text{Vốn khả dụng}}{\text{Tổng giá trị rủi ro}}$$

Vốn khả dụng bao gồm (i) vốn cơ bản; cộng thêm (ii) phần giá trị gia tăng (hoặc giảm đi) do đánh giá lại tài sản và trong hoạt động đầu tư hàng ngày; cộng thêm (iii) nguồn vốn gia tăng, bổ sung từ ngoài (các nguồn vốn có thể chuyển đổi thành Vốn chủ sở hữu như trái phiếu chuyển đổi, nợ thứ cấp). Vốn khả dụng tương ứng với Vốn tự có (bao gồm Vốn tự có cấp 1 và Vốn tự có cấp 2) tại Quyết định 457 của NHNN.

Ngoài ra, các CTCK phải trừ khỏi vốn khả dụng (i) toàn bộ các khoản lỗ, kể cả lỗ số sách; (ii) các tài sản đầu tư dài hạn không dễ



thanh lý, chẳng hạn như bất động sản; đầu tư vào công ty con, công ty liên kết... (iii) Các tài sản ngắn hạn nhưng có thời gian thu hồi vốn vượt quá 30 ngày (các khoản phải thu trên 30 ngày, các khoản phải thu nội bộ, các khoản phải thu từ các cá nhân, tổ chức không phải là tổ chức tín dụng mà không có tài sản thế chấp, ký quỹ)....

$$\begin{array}{ccccccccc} \text{Vốn} & = & \text{Tổng giá} & - & \text{Nợ} & - & \text{Các khoản} & + & \text{Các khoản} \\ \text{khả} & & \text{trị tài} & & \text{phải} & & \text{phải giảm} & & \text{được cộng} \\ \text{dụng} & & \text{sản} & & \text{trả} & & \text{trừ} & & \text{thêm} \end{array}$$

Tổng giá trị rủi ro được xác định bằng tổng giá trị rủi ro thị trường, giá trị rủi ro thanh toán (hay rủi ro tín dụng) và giá trị rủi ro hoạt động.

Về cơ bản, CTCK phải luôn duy trì tỉ lệ vốn khả dụng không thấp hơn 180%. Trường hợp tỉ lệ vốn khả dụng dao động từ 120 – 150% trong 3 tháng liên tục, CTCK sẽ bị đưa vào tình trạng kiểm soát. Nếu tỉ lệ vốn khả dụng giảm xuống dưới 120%, công ty sẽ bị đưa vào kiểm soát đặc biệt...

Gần đây nhất, ngày 23/10/2013 Bộ Tài chính đã ban hành văn bản hợp nhất số 09/VBHN-BTC hợp nhất thông tư 226 và 165. Theo đó, về cơ bản mức độ an toàn tài chính hiện nay của các CTCK được phân thành 4 nhóm, tương ứng với đó UBCKNN sẽ có các giải pháp xử lý cụ thể.

TÓM TẮT CHƯƠNG 8

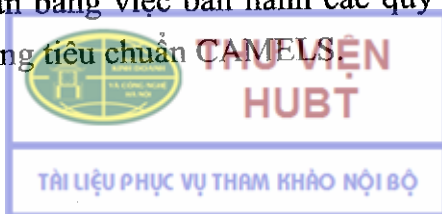
Đối với hoạt động kinh doanh của CTCK, rủi ro được hiểu là những biến cố không mong đợi mà khi xảy ra sẽ dẫn đến tổn thất về tài sản của CTCK, giảm sút lợi nhuận thực tế so với dự kiến hoặc phải bỏ ra thêm một khoản chi phí để có thể hoàn thành một nghiệp vụ tài chính nhất định.

Các loại rủi ro trong kinh doanh chứng khoán: Rủi ro trong hoạt động môi giới chứng khoán; Rủi ro trong hoạt động tự doanh; Rủi ro trong hoạt động bảo lãnh phát hành; Rủi ro trong hoạt động quản lý danh mục đầu tư; Rủi ro trong hoạt động tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán; Rủi ro trong hoạt động lưu ký chứng khoán

Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK là việc tiếp cận để nhận dạng và kiểm soát các loại rủi ro có thể xảy ra trong hoạt động kinh doanh của công ty. Từ đó đưa ra các biện pháp, các công cụ phòng ngừa rủi ro một cách hiệu quả nhằm giảm thiểu những tổn thất, ảnh hưởng của rủi ro đến tình hình hoạt động cũng như tài sản của công ty.

Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK thường được thực hiện theo một quy trình chặt chẽ và phù hợp với khẩu vị rủi ro của công ty. Về cơ bản, quy trình này có thể bao gồm một số bước cơ bản: nhận diện rủi ro; phân tích rủi ro; đánh giá rủi ro; kiểm soát rủi ro.

Việc quản lý rủi ro có thể được thực hiện thông qua một số công cụ: tự đánh giá rủi ro, bản đồ rủi ro, chỉ số rủi ro chính, giá trị rủi ro. UBCK cũng có thể kiểm soát hoạt động QLRR tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán bằng việc ban hành các quy chế về QLRR, an toàn vốn và hệ thống tiêu chuẩn



MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Quản lý rủi ro doanh nghiệp	Enterprise risk management
Đăng ký rủi ro	Risk register
Hồ sơ rủi ro	Risk profile
Tránh rủi ro	Risk avoidance
Chuyển giao rủi ro	Risk transference
Giảm nhẹ rủi ro	Risk mitigation
Chấp nhận rủi ro	Risk acceptance
Kiểm soát rủi ro	Risk control
Tự đánh giá rủi ro	Risk control self-assessment
Chỉ số rủi ro chính	Key risk indicator
Vốn pháp định	Regulator capital
Vốn kinh tế	Economic capital
Giá trị rủi ro	Value at risk

TÓM TẮT CHƯƠNG 8

Đối với hoạt động kinh doanh của CTCK, rủi ro được hiểu là những biến cố không mong đợi mà khi xảy ra sẽ dẫn đến tổn thất về tài sản của CTCK, giảm sút lợi nhuận thực tế so với dự kiến hoặc phải bỏ ra thêm một khoản chi phí để có thể hoàn thành một nghiệp vụ tài chính nhất định.

Các loại rủi ro trong kinh doanh chứng khoán: Rủi ro trong hoạt động môi giới chứng khoán; Rủi ro trong hoạt động tự doanh; Rủi ro trong hoạt động bảo lãnh phát hành; Rủi ro trong hoạt động quản lý danh mục đầu tư; Rủi ro trong hoạt động tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán; Rủi ro trong hoạt động lưu ký chứng khoán

Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK là việc tiếp cận để nhận dạng và kiểm soát các loại rủi ro có thể xảy ra trong hoạt động kinh doanh của công ty. Từ đó đưa ra các biện pháp, các công cụ phòng ngừa rủi ro một cách hiệu quả nhằm giảm thiểu những tổn thất, ảnh hưởng của rủi ro đến tình hình hoạt động cũng như tài sản của công ty.

Quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của CTCK thường được thực hiện theo một quy trình chặt chẽ và phù hợp với khẩu vị rủi ro của công ty. Về cơ bản, quy trình này có thể bao gồm một số bước cơ bản: nhận diện rủi ro; phân tích rủi ro; đánh giá rủi ro; kiểm soát rủi ro.

Việc quản lý rủi ro có thể được thực hiện thông qua một số công cụ: tự đánh giá rủi ro, bản đồ rủi ro, chỉ số rủi ro chính, giá trị rủi ro. UBCK cũng có thể kiểm soát hoạt động QLRR tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán bằng việc ban hành các quy chế về QLRR, an toàn vốn và hệ thống tiêu chuẩn CAMELS.



MỘT SỐ THUẬT NGỮ CẦN CHÚ Ý

Tiếng Việt	Tiếng Anh
Quản lý rủi ro doanh nghiệp	Enterprise risk management
Đăng ký rủi ro	Risk register
Hồ sơ rủi ro	Risk profile
Tránh rủi ro	Risk avoidance
Chuyển giao rủi ro	Risk transference
Giảm nhẹ rủi ro	Risk mitigation
Chấp nhận rủi ro	Risk acceptance
Kiểm soát rủi ro	Risk control
Tự đánh giá rủi ro	Risk control self-assessment
Chỉ số rủi ro chính	Key risk indicator
Vốn pháp định	Regulator capital
Vốn kinh tế	Economic capital
Giá trị rủi ro	Value at risk

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG 8

1. Rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán là gì?
2. Phân loại rủi ro?
3. Các biện pháp quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán?
4. Xác định mức độ rủi ro trong hoạt động kinh doanh của các CTCK Việt Nam?
5. Phân tích các bước trong quy trình quản lý rủi ro hoạt động kinh doanh chứng khoán?
6. Phân tích các biện pháp xử lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.
7. Công cụ tự đánh giá rủi ro là gì? Phân tích ưu, nhược điểm của công cụ này khi áp dụng cho công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ?
8. Bản đồ đánh giá rủi ro là gì? Phân tích ưu, nhược điểm của công cụ này khi áp dụng cho công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ.
9. Phương pháp giá trị rủi ro (Value at risk) là gì? Phân tích ưu, nhược điểm của công cụ này khi áp dụng cho công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ?
10. Tại sao các tổ chức kinh doanh chứng khoán cần thực hiện hoạt động quản lý rủi ro tại công ty?

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

1. BTC, Thông tư 226/2010/TT-BTC Quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với các tổ chức kinh doanh chứng khoán không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính
2. David Blake, *Phân tích thị trường tài chính*, NXB Thành phố Hồ Chí Minh, 1994.
3. Đại học Ngân hàng TP.HCM “*kiến thức chuyên sâu về chứng khoán & thị trường chứng khoán, series 7*”.
4. Trần Thái Hà, Đề tài nghiên cứu khoa học “*Một số vấn đề về hình thành và phát triển nghề môi giới chứng khoán Việt Nam*”, 2000.
5. Mạc Quang Huy, *Cẩm nang ngân hàng đầu tư*, NXB Thống kê, 2009.
6. Bùi Thị Thanh Hương, *Giáo trình Môi giới và tư vấn đầu tư chứng khoán chủ biên*, Nhà xuất bản Thống kê, 2009.
7. Đào Lê Minh (2002), *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán, Trung tâm nghiên cứu và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán UBCKNN*, NXB Chính trị Quốc gia.
8. Nguyễn Thị Mùi, *Giáo trình kinh doanh chứng khoán*, NXB tài chính, 2006.
9. Nguyễn Văn Nam và Vương Trọng Nghĩa (2002), *Giáo trình thị trường chứng khoán, Trường Đại học KTQD*, NXB tài chính.
10. Neil. F.Stapley, *Thị trường chứng khoán*, NXB Thành phố Hồ Chí Minh, 1994.

11. Lê Hoàng Nga, *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê, 2009.

12. Tô Kim Ngọc, *Giáo trình Phân tích chứng khoán*, NXB Thống kê, 2008.

14. UBCK, Quyết định 427/2013/QĐ-UBCK Về việc ban hành Quy chế hướng dẫn đánh giá, xếp loại công ty quản lý quỹ theo CAMELS.

15. UBCK, Quyết định 428/2013/QĐ-UBCK Về việc ban hành Quy chế hướng dẫn thiết lập, vận hành hệ thống quản trị rủi ro cho công ty quản lý quỹ và công ty đầu tư chứng khoán riêng lẻ tự quản lý.

16. UBCK, Quyết định số 617/2013/QĐ-UBCK Về việc ban hành Quy chế hướng dẫn đánh giá, xếp loại công ty chứng khoán theo CAMELS.

TÀI LIỆU TIẾNG ANH

17. Braddock, John C. 1997. *“Derivatives demystified: using structured financial products”*. New York: Wiley.

18. Burns, B. 2009. *“Trading Stock Options: Basic Option Trading Strategies and How to Use Them to Profit in Any Market”*. P & L Publications.

19. Christopher L. Culp, 2002. *“The art of risk management”*, John Wiley & Sons, Inc.

20. De Weert, F., & ebrary, I. 2008. *“Exotic options trading”*. Chichester, England; Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

21. E.F.Fama, 1998. *“Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance,”* Journal of Financial Economics.



22. E.J.Vaughan & T.Vaughan, 2008. *"Fundamentals of Risk and Insurance"*, John Wiley & Sons, USA.

23. George E. Rejda, (2010). *"Principles of Risk Management and Insurance"*, John Wiley & Sons, USA.

24. Gitman L., Juchau R., Flanagan J., 2005. *"Principles of Managerial Finance"*, Pearson Education, 4th.

25. Gordon J. Alexander, William F.Sharpe, Jeffery V. Bailey, 2001. *"Fundamentals of Investment"*, Prentice Hall, Inc, 3rd.

26. Guy Cohen. 2005. *"Options Made Easy: Your Guide to Profitable Trading"*, FT Press, 2nd.

27. Hull, J. 2006. *"Options, futures, and other derivatives."* Upper Saddle River, N.J., Pearson/Prentice Hall.

28. International Monetary Fund, 2012. *"Australia: Financial Safety net and Crisis Management Framework – Technical note"*, IMF Country Report No.12/310.

29. Irving Pfeffer, 1956. *Insurance and Economic Theory*, Homeworld, Richard Di Irwin, Inc, USA.

30. Lars Nyberg & Tom Andersson, 2010. *"After the crisis – Toward a more stable financial system"*.

31. Malaysia, 2005. *"Guidelines on permitted Activities for stock broking Companies"*.

32. Petty, J.W., Peacock, R., Martin, P., Burrow, M., McKeon, A.J., Scott, D.F. and Martin, J.D., 2003. *"Financial Management"*, Pearson Education, 3rd.

33. Reilly, F.K. and Brown, 2008. K.C *"Investment Analysis and Portfolio Management"*, Mason, Ohio: Thomson/South-Western, 8th.

34. Robert Haugen, 2001. *"Modern Investment Theory"*, Prentice Hall, 5th.

35. SEC, 1940. *Investment Advisers Act of 1940*.

36. Steven R. Drozdeck/Karl F. Gretz, 1995. *The Broker's Edge – How to sell securities in any market– New York Institute of Finance*.

37. The magazine of International economy, 2008. *"Defining the financial safety net"*.

38. Zvi Bodie, Alĩ Kane, Alan J.Marcus, 1996. *"Investments"*, Irwin Press, 3rd.

PHỤ LỤC

A - Công ty quản lý quỹ

Thứ nhất, điều kiện liên quan tới việc đăng kí thành lập công ty quản lý quỹ.

Theo Mục I - Thông tư 212/2012/TT-BTC, để được cấp giấy phép thành lập và hoạt động, công ty quản lý quỹ phải đáp ứng các điều kiện sau đây:

1. Điều kiện về cơ sở vật chất, trang thiết bị

Có trụ sở và trang thiết bị đáp ứng đầy đủ các điều kiện sau:

- Quyền sử dụng trụ sở công ty có thời hạn tối thiểu một năm tính từ ngày hồ sơ thành lập công ty quản lý quỹ đã đầy đủ và hợp lệ;

- Có đầy đủ cơ sở vật chất, kỹ thuật, trang thiết bị văn phòng, hệ thống máy tính, phần mềm phục vụ cho hoạt động phân tích, đầu tư, phân tích và quản lý, lưu trữ bảo quản chứng từ...

2. Điều kiện về nhân sự

Có giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó tổng giám đốc) phụ trách nghiệp vụ (nếu có) đáp ứng theo quy định tại Khoản 1 Điều 11 Thông tư 212 và có tối thiểu 5 nhân viên nghiệp vụ có chứng chỉ hành nghề quản lý quỹ

3. Điều kiện về vốn

Có vốn điều lệ thực góp tối thiểu bằng mức vốn pháp định theo quy định pháp luật.

4. Cơ cấu cổ đông, thành viên góp vốn

- Có tối thiểu 2 cổ đông sáng lập, thành viên sáng lập là tổ chức đáp ứng quy định Khoản 6 Điều 3, Mục I- Thông tư 212, trong đó có

34. Robert Haugen, 2001. *"Modern Investment Theory"*, Prentice Hall, 5th.

35. SEC, 1940. *Investment Advisers Act of 1940*.

36. Steven R. Drozdeck/Karl F. Gretz, 1995. *The Broker's Edge – How to sell securities in any market– New York Institute of Finance*.

37. The magazine of International economy, 2008. *"Defining the financial safety net"*.

38. Zvi Bodie, Alĩ Kane, Alan J.Marcus, 1996. *"Investments"*, Irwin Press, 3rd.

PHỤ LỤC

A - Công ty quản lý quỹ

Thứ nhất, điều kiện liên quan tới việc đăng kí thành lập công ty quản lý quỹ.

Theo Mục I - Thông tư 212/2012/TT-BTC, để được cấp giấy phép thành lập và hoạt động, công ty quản lý quỹ phải đáp ứng các điều kiện sau đây:

1. Điều kiện về cơ sở vật chất, trang thiết bị

Có trụ sở và trang thiết bị đáp ứng đầy đủ các điều kiện sau:

- Quyền sử dụng trụ sở công ty có thời hạn tối thiểu một năm tính từ ngày hồ sơ thành lập công ty quản lý quỹ đã đầy đủ và hợp lệ;

- Có đầy đủ cơ sở vật chất, kỹ thuật, trang thiết bị văn phòng, hệ thống máy tính, phần mềm phục vụ cho hoạt động phân tích, đầu tư, phân tích và quản lý, lưu trữ bảo quản chứng từ...

2. Điều kiện về nhân sự

Có giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó tổng giám đốc) phụ trách nghiệp vụ (nếu có) đáp ứng theo quy định tại Khoản 1 Điều 11 Thông tư 212 và có tối thiểu 5 nhân viên nghiệp vụ có chứng chỉ hành nghề quản lý quỹ

3. Điều kiện về vốn

Có vốn điều lệ thực góp tối thiểu bằng mức vốn pháp định theo quy định pháp luật.

4. Cơ cấu cổ đông, thành viên góp vốn

- Có tối thiểu 2 cổ đông sáng lập, thành viên sáng lập là tổ chức đáp ứng quy định Khoản 6 Điều 3, Mục I- Thông tư 212, trong đó có

ít nhất 01 tổ chức là ngân hàng thương mại, doanh nghiệp bảo hiểm, công ty chứng khoán;

Trường hợp công ty quản lý quỹ được tổ chức dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên, chủ sở hữu phải là doanh nghiệp bảo hiểm hoặc ngân hàng thương mại hoặc công ty chứng khoán;

- Các cổ đông sáng lập, thành viên sáng lập là tổ chức phải sở hữu tối thiểu 65% vốn điều lệ, tổ chức là NHTM, DN bảo hiểm, CTCK sở hữu tối thiểu 30% VDL của CT QLQ; cổ đông, thành viên góp vốn sở hữu từ 10% VDL của 1 CT QLQ và người có liên quan của cổ đông, không được sở hữu trên 5% VDL tại một công ty quản lý quỹ khác.

Cá nhân tham gia góp vốn phải có năng lực tài chính theo Khoản 1 Điều 4 Thông tư này

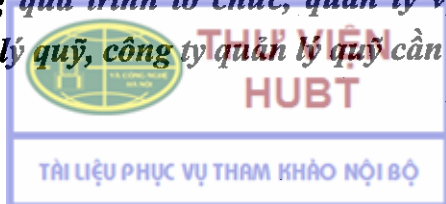
Tổ chức tham gia góp vốn có thời gian hoạt động tối thiểu 05 năm liên tục liền trước năm tham gia góp vốn thành lập công ty quản lý quỹ. Trường hợp là ngân hàng thương mại, doanh nghiệp bảo hiểm, CTCK thì phải có thời hạn hoạt động tối thiểu là 02 năm liên tục liền trước năm tham gia góp vốn thành lập công ty quản lý quỹ; có năng lực tài chính theo khoản 2 điều 4 thông tư này

5. Điều kiện về nhà đầu tư nước ngoài

Được quy định tại Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán.

6. Quy định về tên, điều lệ, nguyên tắc quản trị của công ty quản lý quỹ

Thứ hai, trong quá trình tổ chức, quản lý và giám sát hoạt động công ty quản lý quỹ, công ty quản lý quỹ cần tuân thủ:



- Cơ cấu tổ chức, bổ nhiệm, miễn nhiệm, bãi nhiệm... và các vấn đề khác có liên quan tới Hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên, Ban kiểm soát.

- Kiểm soát nội bộ.

- Cơ cấu tổ chức: về trình độ, kinh nghiệm và chứng chỉ hành nghề của các giám đốc phụ trách nghiệp vụ, người điều hành quỹ.

- Hoạt động công ty quản lý quỹ:

+) Cơ chế hưởng phí thưởng và thù lao từ việc quản lý quỹ đầu tư và tài sản ủy thác của khách hàng.

+) Quá trình quản lý tài sản ủy thác, quỹ đầu tư, quản lý danh mục đầu tư.

+) Phân công tối thiểu 02 người điều hành quỹ (có ít nhất 02 năm kinh nghiệm và chưa bị xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán) để quản lý mỗi quỹ, công ty đầu tư chứng khoán.

+) Thiết lập quy trình phân bổ lệnh giao dịch, phân bổ tài sản giao dịch...

+) Các giới hạn liên quan tới hoạt động kinh doanh, trong đó có yêu cầu về vốn kinh doanh dành cho hoạt động đầu tư tài chính phải là nguồn vốn chủ sở hữu, không vay dưới mọi hình thức...

...

B-Quỹ đầu tư

Trường hợp đại diện: Quỹ đầu tư dạng đóng (Quỹ đóng), Quỹ đầu tư dạng mở (Quỹ mở).

Văn bản luật điều hành liên quan:

- *Thông tư Thông tư 224/2012/TT-BTC*, thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ đóng, quỹ thành viên.

- *Thông tư 183/2011/TT-BTC*, thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý Quỹ mở.

Thứ nhất, các điều kiện liên quan tới việc đăng kí thành lập Quỹ đóng, Quỹ mở

Quỹ Đóng	Quỹ mở
- Giấy đăng ký thành lập Quỹ theo quy định - Báo cáo kết quả đợt chào báo theo mẫu Quy định, kèm theo văn bản xác nhận của ngân hàng giám sát về số vốn huy động trong đợt chào bán và số lượng nhà đầu tư thanh toán cho đợt chào bán	- Giấy đăng ký thành lập Quỹ theo quy định - Báo cáo kết quả đợt chào báo theo mẫu Quy định, kèm theo văn bản xác nhận của ngân hàng giám sát về số vốn huy động trong đợt chào bán và số lượng nhà đầu tư thanh toán cho đợt chào bán - Danh sách đại lý ký danh và tất cả các nhà đầu tư.. - Biên bản tổng hợp ý kiến NĐT về các nội dung liên quan tới quy định tại Điểm g Khoản 1 Điều 4 Thông tư 183.

Như vậy đối với Quỹ đóng, Quỹ mở hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam và theo pháp luật Việt Nam, thì trong hồ sơ đăng kí thành lập quỹ cần có báo cáo kết quả chào bán thành công và để được chấp thuận chào bán, thì hồ sơ Quỹ đóng và Quỹ mở trong quá trình đăng kí chào bán chứng chỉ quỹ nhằm huy động vốn thành lập quỹ gồm:

Hồ sơ đăng kí chào bán chứng chỉ quỹ:

Quỹ đóng	Quỹ mở
a) Giấy đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ; b) Điều lệ quỹ; c) Bản cáo bạch và bản cáo bạch tóm tắt; d) Hợp đồng nguyên tắc về hoạt động lưu ký, giám sát giữa ngân hàng giám sát và công ty quản lý quỹ;	a) Giấy đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ; b) Điều lệ quỹ; c) Bản cáo bạch và bản cáo bạch tóm tắt; d) Danh sách kèm theo hồ sơ cá nhân của nhân viên điều hành quỹ.
đ) Hợp đồng nguyên tắc về việc phân phối chứng chỉ quỹ giữa công ty quản lý quỹ và các đại lý phân phối; e) Danh sách kèm theo hồ sơ cá nhân, bản sao chứng chỉ hành nghề quản lý quỹ của tối thiểu hai (02) người điều hành quỹ; g) Cam kết bảo lãnh phát hành (nếu có).	e) Hợp đồng nguyên tắc về việc giám sát; hợp đồng nguyên tắc ký với các bên cung cấp dịch vụ có liên quan.. f) Tài liệu quảng cáo, thông tin giới thiệu về quỹ; g) Trường hợp công ty quản lý quỹ dự kiến không tổ chức đại hội NĐT lần thứ nhất, công ty QLQ phải bổ sung các tài liệu lấy ý kiến nhà đầu tư ...

Sau khi chào bán, thì phương án chào bán thành công và được chấp thuận vào hồ sơ đăng ký thành lập Quỹ đóng và Quỹ mở là phương án:

- Có số vốn huy động được tối thiểu là 50 tỷ đồng.
- Có số nhà đầu tư sở hữu chứng chỉ quỹ từ 100 nhà đầu tư trở lên không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

Thứ hai, các điều kiện liên quan tới quá trình điều hành hoạt động của QĐT

- Danh mục và hoạt động đầu tư của Quỹ đóng theo Điều 9 – TT 224/2012/TT-BTC), Quỹ mở theo Mục III – TT 183/TT-BTC

Điều: quy định về một số loại tài sản mà Quỹ được phép đầu tư tại Việt Nam và cơ cấu danh mục đầu tư (tỷ trọng vốn phân bổ vào các hạng mục đầu tư khác nhau).

- Giới hạn sử dụng đòn bẩy tài chính: Công ty quản lý quỹ không được vay để tài trợ cho hoạt động của quỹ đóng trừ trường hợp vay ngắn hạn để trang trải các chi phí cần thiết cho quỹ, tổng giá trị các khoản vay ngắn hạn của quỹ không được quá 5% giá trị tài sản ròng của quỹ tại mọi thời điểm và thời hạn vay tối đa là 30 ngày.

- Tuân thủ các quy định liên quan tới việc giao dịch mua, bán chứng khoán đầu tư.

- Tính toán giá trị tài sản ròng Quỹ định kì, do CTQLQ thực hiện và được ngân hàng giám sát xác nhận.

- Phân chia lợi tức của quỹ.

- Công bố thông tin ...

GIÁO TRÌNH KINH DOANH CHỨNG KHOÁN

NHÀ XUẤT BẢN BÁCH KHOA HÀ NỘI

Địa chỉ: Ngõ 17 Tạ Quang Bửu - Hai Bà Trưng - Hà Nội

Điện thoại: 04.38684569 Fax: 04.38684570

www.nxbbk.hust.edu.vn

Chịu trách nhiệm xuất bản:

TS. PHÙNG LAN HƯƠNG

Biên tập: **Nguyễn Thị Liễu**

Trình bày: **Mai Anh**

Sửa bản in: **Bảo Như**

In 500 cuốn, khổ 16x24cm, tại Công ty CP in Khoa học Công nghệ mới
Số 181 đường Lạc Long Quân, Tây Hồ, Hà Nội

Số xuất bản: 1166-2015/CXBIPH/02-32/BKHN do Cục xuất bản, in và
phát hành cấp ngày 13/5/2015

ISBN: 978-604-938-567-4

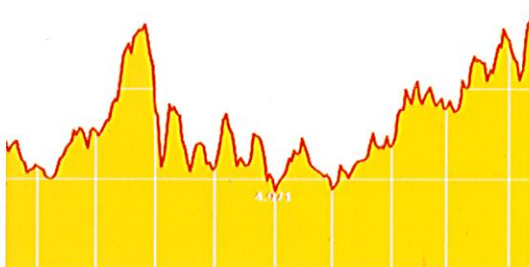
Số QĐXB: 51/QĐ – ĐHBK – BKHN do Giám đốc NXBBKHN ký ngày
15/5/2015

In xong và nộp lưu chiểu quý II năm 2015.



HỌC VIỆN NGÂN HÀNG

GIÁO TRÌNH KINH DOANH CHỨNG KHOÁN



PGS.TS TÔ KIM NGỌC

TS. NGUYỄN THANH PHƯƠNG



THƯ VIỆN
HUB

ISBN: 978-604-938-567-4

GIÁ: 95.000 ĐỒNG

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ