

CHƯƠNG 2

CHỨNG KHOÁN VÀ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

2.1. CHỨNG KHOÁN VÀ PHÂN LOẠI CHỨNG KHOÁN

2.1.1. Khái niệm và đặc điểm của chứng khoán

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

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

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

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

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

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

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

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

2.1.2. Phân loại chứng khoán

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

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

2.1.2.1. Phân loại chứng khoán theo tính chất

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

2.1.2.1.1. Chứng khoán vốn

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

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

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

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

2.1.2.1.2. Chứng khoán nợ

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

Những đặc trưng cơ bản của trái phiếu:

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

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

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

2.1.2.1.3. Chứng khoán phái sinh

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

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

a) Quyền mua trước

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

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

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

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

Trong đó: P là thị giá cổ phiếu

F là giá ưu đãi của chứng quyền

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

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

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

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

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

b) Chứng khế

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

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

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

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

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

Trong đó:

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

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

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

Trong đó:

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

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

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

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

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

c) Hợp đồng kỳ hạn

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

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

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

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

d) Hợp đồng tương lai.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

e) Quyền chọn

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Các bộ phận cấu thành nên giá quyền chọn:

- Giá trị nội tại của quyền

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

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

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

Giá trị thời gian của quyền:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Chức năng kinh tế của quyền lựa chọn:

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

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

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

Thông tin từ bàn giao dịch - tháng 8

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

Yết giá:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tóm tắt hoạt động đầu cơ có sử dụng quyền chọn

Thông tin từ bản giao dịch - tháng 9

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

Giá cổ phiếu hiện tại : 78USD

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

Người đầu cơ có 7.800USD để đầu tư.

Chiến lược lựa chọn :

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

Giá của cả hai lựa chọn là 7.800USD.

Kết quả có thể :

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

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

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

2.1.2.2. Phân loại chứng khoán theo khả năng chuyển nhượng

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

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

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

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

2.1.2.3. Phân loại chứng khoán theo thu nhập

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

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

a) Chứng khoán có thu nhập cố định

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b. Chứng khoán có thu nhập biến đổi

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

c. Hình thức hỗn hợp của chứng khoán

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

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

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

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

2.2. PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

2.2.1. Các chủ thể phát hành

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

2.2.1.1. Chính phủ

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

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

2.2.1.2. Các doanh nghiệp

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

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

2.2.1.3. Các quỹ đầu tư

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

2.2.2. Các phương thức phát hành chứng khoán

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

2.2.2.1. Phân loại theo đợt phát hành

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

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

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

2.2.2.2. Phân loại theo đối tượng mua bán chứng khoán

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

2.2.2.2.1. Phát hành riêng lẻ

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

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

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

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

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

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

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

2.2.2.2.2. Phát hành chứng khoán ra công chúng

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

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

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

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

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

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

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

2.2.3. Phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng

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

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

a) Các chỉ tiêu định lượng:

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

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

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

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

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

b) Các chỉ tiêu định tính:

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

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

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

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

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

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

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

2.2.3.2. Thủ tục phát hành

Bước 1: Chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành

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

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

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

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

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

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

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

Bước 3: Công bố phát hành

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

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

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

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

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

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

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

- TCPH hoặc TCBL yêu cầu các nhà đầu tư điền vào phiếu đăng ký mua, trong đó ghi rõ tên, địa chỉ liên lạc, số lượng chứng khoán đăng ký, số tiền ký quỹ.

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

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

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

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

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

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

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

2.2.3.3. Bảo lãnh phát hành chứng khoán

a) Khái niệm

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

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

b) Các phương thức bảo lãnh phát hành

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

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

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

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

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

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

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

2.2.4. Quản lý Nhà nước về phát hành chứng khoán

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CÂU HỎI ÔN TẬP

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

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

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

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

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