

CHƯƠNG 4

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG

1.1. NHỮNG VẤN ĐỀ CHUNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG (OTC)

1.1.1. Khái niệm

Thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) là loại thị trường chứng khoán xuất hiện sớm nhất trong lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán. Thị trường được mang tên OTC (Over The Counter) có nghĩa là "Thị trường qua quầy". Điều này xuất phát từ đặc thù của thị trường là các giao dịch mua bán trên thị trường được thực hiện trực tiếp tại các quầy của các ngân hàng hoặc các công ty chứng khoán mà không phải thông qua các trung gian môi giới để đưa vào đấu giá tập trung.

Như vậy, có thể hiểu, thị trường OTC là thị trường không có trung tâm giao dịch tập trung, đó là một mạng lưới các nhà môi giới và tự doanh chứng khoán mua bán với nhau và với các nhà đầu tư, các hoạt động giao dịch của thị trường OTC được diễn ra tại các quầy (sàn giao dịch) của các ngân hàng và công ty chứng khoán.

Đặc điểm quan trọng nhất của thị trường OTC để phân biệt với thị trường chứng khoán tập trung là cơ chế xác lập giá bằng hình thức thương lượng và thoả thuận song phương giữa người mua và người bán là chủ yếu, còn hình thức xác lập giá bằng đấu lệnh chỉ được áp dụng hạn chế và phần lớn là các lệnh nhỏ. Thời kỳ ban đầu của thị trường, việc thương lượng giá theo thoả thuận trực tiếp - "mặt đối mặt" song cho đến nay với sự phát triển của công nghệ thông tin, việc thương lượng có thể được thực hiện qua điện thoại và hệ thống mạng máy tính điện tử diện rộng.

Thị trường OTC đóng vai trò của một thị trường thứ cấp, tức là thực hiện vai trò điều hoà, lưu thông các nguồn vốn, đảm bảo chuyển hoá các nguồn vốn ngắn hạn thành dài hạn để đầu tư phát triển kinh tế.

Quá trình phát triển của thị trường OTC là quá trình phát triển từ hình thái thị trường tự do, không có tổ chức đến thị trường có tổ chức có sự quản lý của Nhà nước hoặc của các tổ chức tự quản và được phát triển từ hình thức giao dịch truyền thống, thủ công sang hình thức giao dịch điện tử hiện đại. Hiện nay, thị trường OTC được coi là thị trường chứng khoán bậc cao, có mức độ tự động hoá cao độ.

1.1.2. Những đặc điểm cơ bản của thị trường OTC

Thị trường OTC ở mỗi nước có những đặc điểm riêng, phù hợp với điều kiện và đặc thù mỗi nước. Tuy nhiên, hệ thống thị trường OTC trên thế giới hiện nay chủ yếu được xây dựng theo mô hình thị trường NASDAQ của Mỹ. Vì vậy, có thể khái quát một số đặc điểm chung của thị trường OTC ở các nước như sau:

- *Về hình thức tổ chức thị trường.* Thị trường OTC được tổ chức theo hình thức phi tập trung, không có địa điểm giao dịch mang tính tập trung giữa bên mua và bán. Thị trường sẽ diễn ra tại các địa điểm giao dịch của các ngân hàng, công ty chứng khoán và các địa điểm thuận tiện cho người mua và bán.

- *Chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC bao gồm 2 loại:* Thứ nhất, chiếm phần lớn là các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch song đáp ứng các điều kiện về tính thanh khoản và yêu cầu tài chính tối thiểu của thị trường OTC, trong đó chủ yếu là các chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, công ty công nghệ cao và có tiềm năng phát triển. Thứ hai là các loại chứng khoán đã niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Như vậy, chứng khoán niêm yết và giao dịch trên thị trường OTC rất đa dạng và có độ rủi ro cao hơn so với các chứng khoán niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán.

- *Cơ chế các lập giá trên thị trường OTC chủ yếu được thực hiện thông qua phương thức thương lượng và thoả thuận song phương giữa bên mua và bên bán, khác với cơ chế đấu giá tập trung trên Sở giao dịch chứng khoán.* Hình thức khớp lệnh trên thị trường OTC rất ít phổ biến và chỉ được áp dụng

đối với các lệnh nhỏ. Giá chứng khoán được hình thành qua thương lượng và thoả thuận riêng biệt nên sẽ phụ thuộc vào từng nhà kinh doanh đối tác trong giao dịch và như vậy sẽ có nhiều mức giá khác nhau đối với một chứng khoán tại một thời điểm. Tuy nhiên, với sự tham gia của các nhà tạo thị trường và cơ chế báo giá tập trung qua mạng máy tính điện tử như ngày nay dẫn đến sự cạnh tranh giá mạnh mẽ giữa các kinh doanh chứng khoán và vì vậy, khoảng cách chênh lệch giữa các mức giá sẽ thu hẹp do diễn ra sự "đấu giá" giữa các nhà tạo lập thị trường với nhau, nhà đầu tư chỉ việc lựa chọn giá tốt nhất trong các báo giá của các nhà tạo lập thị trường.

- Thị trường có sự tham gia và vận hành của các nhà tạo lập thị trường, đó là các công ty giao dịch - môi giới. Các công ty này có thể hoạt động giao dịch dưới hai hình thức: Thứ nhất là mua bán chứng khoán cho chính mình, bằng nguồn vốn của công ty - đó là hoạt động giao dịch. Thứ hai là làm môi giới đại lý chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng - đó là hoạt động môi giới.

Khác với Sở giao dịch chứng khoán chỉ có một người tạo ra thị trường cho mỗi loại chứng khoán đó là các chuyên gia chứng khoán, thị trường OTC có sự tham gia và vận hành của các nhà tạo lập thị trường (Market Makers) cho một loại chứng khoán bên cạnh các nhà môi giới, tự doanh. Nhiệm vụ quan trọng nhất và chủ yếu của các nhà tạo lập thị trường là tạo tính thanh khoản cho thị trường thông qua việc nắm giữ một lượng chứng khoán để sẵn sàng mua bán, giao dịch với khách hàng. Để tạo ra thị trường cho một loại chứng khoán, các công ty giao dịch - môi giới sẽ xuống mức giá cao nhất sẵn sàng mua (giá đặt mua) và giá thấp nhất sẵn sàng bán (giá chào bán), các mức giá này là giá yết của các nhà tạo lập thị trường và họ sẽ được hưởng các chênh lệch giá thông qua việc mua bán chứng khoán. Hệ thống các nhà tạo lập thị trường được coi là động lực cho thị trường OTC phát triển. Muốn tham gia trên thị trường OTC, các công ty môi giới phải đăng ký hoạt động với các cơ quan quản lý (Ủy ban chứng khoán, Sở giao dịch hoặc Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán) và có trách nhiệm tuân thủ các chuẩn mực về tài chính, kỹ thuật, chuyên môn và đạo đức hàng nghề.

- Là thị trường sử dụng hệ thống mạng máy tính điện tử diện rộng liên kết tất cả các đối tượng tham gia thị trường. Vì vậy, thị trường OTC còn được gọi là thị trường mạng hay thị trường báo giá điện tử. Hệ thống mạng của thị trường được các đối tượng tham gia thị trường sử dụng để đặt lệnh giao dịch, đàm phán thương lượng giá, truy cập và thông báo các thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán ... Chức năng của mạng được sử dụng rộng rãi trong giao dịch mua bán và quản lý trên thị trường OTC.

- *Quản lý thị trường OTC.* Cấp quản lý thị trường OTC tương tự như quản lý hoạt động của thị trường chứng khoán tập trung và được chia thành 2 cấp.

* **Cấp quản lý Nhà nước:** do cơ quan quản lý thị trường chứng khoán trực tiếp quản lý theo pháp luật về chứng khoán và các luật có liên quan, cơ quan này thường là Ủy ban chứng khoán các nước.

* **Cấp tự quản:** có thể do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quản lý như ở Mỹ, Hàn Quốc, Thái Lan, Nhật Bản... hoặc do trực tiếp Sở giao dịch đồng thời quản lý như ở Anh, Pháp, Canada, Pháp.... Nhìn chung, nội dung và mức độ quản lý ở mỗi nước có khác nhau, tùy thuộc vào điều kiện và đặc thù của từng nước nhưng đều có chung mục tiêu là đảm bảo sự ổn định và phát triển liên tục của thị trường.

- *Cơ chế thanh toán trên thị trường OTC là linh hoạt và đa dạng.* Do phần lớn các giao dịch mua bán trên thị trường OTC được thực hiện trên cơ sở thương lượng và thỏa thuận nên phương thức thanh toán trên thị trường OTC linh hoạt giữa người mua và bán, khác với phương thức thanh toán bù trừ đa phương thống nhất như trên thị trường tập trung. Thời hạn thanh toán không cố định như trên thị trường tập trung mà rất đa dạng T+0, T+1, T+ 2, T+x trên cùng một thị trường, tùy theo từng thương vụ và sự phát triển của thị trường.

1.1.3. Phân biệt thị trường OTC với các thị trường chứng khoán khác

** Thị trường OTC và thị trường chứng khoán tập trung*

Thị trường OTC	Thị trường Sở giao dịch
Điểm giống nhau	
- Đều là các thị trường có tổ chức, chịu sự quản lý, giám sát của Nhà nước - Hoạt động của thị trường chịu sự chi phối của hệ thống Luật chứng khoán và các văn bản pháp luật khác có liên quan.	
Điểm khác nhau	
- Địa điểm giao dịch là phi tập trung	- Địa điểm giao dịch tập trung, có trung tâm giao dịch cụ thể.
- Giao dịch bằng cơ chế thương lượng và thoả thuận giá là chủ yếu, hình thức khớp lệnh thường sử dụng đối với các lệnh nhỏ tại các thị trường OTC mới hình thành	- Giao dịch thông qua đấu giá tập trung
- Trên thị trường có thể có nhiều mức giá đối với một chứng khoán trong cùng một thời điểm.	- Chỉ có một mức giá đối với một chứng khoán trong cùng một thời điểm.
- Giao dịch các loại chứng khoán có độ rủi ro cao. Bao gồm 2 loại chứng khoán: chứng khoán niêm yết trên Sở giao dịch và chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch song đáp ứng các yêu cầu của cơ quan quản lý thị trường OTC.	- Giao dịch các loại chứng khoán có độ rủi ro thấp hơn. Các loại chứng khoán phải đáp ứng các điều kiện niêm yết của Sở.
- Sử dụng hệ thống mạng máy tính diện rộng để giao dịch, thông tin và quản lý	- Có thể sử dụng mạng diện rộng để giao dịch hoặc không.

CHƯƠNG 4: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG

- Có các nhà tạo lập thị trường cho một loại chứng khoán.	- Chỉ có một nhà tạo lập thị trường cho một loại chứng khoán, đó là các chuyên gia chứng khoán của Sở.
- Tổ chức quản lý trực tiếp là Sở giao dịch hoặc Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán.	- Tổ chức quản lý trực tiếp là Sở giao dịch
- Cơ chế thanh toán là linh hoạt và đa dạng	- Cơ chế thanh toán bù trừ đa phương thống nhất.

*** Thị trường OTC và thị trường chứng khoán tự do**

Thị trường OTC	Thị trường tự do
Điểm giống nhau: - Địa điểm giao dịch là phi tập trung - Chủ yếu áp dụng cơ chế xác lập giá qua thương lượng và thoả thuận - Các chứng khoán giao dịch phần lớn là các chứng khoán có tỷ lệ sinh lợi cao, độ rủi ro lớn.	
Điểm khác nhau	
- Là thị trường có tổ chức chặt chẽ	- Là thị trường không có tổ chức
- Giao dịch thông qua thoả thuận qua mạng	- Giao dịch thoả thuận trực tiếp
- Các chứng khoán mua bán là các chứng khoán được phát hành ra công chúng	- Các chứng khoán mua bán là tất cả các chứng khoán phát hành.
- Có sự quản lý, giám sát của Nhà nước và tổ chức tự quản	- Không có sự quản lý của Nhà nước

1.1.4. Vị trí và vai trò của thị trường OTC

a) Vị trí của thị trường OTC

Thị trường OTC là một bộ phận cấu thành thị trường chứng khoán, luôn tồn tại và phát triển song song với thị trường chứng khoán tập trung (các Sở giao dịch chứng khoán). Tuy nhiên, do đặc điểm khác biệt với thị trường tập trung ở cơ chế xác lập giá thương lượng và thoả thuận là chủ yếu, hàng hoá trên thị trường đa dạng. Vì vậy, thị trường OTC có vị trí quan trọng trong cấu trúc thị trường chứng khoán, là thị trường bộ phận hỗ trợ cho thị trường tập trung.

b) Vai trò của thị trường OTC

- Hỗ trợ và thúc đẩy thị trường chứng khoán tập trung phát triển;
- Hạn chế, thu hẹp thị trường tự do, góp phần đảm bảo sự ổn định và lành mạnh của thị trường chứng khoán;
- Tạo thị trường cho các chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết;
- Tạo môi trường đầu tư linh hoạt, thuận lợi cho các nhà đầu tư.

1.2. MỘT SỐ THỊ TRƯỜNG OTC TRÊN THẾ GIỚI

1.2.1. Thị trường OTC Mỹ (NASDAQ)*

Đặc trưng thị trường OTC của Mỹ

Thị trường OTC của Mỹ là mô hình thị trường OTC điển hình được phát triển từ thị trường phi tập trung tự do mang tính truyền thống, giao dịch thông qua thương lượng giá trực tiếp "mặt đối mặt" và chủ yếu qua điện thoại. Thị trường này có sự quản lý của Nhà nước từ sau Luật chứng khoán sửa đổi (Luật Maloney 1938). Thị trường OTC qua mạng máy tính *Nasdaq* được thành lập từ năm 1971 là bộ phận lớn nhất của thị trường thứ cấp Mỹ xét về số lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường với trên 15000 chứng khoán, lớn hơn rất nhiều so với số lượng chứng khoán giao

* UBCKNN, *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và TTCK*

dịch trên thị trường tập trung NYSE. Chứng khoán giao dịch trên thị trường này chiếm đa số là của các công ty thuộc ngành công nghệ thông tin và các công ty vừa và nhỏ.

Thị trường được vận hành bởi một hệ thống các nhà tạo lập thị trường và các nhà môi giới, có khoảng 600 nhà tạo lập thị trường hoạt động tích cực trên Nasdaq và trung bình mỗi nhà tạo lập thị trường đảm nhận 8 loại cổ phiếu. Thị trường Nasdaq chịu sự quản lý hai cấp: Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC) và Hiệp hội các nhà giao dịch chứng khoán quốc gia Mỹ (NASD) quản lý trực tiếp. Thị trường Nasdaq hiện nay đã được nối mạng toàn cầu với nhiều thị trường OTC khác trên thế giới.

Năm 1982, Hiệp hội NASD thành lập thị trường "tinh lọc" của NASDAQ gọi là hệ thống thị trường quốc gia (NNM - Nasdaq National Market System). Đây là bộ phận thị trường của NASDAQ được tổ chức cho các cổ phiếu được giao dịch sôi động nhất và có chất lượng cao hơn, chiếm tới hơn 60% tổng giá trị giao dịch trên thị trường NASDAQ.

Tiêu chuẩn niêm yết chứng khoán trên thị trường Nasdaq

Chứng khoán được giao dịch trên thị trường Nasdaq rất đa dạng về chủng loại và chất lượng, trong đó chủ yếu là chứng khoán của các công ty mới thành lập, công ty vừa và nhỏ, công ty tăng trưởng cao và các công ty công nghệ cao cho đến các công ty lớn có chất lượng cao như Intel, Microsoft và các trái phiếu... Các loại chứng khoán này cũng được phân thành nhiều bảng giao dịch theo chất lượng chứng khoán, thị trường Nasdaq quốc gia (NNM) dành cho chứng khoán chất lượng cao hơn chứng khoán giao dịch tại thị trường Nasdaq thông thường.

Tiêu chuẩn chứng khoán được niêm yết trên Nasdaq được quy định bởi Ủy ban chứng khoán và Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán và bao gồm nhiều tiêu thức khác nhau tùy theo từng thời kỳ, nhưng tựu chung lại các chứng khoán niêm yết là các chứng khoán đã đăng ký theo Luật giao dịch chứng khoán 1934 hay Luật công ty đầu tư 1940 và đáp ứng được các tiêu chuẩn về tổng giá trị tài sản công ty; vốn và lợi nhuận; giá trị vốn lưu

hành của các chứng khoán nợ có thể chuyển đổi; số cổ phiếu do công chúng nắm giữ; số lượng cổ đông; số lượng các nhà tạo lập thị trường cho loại chứng khoán này (tối thiểu phải có 2 nhà tạo lập thị trường). Đối với thị trường NNM, tiêu chuẩn niêm yết chứng khoán cao hơn so với thị trường Nasdaq thông thường ở các tiêu chí về lợi nhuận ròng/năm, giá cổ phiếu, giá trị thị trường của cổ phiếu lưu hành, số nhà tạo lập thị trường cho chứng khoán (4 người).

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quốc gia (NASD)

Hiệp hội được thành lập năm 1939, là tổ chức tự quản có chức năng điều hành hoạt động của thị trường OTC. NASD hoạt động dưới sự kiểm tra, giám sát của SEC và có những nhiệm vụ chủ yếu sau:

- Tiêu chuẩn hoá các giao dịch chứng khoán
- Thông qua và ban hành các quy tắc hành nghề.
- Thực hiện chế độ tự quản giữa các thành viên.
- Thiết lập các quy tắc, quy phạm pháp lý điều chỉnh quyền và nghĩa vụ giữa các thành viên và để bảo vệ nhà đầu tư.
- Cố vấn cho cơ quan nhà nước trong việc quản lý hoạt động của thị trường OTC.
- Ban hành các thể lệ, nguyên tắc trong việc yết giá, đàm phán và thương lượng giá qua hệ thống Nasdaq.
- Điều tra, hoà giải và giải quyết tranh chấp trên thị trường OTC.

Nhà tạo lập thị trường thuộc hệ thống Nasdaq

Về cơ bản, trên thị trường Nasdaq có hai hình thức nhà tạo lập thị trường là nhà tạo lập thị trường bán buôn và bán lẻ. Nhà tạo lập thị trường bán buôn là những người chỉ giao dịch với các nhà môi giới khác và thường được gọi là môi giới của môi giới. Lợi nhuận của họ thu được từ khả năng giao dịch tức là khả năng mua giá thấp và bán giá cao. Nhà tạo lập thị trường bán lẻ khá phổ biến dưới dạng các công ty chứng khoán đảm nhận làm môi

giới giao dịch, họ tạo ra thị trường cho cổ phiếu đồng thời tiến hành một số hình thức dịch vụ tài chính và đầu tư ngân hàng khác.

Để là một nhà tạo lập thị trường thuộc hệ thống Nasdaq người đó phải được NASD chấp thuận. Trong quá trình hoạt động, họ phải thường xuyên yết các giá chào bán và đặt mua phù hợp với thị trường. Đồng thời, họ phải luôn duy trì mức giá trị vốn thuần tối thiểu đối với từng loại chứng khoán được làm giá, luôn sẵn sàng mua hoặc bán ít nhất một đơn vị giao dịch là một lô chẵn 100 cổ phiếu ở mức giá yết đã nêu. Sau 90 giây kể từ lúc thực hiện giao dịch, nhà tạo lập thị trường phải báo cáo và cuối ngày phải báo cáo khối lượng giao dịch trong ngày cho NASD thông qua hệ thống giao dịch do máy tính hỗ trợ (CAES).

Hình thức tổ chức thông tin

Tại thị trường OTC của Mỹ có hai hình thức tổ chức thông tin chính là thông qua hệ thống "màn hình" và qua "ấn phẩm".

Thông qua hệ thống màn hình Nasdaq

Với đặc điểm đã được điện toán hoá và nối mạng với các thành viên, hệ thống đảm nhận vai trò cung cấp giá chứng khoán cho các nhà tạo lập thị trường, các nhà môi giới và nhà đầu tư để tiến hành thương lượng, đàm phán trước khi ký hợp đồng giao dịch chứng khoán. Giá được công bố trên hệ thống qua ba cấp độ:

- **Cấp 1:** Hệ thống cung cấp cho những thành viên đã đăng ký những thông tin cập nhật về giá mua cao nhất và giá bán thấp nhất trên thị trường, từ đó họ có thể tìm ra mức giá phù hợp nhất để giao dịch.

- **Cấp 2:** Thông qua các thiết bị máy tính nối với hệ thống được lắp đặt ở những nơi có hoạt động giao dịch nhộn nhịp nhất, các nhà đầu tư có thể biết được giá yết của các nhà tạo lập thị trường một cách chính xác và cập nhật nhất.

- **Cấp 3:** Hệ thống cung cấp cho các nhà tạo lập thị trường đã được NASD uỷ quyền giá yết của tất cả các nhà tạo lập thị trường và cho phép họ điều chỉnh giá yết của mình.

Các báo giá chọn lọc

Thông qua Ủy ban báo giá của mình, NASD tập hợp hàng ngày các giá chào bán và đặt mua của một số loại chứng khoán chọn lọc trên thị trường OTC và công bố trên 300 tờ báo khắp cả nước. Một công ty giao dịch môi giới của NASD có thể yêu cầu Ủy ban báo giá địa phương đưa thêm một số loại chứng khoán vào danh sách báo giá, đề nghị này được chấp nhận hay từ chối là tùy thuộc vào chứng khoán đó có đáp ứng được những tiêu chuẩn của Ủy ban chứng khoán hay không.

Bản báo giá màu hồng và màu vàng

Cục báo giá quốc gia (NQB) chịu trách nhiệm xuất bản một loại ấn phẩm gọi là "bản báo giá" in trên giấy màu hồng báo giá yết và tên của các nhà tạo lập thị trường đối với 11000 cổ phiếu và bản báo giá màu vàng báo giá của các loại trái phiếu. Những bản thông báo này được xuất bản hàng ngày và chỉ được phân phối cho các công ty chứng khoán đã đặt mua. Các giá báo trên hai bản thông báo này không có trên chuyên mục tài chính của các tờ báo khác.

Các bước tiến hành giao dịch trên thị trường Nasdaq

Bước 1: Nhà đầu tư A có nhu cầu mua 100 cổ phiếu của công ty xyz được niêm yết trên Nasdaq gọi điện cho người môi giới B.

Bước 2: Nhà môi giới B viết phiếu đặt mua rồi gửi cho nhà tạo lập thị trường C đảm nhận làm giá cho cổ phiếu xyz.

Bước 3: Nhà tạo lập thị trường C tìm một nhà tạo lập thị trường khác muốn bán 100 cổ phiếu công ty xyz bằng 2 cách: thông qua NQB hoặc qua Nasdaq. Nếu qua Nasdaq, nhà tạo lập thị trường C phải là một thành viên và lúc này, C sẽ tìm nhà tạo lập thị trường có mức giá thấp nhất. Còn nếu qua NQB, C sẽ tìm trên "bản báo giá màu hồng" để biết một số nhà tạo lập thị trường khác đang nắm giữ cổ phiếu xyz và biết giá cả hiện tại của từng người và chọn mức giá phù hợp cho giao dịch của mình.

Bước 4: Nhà tạo lập thị trường C chuyển kết quả giao dịch tới B với mức giá được kê cao hơn, B sẽ báo lại cho khách hàng kết quả giao dịch có kèm phí hoa hồng môi giới.

1.2.2. Thị trường OTC ở Châu Á

1.2.2.1. Thị trường OTC Nhật Bản

Nhật Bản có hai thị trường OTC cùng hoạt động đồng thời, đó là thị trường Jasdaq và thị trường J-net.

Thị trường *Jasdaq* hoạt động từ năm 1991 trên cơ sở phát triển thị trường OTC truyền thống hoạt động từ tháng 2/1963 do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Nhật Bản (JSDA) quản lý. Luật chứng khoán sửa đổi năm 1983 đã đưa thị trường OTC này vào quỹ đạo quản lý của Nhà nước, cơ chế thương lượng giá tay đôi giữa các công ty chứng khoán và giữa công ty chứng khoán với khách hàng được đổi sang cơ chế đấu giá tập trung qua hệ thống các nhà tạo lập thị trường. Hệ thống các nhà tạo lập thị trường được áp dụng để cạnh tranh với thị trường tập trung và tạo tính thanh khoản cho thị trường OTC. Hiện nay, trên thị trường Jasdaq có 449 công ty làm vai trò tạo lập thị trường.

Chứng khoán giao dịch trên thị trường này là chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, công ty có chất lượng hạng hai, công ty công nghệ cao. Tiêu chí niêm yết trên Jasdaq chủ yếu dựa vào các tiêu chuẩn như thời gian thành lập công ty, tài sản ròng, lợi nhuận ròng, tổng giá trị thị trường của chứng khoán, số lượng cổ đông, số lượng chứng khoán lưu hành, ý kiến kiểm toán và các tiêu chí khác. Tính đến thời điểm cuối năm 1999 đã có 929 chứng khoán được giao dịch trên thị trường này, tăng hơn gấp 3 lần so với năm 1990 (300 chứng khoán). Chứng khoán không đủ điều kiện giao dịch trên Sở giao dịch và thị trường khu vực II cũng được sự hỗ trợ để giao dịch qua mạng Jasdaq tương tự như đối với thị trường Nasdaq Mỹ.

Hệ thống giao dịch và thông tin tự động qua mạng Jasdaq theo mô hình Nasdaq Mỹ được chính thức đưa vào hoạt động từ năm 1991 để thúc đẩy thị trường OTC phát triển, bao gồm 2 mạng bộ phận đảm nhận 2 chức năng

riêng: mạng giao dịch và mạng thông tin. Mạng giao dịch được sử dụng để khớp các lệnh giao dịch tự động và mạng thông tin được dùng cho các nhà tạo lập thị trường báo giá tập trung, thông báo về các giao dịch đã thoả thuận và truyền phát các thông tin khác .

Thị trường *J-net* mới được đưa vào hoạt động từ tháng 5 năm 2000, chịu sự quản lý trực tiếp của Sở giao dịch chứng khoán Osaka (OSE), được tổ chức dành cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch nhằm đáp ứng yêu cầu tiết kiệm thời gian và chi phí cho các đối tượng tham gia thị trường, hoạt động theo phương thức thương lượng giá. Thành viên của OSE, người đầu tư và trung tâm quản lý được trực tiếp nối mạng với nhau thông qua một mạng điện tử đa tầng, tạo điều kiện cho các đối tượng này có thể chia sẻ thông tin thị trường.

Đặc trưng của J-Net là cung cấp các dịch vụ với giá rẻ, tốc độ nhanh, tiện lợi và có thể truy cập trực tiếp thông tin thị trường, J-Net cũng là mạng được nối với các mạng khác trong nước và quốc tế. Hiện nay OSE và JSDA đang xúc tiến việc hợp nhất thị trường Jasdaq và J-net này để thúc đẩy hoạt động giao dịch các chứng khoán OTC hơn nữa. Mô hình thị trường J-net là mô hình giao dịch được đánh giá có tiềm năng phát triển.

1.2.2.2. Thị trường OTC Hàn Quốc (Kosdaq)

Thị trường OTC truyền thống của Hàn Quốc được thành lập tháng 04/1987 nhằm tạo môi trường hoạt động cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KSE), thị trường chịu sự kiểm soát của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (KSDA) thành lập năm 1953.

Tháng 04/1997, Chính phủ Hàn Quốc quyết định tổ chức lại và thúc đẩy phát triển thị trường này bằng việc thành lập thị trường mạng máy tính điện tử **Kosdaq** nhằm tạo điều kiện cho các công ty mạo hiểm, công ty công nghệ cao, quỹ tương hỗ và các công ty vừa và nhỏ không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường tập trung có thể huy động vốn trực tiếp. Thị trường được xây dựng theo mô hình thị trường Nasdaq, tiến hành giao dịch qua mạng điện tử có sự kiểm soát của trung tâm. Các tổ chức niêm yết trên thị

trường Kosdaq phải đáp ứng một số tiêu chí cơ bản như mức vốn điều lệ tối thiểu, tỷ lệ phát hành ra công chúng... Tuy nhiên, việc đấu giá được thực hiện theo phương thức đấu lệnh tập trung tương tự như sở giao dịch.

Thị trường Kosdaq là một trong những thị trường được quản lý khá hiệu quả. Hiện nay, thị trường Kosdaq đang rất phát triển và có khả năng cạnh tranh lớn với thị trường của những chứng khoán có chất lượng cao KSE. Tốc độ tăng thị phần hàng năm của thị trường này lớn hơn nhiều so với thị trường tập trung và chiếm khoảng 98% tổng giao dịch trái phiếu của TTCK. Tính đến tháng 12/1999, giá trị giao dịch bình quân của Kosdaq là khoảng 1/3 so với KSE.

Tháng 03/2000, thị trường thứ ba (OTC-BB) theo mô hình Nasdaq OTC-BB của Mỹ chính thức đi vào hoạt động nhằm tạo điều kiện huy động vốn cho các trái phiếu và các cổ phiếu chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên KSE và trên Kosdaq. Thị trường này sử dụng mạng điện tử Kosdaq để giao dịch tương tự như thị trường OTC-BB Mỹ. Phương thức xác lập giá trên thị trường này là phương thức thông lệnh tự động (crossed matching) trên cơ sở tự động tiến hàng khớp hai lệnh có giá và khối lượng như nhau. Đây là phương pháp thương lượng giá tự động đang được áp dụng tại một bộ phận của thị trường Nasdaq Mỹ.

1.2.2.3 Thị trường OTC Malaysia (Mesdaq)

Tháng 5/1996, Chính phủ Malaysia bắt đầu xem xét khả năng xây dựng một thị trường OTC nhằm đáp ứng nhu cầu huy động vốn của các công ty công nghệ cao, công ty có vốn nhỏ, công ty liên doanh... Hội đồng Chứng khoán Malaysia đã nghiên cứu tổ chức và hoạt động của các thị trường OTC trên thế giới và dự kiến thành lập thị trường **Mesdaq** độc lập với Sở giao dịch chứng khoán Kuala Lumpur. Thị trường Mesdaq được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng đối với TTCK Malaysia tương tự như Nasdaq đối với Mỹ. Thị trường này sẽ tạo điều kiện cho các công ty nhỏ, công ty công nghệ cao huy động vốn và xa hơn nữa là thu hút các công ty khác trên thế giới. Việc xây dựng thị trường này nằm trong chiến lược phát triển kinh tế và trước mắt là

chiến lược hoàn thành sự nghiệp công nghiệp hoá - hiện đại hoá đất nước vào cuối năm 2020.

Mesdaq khai trương hoạt động ngày 30 /04/1999, với phương châm nằm trong bốn chữ: ***công bằng, hiệu quả, linh hoạt và công khai*** (FELT). Mesdaq là một công ty trách nhiệm hữu hạn của các thành viên trực tiếp sở hữu dưới dạng một tổ chức tự quản, có vị trí độc lập với Sở giao dịch Kuala Lumpur và cũng không thuộc Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán. Đây đồng thời là tổ chức hoạt động phi lợi nhuận, tự hạch toán thông qua phí thành viên và phí niêm yết. Hệ thống trung gian thị trường bao gồm các nhà bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư, các nhà tài trợ, các nhà tạo lập thị trường...

Tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường này bao gồm các tiêu chí về kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh, mô hình hoạt động công ty, triển vọng của công ty, các mâu thuẫn lợi ích tồn tại liên quan đến công ty, chương trình nghiên cứu phát triển.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày những vấn đề cơ bản về thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC)?
2. Phân biệt thị trường OTC và thị trường chứng khoán tập trung, OTC và thị trường tự do?
3. Hãy bình luận quan điểm cho rằng phát triển thị trường OTC là giải pháp hữu hiệu nhất để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay?
4. Phân tích vị trí và vai trò của thị trường OTC trong tổng thể thị trường chứng khoán nói chung.
5. Phân tích mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán tập trung và thị trường OTC.