

**B2.529**



**TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH**

**PGS.TS. LÊ THỊ TUYẾT HOA (Chủ biên)**

# **GIÁO TRÌNH**

# **THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH**

# **VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH**



**NHÀ XUẤT BẢN KINH TẾ  
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

# GIÁO TRÌNH THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI  
02.529.12019  
THƯ VIỆN



THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH  
CHỦ BIÊN: PGS.TS. LÊ THỊ TUYẾT HOA

## GIÁO TRÌNH

# THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH

NHÀ XUẤT BẢN KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH



HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



## DANH SÁCH BIÊN SOẠN

THÀNH VIÊN	NHIỆM VỤ
PGS.TS. Lê Thị Tuyết Hoa	Chủ biên, biên soạn Chương 1
ThS. Ngô Sỹ Nam	Thư ký tổng hợp
TS. Đặng Văn Dân	Chương 5, Chương 7, Chương 6 (1/2)
ThS. Dương Thị Thùy An	Chương 6 (1/2)
ThS. Vũ Thị Anh Thư	Chương 9 (1/2)
ThS. Nguyễn Anh Vũ	Chương 8, Chương 10
ThS. Trần Tuấn Vinh	Chương 11, Chương 4 (1/5)
ThS. Võ Văn Hào	Chương 4 (1/5)
ThS. Triệu Kim Lanh	Chương 3, Chương 4 (1/5), Chương 9 (1/2)
ThS. Nguyễn Phạm Thi Nhân	Chương 2
ThS. Nguyễn Duy Linh	Chương 4 (1/5)
CN. Phạm Thị Mỹ Châu	Chương 4 (1/5)



THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

# LỜI MỞ ĐẦU

Trong bối cảnh hội nhập ngày nay, hoạt động của thị trường tài chính và các định chế tài chính đã trở nên gắn bó chặt chẽ, như một phần tất yếu trong nền kinh tế của một quốc gia cũng như giữa các quốc gia trên thế giới. Thị trường tài chính và các định chế tài chính ngày càng khẳng định vai trò của mình trong sự phát triển của nền kinh tế nói chung. Thị trường tài chính là nơi để những nguồn cung vốn có thể đến được với những nơi cần vốn. Với ý nghĩa quan trọng như vậy, không khó hiểu vì sao việc nghiên cứu về thị trường tài chính và các định chế tài chính luôn là một môn học nền tảng cho sinh viên chuyên ngành Tài chính – Ngân hàng nói riêng và cho sinh viên khối ngành kinh tế nói chung.

Giáo trình *“Thị trường tài chính và các định chế tài chính”* của Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh được biên soạn nhằm mục đích cung cấp những kiến thức nền tảng và chuyên sâu về thị trường tài chính như: thị trường tiền tệ, thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, thị trường ngoại hối, thị trường các công cụ phái sinh... Và về các định chế tài chính như: ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, sở giao dịch chứng khoán, hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán...

Với hàm lượng thông tin chuyên tải có chọn lọc, giáo trình Thị trường tài chính và các định chế tài chính của Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh sẽ là một tài liệu hữu ích, không chỉ đối với sinh viên đại học, sau đại học mà còn đối với giảng viên, các nhà nghiên cứu, các nhà đầu tư và những người dành nhiều sự quan tâm đến thị trường tài chính và các định chế tài chính. Nhóm tác giả hi vọng rằng, thông qua tài liệu này, người đọc có thể tìm được những thông tin hữu ích mà mình cần và qua đó, hỗ trợ thiết thực cho công tác học tập, nghiên cứu và thực tiễn làm việc của mình.



Giáo trình: *“Thị trường tài chính và các định chế tài chính”* do PGS.TS **Lê Thị Tuyết Hoa** chủ biên. Giáo trình được kết cấu bao gồm 11 chương, với sự tham gia biên soạn và biên tập của tập thể tác giả: PGS.TS. Lê Thị Tuyết Hoa, TS. Đặng Văn Dân, ThS. Nguyễn Anh Vũ, ThS. Trần Tuấn Vinh, ThS. Nguyễn Phạm Thi Nhân, ThS. Vũ Thị Anh Thư, ThS. Triệu Kim Lanh, ThS. Võ Văn Hào, ThS. Dương Thị Thuý An, ThS. Nguyễn Duy Linh, ThS. Ngô Sỹ Nam và CN. Phạm Thị Mỹ Châu.

Mặc dù đã rất cố gắng, song tập thể tác giả biết rằng giáo trình khó tránh khỏi những sai sót cả về nội dung và hình thức. Với nỗ lực để giáo trình ngày một hoàn thiện, tập thể tác giả rất mong nhận được những đóng góp quý báu của người đọc qua địa chỉ [hoaltdt@buh.edu.vn](mailto:hoaltdt@buh.edu.vn). Những đóng góp đó sẽ là nguồn động viên lớn lao dành cho tập thể tác giả. Xin được tri ân sâu sắc sự quan tâm mà người đọc đã dành cho quyển sách này.

*TP.HCM, Ngày 08 tháng 2 năm 2016*

**THAY MẶT TẬP THỂ TÁC GIẢ**

**PGS.TS. Lê Thị Tuyết Hoa**



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

# MỤC LỤC

LỜI MỞ ĐẦU.....	5
MỤC LỤC .....	7
PHẦN I TỔNG QUAN.....	19
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH.....	20
1.1 HỆ THỐNG TÀI CHÍNH .....	20
1.1.1 Khái niệm hệ thống tài chính và sự luân chuyển vốn trong hệ thống tài chính .....	20
1.1.2 Chức năng và vai trò của hệ thống tài chính .....	23
1.1.3 Các thành phần của hệ thống tài chính.....	26
1.2 TÀI SẢN TÀI CHÍNH.....	29
1.2.1 Khái niệm và đặc điểm tài sản tài chính.....	29
1.2.2 Các loại tài sản tài chính .....	30
1.2.3 Các đặc điểm của tài sản tài chính .....	37
1.3 THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH.....	39
1.3.1 Khái niệm thị trường tài chính .....	39
1.3.2. Chức năng của thị trường tài chính .....	40
1.3.3 Cấu trúc của thị trường tài chính.....	41
1.3.4 Toàn cầu hóa thị trường tài chính .....	50
1.3.5 Thị trường hiệu quả và vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính.....	55

<b>1.4 ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH.....</b>	<b>59</b>
1.4.1 Khái niệm và đặc điểm của định chế tài chính.....	59
1.4.2 Vai trò của định chế tài chính .....	60
1.4.3 Phân loại các định chế tài chính.....	61
1.4.4 Mô hình hoạt động của các định chế tài chính.....	66
<b>1.5 CÁC TỔ CHỨC QUẢN LÝ VÀ GIÁM SÁT HỆ THỐNG TÀI CHÍNH .....</b>	<b>67</b>
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 1 .....</b>	<b>71</b>
<b>CÂU HỎI THẢO LUẬN.....</b>	<b>72</b>
<b>PHẦN II THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH .....</b>	<b>74</b>
<b>CHƯƠNG 2: THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ.....</b>	<b>75</b>
<b>2.1 KHÁI NIỆM VÀ ĐẶC ĐIỂM THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ.....</b>	<b>75</b>
2.1.1 Khái niệm thị trường tiền tệ.....	75
2.1.2 Đặc điểm thị trường tiền tệ.....	76
<b>2.2 CÁC CHỦ THỂ THAM GIA THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ .....</b>	<b>76</b>
2.2.1 Ngân hàng trung ương.....	76
2.2.2 Bộ tài chính .....	77
2.2.3 Chính quyền địa phương.....	78
2.2.4 Ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính .....	78
2.2.5 Các doanh nghiệp.....	79
<b>2.3 CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ .....</b>	<b>80</b>
2.3.1 Thị trường tiền gửi.....	80
2.3.2 Thị trường tín dụng ngắn hạn.....	81
2.3.3 Thị trường liên ngân hàng.....	81



2.3.4 Thị trường mở .....	86
<b>2.4 CÁC CÔNG CỤ TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ.....</b>	<b>95</b>
2.4.1 Tín phiếu kho bạc.....	95
2.4.2 Chứng chỉ tiền gửi.....	98
2.4.3 Thương phiếu.....	101
2.4.4 Chấp phiếu ngân hàng.....	106
2.4.5 Hợp đồng Repo .....	110
<b>2.5. CÁC GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ .....</b>	<b>112</b>
2.5.1 Nghiệp vụ phát hành giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ .....	112
2.5.2 Nghiệp vụ chiết khấu giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ .....	118
2.5.3 Nghiệp vụ mua, bán có kỳ hạn các giấy tờ có giá.....	123
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 2 .....</b>	<b>127</b>
<b>CÂU HỎI &amp; BÀI TẬP .....</b>	<b>128</b>
<b>CHƯƠNG 3: THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU .....</b>	<b>130</b>
<b>3.1 NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ TRÁI PHIẾU.....</b>	<b>130</b>
3.1.1 Khái niệm và đặc điểm trái phiếu.....	130
3.1.2 Phân loại trái phiếu.....	131
3.1.3 Các yếu tố trong nội dung của trái phiếu .....	143
<b>3.2 ĐO LƯỜNG LÃI SUẤT TRÁI PHIẾU .....</b>	<b>147</b>
3.2.1 Lãi suất danh định .....	147
3.2.2. Lãi suất hiện hành .....	147
3.2.3. Lãi suất đảo hạn .....	148
3.2.4 Lãi suất thu hồi.....	151

<b>3.3 ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU.....</b>	<b>153</b>
3.3.1 Định giá trái phiếu coupon.....	153
3.3.2 Định giá trái phiếu vĩnh viễn.....	154
3.3.3 Định giá trái phiếu zero coupon.....	154
3.3.4 Định giá trái phiếu tại thời điểm khác ngày trả lãi.....	154
<b>3.4 CÁC LOẠI RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU.....</b>	<b>155</b>
3.4.1 Rủi ro tín dụng.....	156
3.4.2 Rủi ro tái đầu tư.....	160
3.4.3 Rủi ro lãi suất.....	161
3.4.4 Một số rủi ro khác.....	163
<b>3.5 PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU.....</b>	<b>164</b>
3.5.1 Chủ thể phát hành.....	164
3.5.2 Hình thức phát hành trái phiếu.....	165
3.5.3 Điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp.....	166
3.5.4 Phương pháp phát hành trái phiếu.....	168
3.5.5 Hình thức bán trái phiếu.....	170
<b>3.6 GIAO DỊCH TRÁI PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP.....</b>	<b>179</b>
3.6.1 Niêm yết trái phiếu.....	179
3.6.2 Giao dịch trái phiếu tại sở giao dịch chứng khoán.....	180
<b>3.7 CHỨNG KHOÁN HÓA.....</b>	<b>183</b>
3.7.1 Khái niệm chứng khoán hóa.....	183
3.7.2 Các sản phẩm chứng khoán hóa.....	183
3.7.3 Chủ thể tham gia trong quá trình chứng khoán hóa.....	188

3.7.4 Lợi ích và rủi ro của chứng khoán hóa.....	189
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 3 .....</b>	<b>191</b>
<b>CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP.....</b>	<b>192</b>
<b>CHƯƠNG 4: THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU .....</b>	<b>194</b>
<b>4.1 KHÁI QUÁT VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN VÀ CỔ PHIẾU.....</b>	<b>194</b>
4.1.1 Khái niệm và đặc điểm của công ty cổ phần.....	194
4.1.2 Khái niệm và đặc điểm của cổ phiếu.....	199
4.1.3 Phân loại cổ phiếu .....	202
4.1.4 Các loại giá trị của cổ phiếu.....	209
<b>4.2 LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU.....</b>	<b>211</b>
4.2.1 Lợi nhuận .....	211
4.2.2 Rủi ro.....	212
<b>4.3 NGHIỆP VỤ PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU .....</b>	<b>214</b>
4.3.1 Các hình thức phát hành cổ phiếu .....	214
4.3.2 Phương thức phát hành cổ phiếu.....	217
4.3.3 Quy trình phát hành cổ phiếu .....	219
<b>4.4 NGHIỆP VỤ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG TẬP TRUNG .....</b>	<b>219</b>
4.4.1 Niêm yết cổ phiếu tại sở giao dịch chứng khoán .....	219
4.4.2 Giao dịch cổ phiếu tại sở giao dịch chứng khoán .....	224
<b>4.5 NGHIỆP VỤ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG PHI TẬP TRUNG .....</b>	<b>263</b>
4.5.1 Khái niệm và đặc điểm của thị trường OTC .....	263
4.5.2 Tổ chức thị trường OTC.....	265
4.5.3 Nghiệp vụ trên thị trường OTC.....	268



TÓM TẮT CHƯƠNG .....	270
CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP .....	271
<b>CHƯƠNG 5: THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI .....</b>	<b>277</b>
<b>5.1 TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI.....</b>	<b>277</b>
5.1.1 Khái niệm thị trường ngoại hối .....	277
5.1.2 Đặc điểm cơ bản của thị trường ngoại hối .....	278
5.1.3 Các chủ thể tham gia thị trường ngoại hối .....	280
5.1.4 Phân loại thị trường ngoại hối .....	281
5.1.5 Vai trò của thị trường ngoại hối .....	282
<b>5.2 TỈ GIÁ HỐI ĐOÁI VÀ CÁC NỘI DUNG LIÊN QUAN .....</b>	<b>283</b>
5.2.1 Khái niệm tỉ giá hối đoái.....	283
5.2.2 Phân loại tỉ giá hối đoái.....	284
5.2.3 Niêm yết tỉ giá.....	286
<b>5.3 CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỈ GIÁ HỐI ĐOÁI.....</b>	<b>298</b>
5.3.1 Nhân tố trực tiếp.....	298
5.3.2 Nhân tố gián tiếp .....	299
<b>5.4 NGHIỆP VỤ GIAO DỊCH NGOẠI HỐI.....</b>	<b>301</b>
5.4.1 Giao dịch ngoại hối giao ngay .....	301
5.4.2 Giao dịch ngoại hối kỳ hạn .....	303
5.4.3 Giao dịch hoán đổi ngoại hối .....	308
5.4.4 Giao dịch ngoại hối giao sau.....	311
5.4.5 Giao dịch quyền chọn tiền tệ.....	313
TÓM TẮT CHƯƠNG 5 .....	316
CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP.....	317

<b>CHƯƠNG 6: THỊ TRƯỜNG CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH.....</b>	<b>318</b>
<b>6.1 KHÁI NIỆM VÀ VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG CÔNG CỤ PHÁI SINH .....</b>	<b>318</b>
6.1.1 Khái niệm.....	318
6.1.2 Vai trò của thị trường công cụ phái sinh.....	319
<b>6.2 CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH PHÂN LOẠI THEO ĐẶC ĐIỂM...322</b>	
6.2.1 Hợp đồng kỳ hạn.....	322
6.2.2 Hợp đồng tương lai .....	324
6.2.3 Hợp đồng quyền chọn .....	326
6.2.4 Các loại công cụ phái sinh khác.....	337
<b>6.3 CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH PHÂN LOẠI THEO TÀI SẢN CƠ SỞ.....339</b>	
6.3.1 Công cụ phái sinh chứng khoán và chỉ số chứng khoán .....	339
6.3.2 Công cụ phái sinh hàng hóa .....	340
6.3.3 Công cụ phái sinh lãi suất .....	341
6.3.4 Công cụ phái sinh ngoại hối.....	345
6.3.5 Công cụ phái sinh tín dụng.....	346
<b>6.4 GIAO DỊCH CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH .....</b>	<b>348</b>
6.4.1 Tạo lập và phát hành các công cụ phái sinh.....	348
6.4.2 Giao dịch các công cụ phái sinh trên thị trường thứ cấp.....	349
<b>6.5 GIỚI THIỆU MỘT SỐ THỊ TRƯỜNG PHÁI SINH TRÊN THẾ GIỚI .....</b>	<b>351</b>
6.5.1 Thị trường phái sinh của Mỹ và Sở giao dịch quyền chọn Chicago ..	351
6.5.2 Thị trường phái sinh Singapore.....	352
6.5.3 Thị trường phái sinh Đài Loan.....	353





6.5.4 Thị trường phái sinh Hàn Quốc.....	354
<b>6.6 THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM.....</b>	<b>355</b>
6.6.1 Sự hình thành Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam.....	356
6.6.2 Lợi ích của Thị trường Chứng khoán Phái sinh ở Việt Nam.....	358
6.6.3 Cơ hội và thách thức đối với việc phát triển Thị trường Chứng khoán phái sinh Việt Nam.....	359
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 6.....</b>	<b>362</b>
<b>CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP.....</b>	<b>363</b>
<b>PHẦN III CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH.....</b>	<b>365</b>
<b>CHƯƠNG 7: NGÂN HÀNG.....</b>	<b>366</b>
<b>7.1 NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG.....</b>	<b>366</b>
7.1.1 Khái niệm ngân hàng trung ương.....	366
7.1.2 Chức năng của ngân hàng trung ương.....	367
<b>7.2 NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI.....</b>	<b>372</b>
7.2.1 Khái niệm ngân hàng thương mại.....	372
7.2.2 Chức năng của ngân hàng thương mại.....	373
7.2.3 Các nghiệp vụ của ngân hàng thương mại.....	375
<b>7.3 NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ.....</b>	<b>389</b>
7.3.1 Khái niệm ngân hàng đầu tư.....	389
7.3.2 Chức năng của ngân hàng đầu tư.....	390
7.3.3 Các nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư.....	391
<b>7.4 CÁC NGÂN HÀNG ĐẶC BIỆT.....</b>	<b>394</b>
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 7.....</b>	<b>396</b>
<b>CÂU HỎI THẢO LUẬN.....</b>	<b>397</b>

<b>CHƯƠNG 8: CÔNG TY BẢO HIỂM.....</b>	<b>398</b>
<b>8.1 TỔNG QUAN VỀ RỦI RO VÀ BẢO HIỂM.....</b>	<b>398</b>
8.1.1 Rủi ro.....	398
8.1.2 Bảo hiểm .....	401
8.1.3 Các đặc điểm của rủi ro-có thể được bảo hiểm .....	406
8.1.4 Các nguyên tắc của hoạt động bảo hiểm .....	409
8.1.5 Vấn đề thông tin bất cân xứng trong bảo hiểm .....	417
<b>8.2 KHÁI NIỆM VÀ MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM .....</b>	<b>418</b>
8.2.1 Khái niệm công ty bảo hiểm .....	418
8.2.2 Mô hình tổ chức và hoạt động của công ty bảo hiểm.....	422
<b>8.3 NGUYÊN TẮC TRONG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BẢO HIỂM CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM .....</b>	<b>424</b>
8.3.1 Nguyên tắc đảm bảo quy luật số đông .....	424
8.3.2 Nguyên tắc phân tán rủi ro .....	426
8.3.3 Nguyên tắc lựa chọn, phân loại rủi ro và định phí bảo hiểm ứng với mức rủi ro.....	428
<b>8.4 CÁC SẢN PHẨM BẢO HIỂM CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM.....</b>	<b>428</b>
8.4.1 Các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.....	429
8.4.2 Các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ.....	433
<b>8.5 CÁC NGHIỆP VỤ CƠ BẢN CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM .....</b>	<b>437</b>
8.5.1 Marketing và phân phối sản phẩm .....	437
8.5.2 Thẩm định bảo hiểm (Underwriting) .....	440
8.5.3 Hoạt động đầu tư.....	445
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 8 .....</b>	<b>448</b>



CÂU HỎI THẢO LUẬN.....	450
<b>CHƯƠNG 9: CÔNG TY TÀI CHÍNH VÀ CÔNG TY CHO THUÊ TÀI CHÍNH.....</b>	<b>451</b>
<b>9.1 CÔNG TY TÀI CHÍNH .....</b>	<b>451</b>
9.1.1 Khái niệm.....	451
9.1.2 Các loại hình công ty tài chính.....	453
9.1.3 Các nghiệp vụ của công ty tài chính .....	458
<b>9.2 CÔNG TY CHO THUÊ TÀI CHÍNH.....</b>	<b>466</b>
9.2.1 Khái niệm cho thuê tài chính và công ty cho thuê tài chính .....	466
9.2.2 Các yếu tố trong một giao dịch cho thuê tài chính.....	474
9.2.3 Các loại hình cho thuê tài chính.....	478
9.2.4 Các nghiệp vụ của công ty cho thuê tài chính tại Việt Nam .....	481
9.2.5 Một số nguyên tắc kế toán đối với cho thuê tài chính tại Việt Nam..	483
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 9 .....</b>	<b>484</b>
CÂU HỎI THẢO LUẬN.....	486
<b>CHƯƠNG 10: QUỸ ĐẦU TƯ .....</b>	<b>487</b>
<b>10.1 KHÁI NIỆM, VAI TRÒ CỦA QUỸ ĐẦU TƯ.....</b>	<b>487</b>
10.1.1 Khái niệm và đặc điểm của quỹ đầu tư .....	487
10.1.2 Vai trò của quỹ đầu tư.....	490
<b>10.2 CÁC LOẠI HÌNH QUỸ ĐẦU TƯ.....</b>	<b>493</b>
10.2.1 Phân loại quỹ đầu tư theo nguồn vốn huy động.....	494
10.2.2 Phân loại quỹ đầu tư theo hình thức pháp lý.....	494
10.2.3 Phân loại quỹ đầu tư đại chúng theo cấu trúc vận động.....	496
10.2.4 Phân loại quỹ đầu tư theo mục tiêu đầu tư và chính sách phân bổ tài sản .....	500



10.2.5 Một số loại hình quỹ đầu tư đặc biệt.....	504
<b>10.3 CƠ CẤU TỔ CHỨC CỦA QUỸ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>506</b>
10.3.1 Nhà đầu tư.....	507
10.3.2 Công ty quản lý quỹ.....	509
10.3.3 Ngân hàng giám sát.....	510
10.3.3 Các cơ quan quản lý.....	512
10.3.4 Tổ chức kiểm toán và các tổ chức khác .....	512
<b>10.4 CÁC NGHIỆP VỤ CƠ BẢN CỦA QUỸ ĐẦU TƯ .....</b>	<b>513</b>
10.4.1 Huy động vốn.....	513
10.4.2 Xác định giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư.....	517
10.4.3 Chi phí của quỹ đầu tư .....	519
10.4.4 Hoạt động đầu tư.....	522
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 10.....</b>	<b>530</b>
<b>CÂU HỎI THẢO LUẬN.....</b>	<b>531</b>
<b>CHƯƠNG 11: CÁC TỔ CHỨC HỖ TRỢ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH.....</b>	<b>532</b>
<b>11.1 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN.....</b>	<b>532</b>
11.1.1 Khái niệm và vai trò của công ty chứng khoán.....	532
11.1.2 Mô hình hoạt động của công ty chứng khoán .....	534
11.1.3 Nghiệp vụ của công ty chứng khoán.....	536
<b>11.2 CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ.....</b>	<b>546</b>
11.2.1 Khái niệm và vai trò của công ty quản lý quỹ.....	546
11.2.2 Mô hình hoạt động của công ty quản lý quỹ .....	547
11.2.3 Nghiệp vụ của công ty quản lý quỹ.....	550



THƯ VIỆN  
17 HUBT

TRƯỜNG Đ. H. KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI  
THƯ VIỆN

<b>11.3 SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN.....</b>	<b>556</b>
11.3.1 Khái niệm và đặc điểm của Sở giao dịch chứng khoán .....	556
11.3.2 Thành viên Sở giao dịch chứng khoán.....	558
11.3.3 Cơ cấu tổ chức sở giao dịch chứng khoán.....	562
<b>11.4 HỆ THỐNG ĐĂNG KÝ, LƯU KÝ VÀ THANH TOÁN BÙ TRỪ CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>567</b>
11.4.1 Khái quát về hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán .....	567
11.4.2 Vai trò của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán .....	572
11.4.3 Tổ chức của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán .....	573
11.4.4 Quy trình đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán..	576
<b>TÓM TẮT CHƯƠNG 11.....</b>	<b>580</b>
<b>CÂU HỎI THẢO LUẬN.....</b>	<b>582</b>
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO.....</b>	<b>584</b>



---

# PHẦN I TỔNG QUAN

---



THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

# CHƯƠNG 1

## TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH

---

*Mục tiêu của chương này là hệ thống hóa lý luận cơ bản tổng quan về hệ thống tài chính. Thông qua chương này, người đọc có thể biết và hiểu được một cách khái quát các bộ phận cấu thành hệ thống tài chính, thị trường tài chính hiệu quả và thị trường tài chính trong điều kiện toàn cầu hóa. Đồng thời, qua chương này, người đọc cũng biết được các mô hình và các tổ chức quản lý và giám sát hệ thống tài chính. Chương này sẽ mang lại một cái nhìn chung, mở đầu cho những nghiên cứu chi tiết hơn về thị trường tài chính và các định chế tài chính ở các chương tiếp theo.*

### 1.1 HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

#### 1.1.1 Khái niệm hệ thống tài chính và sự luân chuyển vốn trong hệ thống tài chính

Tiết kiệm và chi tiêu (bao gồm cả chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu đầu tư) là những nhân tố cơ bản quyết định tăng trưởng kinh tế dài hạn. Tuy nhiên vấn đề quan trọng là nền kinh tế phối hợp tiết kiệm và chi tiêu như thế nào. Làm thế nào để đưa những chủ thể tiết kiệm và chủ thể chi tiêu đến với nhau. Làm thế nào để bảo đảm rằng những mức cung về vốn từ những người tiết kiệm cân bằng với mức cầu về vốn từ những người chi tiêu cho đầu tư và chi tiêu cho tiêu dùng. Chính hệ thống tài chính đã giúp giải quyết vấn đề này. Hệ thống tài chính giúp chuyển các nguồn lực khan hiếm của nền kinh tế từ những người tiết kiệm đến những người sử dụng vốn.

Hệ thống tài chính là tổng thể các bộ phận tài chính với các luồng vận động của các nguồn tài chính trong các lĩnh vực khác nhau nhưng có mối liên hệ tác động lẫn nhau theo những quy luật nhất định nhằm hình thành và sử



THƯ VIỆN  
HUBT  
20

## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

dụng các quỹ tiền tệ của các chủ thể kinh tế - xã hội. “Một nền kinh tế lành mạnh và sôi động cần đến một hệ thống tài chính để di chuyển vốn từ những người có tiền để dành đến những người có cơ hội đầu tư sinh lợi” (Mishkin, 2001)

Trong quá trình vận động của vốn, xét tại một thời điểm bất kỳ nào đó, trong nền kinh tế, luôn luôn nảy sinh hai hiện tượng trái ngược nhau: có những chủ thể có vốn tạm thời nhàn rỗi do dư thừa hoặc tạm thời chưa sử dụng, đồng thời có những chủ thể khác tạm thời thiếu hụt về vốn cần được bổ sung. Có những chủ thể có trách nhiệm thực hiện các nghĩa vụ tài chính (ví dụ như nộp thuế) và có những chủ thể có nhiệm vụ tạo lập các quỹ tiền tệ từ các nghĩa vụ tài chính (ví dụ như ngân sách nhà nước). Do đó hình thành cung cầu vốn trong nền kinh tế.

Trong nền kinh tế thị trường, quan hệ cung cầu về vốn tiền tệ tất yếu dẫn đến sự vận động của vốn tiền tệ từ nguồn cung vốn sang nguồn cầu vốn. Sự vận động này bao trùm toàn bộ nền kinh tế với nhịp độ và khối lượng ngày càng tăng theo nhịp độ tăng trưởng kinh tế và sự gia tăng nhu cầu tiêu dùng và đầu tư. Tuy nhiên, để cho cung và cầu vốn tiền tệ có thể gặp được nhau, đòi hỏi phải thoả mãn các điều kiện như: phù hợp về thời gian, số lượng, lợi ích,... Nghĩa là phù hợp về nhu cầu giữa người cung vốn và người cầu vốn. Có người có vốn không muốn mạo hiểm, không thích chịu rủi ro, do đó họ muốn lựa chọn phương thức bỏ vốn an toàn. Ngược lại có người ưa mạo hiểm, sẵn sàng chấp nhận rủi ro, do đó sẵn sàng lựa chọn phương thức bỏ vốn sao cho thu được tỉ suất lợi nhuận tối đa. Đối với người cần vốn thì không phải luôn luôn chấp nhận những yêu cầu của người có vốn. Họ có yêu cầu riêng phù hợp với yêu cầu của phương án sản xuất kinh doanh hoặc chi tiêu của họ.

Trong một nền kinh tế vận hành tốt, vốn sẽ lưu chuyển một cách hiệu quả từ người cung dư vốn sang người cần vốn. Quá trình chuyển dịch này được thực hiện theo ba phương thức: trực tiếp, bán trực tiếp và gián tiếp:

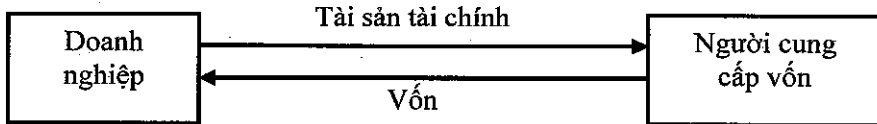
### • **Giao dịch tài chính trực tiếp**

Đây là cách thức giao dịch mà vốn được chuyển giao trực tiếp từ người có cung về vốn đến người có cầu về vốn. Người cung ứng vốn-gọi là người đầu



tư, biết được phương án sử dụng vốn đầu tư của mình, hưởng toàn bộ lợi nhuận cũng như chấp nhận toàn bộ rủi ro mang lại từ việc đầu tư.

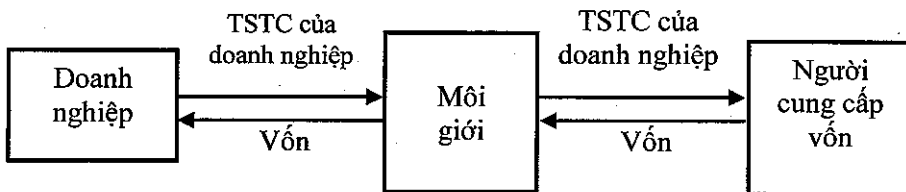
**Hình 1.1: Sơ đồ giao dịch tài chính trực tiếp**



• **Giao dịch tài chính bán trực tiếp**

Cùng với sự phát triển của các quan hệ thị trường, các giao dịch tài chính cũng được phát triển theo hướng tích cực, phần lớn các chuyển giao vốn được thực hiện thông qua vai trò của những người môi giới, người chỉ được hưởng lợi dưới hình thức hoa hồng cho việc kết nối cung cầu vốn mà không phải thực hiện giao dịch cho bản thân (Hình 1.2). Giao dịch tài chính bán trực tiếp trên cơ sở có sự can thiệp của nhà môi giới để hoàn tất các giao dịch là một sự tiến bộ trong giao dịch tài chính, làm giảm các chi phí tìm kiếm hay chi phí thông tin cho các người tham gia thị trường tài chính, từ đó nâng cao tính lưu hoạt và tính khả thi của các công cụ tài chính, tạo điều kiện cho cung cầu tài chính gặp nhau dễ dàng hơn.

**Hình 1.2: Sơ đồ giao dịch tài chính bán trực tiếp**

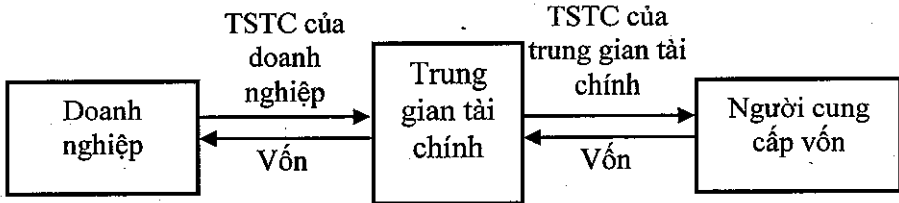


• **Giao dịch tài chính gián tiếp**

Giao dịch tài chính gián tiếp là các giao dịch tài chính được thực hiện thông qua các hoạt động của các trung gian tài chính. Bằng phương pháp này, các

chủ thể cầu vốn và các chủ thể cung vốn đều được thỏa mãn các yêu cầu tài chính nhờ vào những nỗ lực của một trung gian tài chính.

**Hình 1.3: Sơ đồ giao dịch tài chính gián tiếp**



Các trung gian tài chính phát hành các công cụ tài chính của chính mình tới người cho vay cuối cùng và đồng thời chấp nhận các công cụ tài chính của người đi vay. Nó là cầu nối và giải pháp cho những yêu cầu tài chính khác nhau của các chủ thể kinh tế, đồng thời khiến cho bản chất của các trái quyền tài chính có hiệu lực ngay trong hệ thống tài chính.

Rõ ràng, yêu cầu của sự vận động vốn hết sức phức tạp, đa dạng, phong phú. Để thỏa mãn được yêu cầu này, cần phải có một hệ thống làm nhiệm vụ kết nối giữa người có vốn và người cần vốn. Hệ thống đó chính là hệ thống tài chính với các bộ phận cấu thành đặc biệt của nó. Ngày nay, trong điều kiện nền kinh tế toàn cầu, hệ thống tài chính không còn phân biệt biên giới chính trị hay địa lý, hệ thống tài chính bao phủ và giúp chuyển dịch các nguồn lực tài chính trong toàn cầu.

### **1.1.2 Chức năng và vai trò của hệ thống tài chính**

Khái niệm hệ thống tài chính đã cho chúng ta thấy rõ chức năng cơ bản của hệ thống tài chính là chuyển dịch các nguồn lực tài chính từ những người cung vốn đến những người cầu vốn. Những người cung vốn là những người có nhu cầu chi tiêu ít hơn thu nhập hiện tại. Những người cầu vốn là những người có nhu cầu chi tiêu lớn hơn thu nhập hiện tại.

Trong điều kiện kinh tế thị trường, phạm vi của các hoạt động kinh tế rất rộng và đa dạng, bao trùm nhiều lĩnh vực khác nhau như sản xuất kinh doanh, quản lý hành chính, đời sống xã hội... Trong đó các thực thể tài



THƯ VIỆN  
HUBT



chính hình thành hoạt động đan xen ở nhiều dạng khác nhau như ngân sách nhà nước, các tổ chức tài chính nhà nước, các doanh nghiệp tư nhân, các doanh nghiệp cổ phần, các công ty liên doanh, các tổ chức xã hội, các gia đình và các cá nhân. Quan hệ kinh tế chặt chẽ giữa các thực thể này phản ánh sự chuyển dịch các nguồn lực tài chính, qua đó tạo nên các khoản thu nhập, chi phí, đầu tư và các khoản nợ vay. Như vậy, hệ thống tài chính có vai trò quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế.

• **Hệ thống tài chính tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch tài chính**

Hệ thống tài chính là kênh dẫn truyền vốn từ những chủ thể tiết kiệm sang các chủ thể chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu đầu tư. Nhờ vào sự phát triển của công nghệ thông tin liên lạc (thông qua vệ tinh, cáp quang, tia laser, máy fax và các tiến bộ công nghệ khác) mà các định chế tài chính tác hợp cho các chủ thể cung vốn và chủ thể cầu vốn cách nhau hàng ngàn cây số có thể giao dịch với nhau một cách có hiệu quả, từ đó tiết kiệm chi phí liên quan đến các giao dịch tài sản tài chính như: chi phí thu thập thông tin, chi phí nghiên cứu, chi phí tìm gặp...

• **Góp phần nâng cao năng suất và hiệu quả của nền kinh tế**

Bất kỳ nền kinh tế nào, trong quá trình phát triển bao giờ cũng phải đối đầu với sự khan hiếm của các nguồn lực. Sản xuất lớn, không những đòi hỏi sự tập trung kỹ năng, tay nghề, nhân lực, vật liệu mà còn đặt ra sự cần thiết và cấp bách về nhu cầu sử dụng các nguồn tài nguyên ấy một cách tiết kiệm và hiệu quả nhất. Lãng phí trở thành kẻ thù của hiệu quả, của năng suất cao ở tất cả mọi phạm vi từ vĩ mô đến vi mô. Hệ thống tài chính, là sản phẩm tất yếu của sự đòi hỏi tập trung tài nguyên cho sản xuất lớn và chống lãng phí dưới mọi hình thức. Với chức năng chuyển dịch các nguồn lực tài chính từ những người thặng dư đến những người thiếu hụt, hệ thống tài chính đã tạo điều kiện huy động các nguồn lực trong xã hội để phục vụ cho sự sáng tạo ra của cải nhiều dạng cho đời sống con người, lôi kéo các cá nhân trở thành những nhà đầu tư tận dụng mọi nguồn lực nhỏ nhất, thúc đẩy hoạt động sáng tạo sản phẩm và dịch vụ.



## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

Đối với ngân sách nhà nước, việc bù đắp khoản bội chi hoặc có vốn để xây dựng các công trình công cộng bằng cách vay nợ thông qua hệ thống tài chính thay vì phát hành thêm giấy bạc ngân hàng vào lưu thông là biện pháp hết sức quan trọng bởi vì làm như vậy thì vừa có thể kiềm chế lạm phát vừa có thể tăng trưởng được nền kinh tế. Tất nhiên là mức nhà nước vay nợ dân cũng có giới hạn bởi vì đây là khoản vay nợ, nhà nước có trách nhiệm trả cả vốn và lãi cho những ai mua chứng khoán nhà nước mà nguồn trả nợ lại là các khoản thu của ngân sách, chủ yếu là thuế.

Như vậy là, hệ thống tài chính đã góp phần nâng cao năng suất và hiệu quả của nền kinh tế, cải thiện mức sống của người tiêu dùng bằng cách tiêu thụ vốn tạm thời thừa hoặc tiền để dành và giúp những người tiết kiệm chọn thời điểm tốt cho việc mua sắm của họ. Thông qua hệ thống tài chính giúp các nhà kinh doanh có thể tập trung và sử dụng các nguồn tài nguyên vào quá trình sản xuất lớn một cách tiết kiệm và có hiệu quả nhất, tạo ra việc làm cho nhiều người lao động.

Tóm lại, một hệ thống tài chính hoạt động có hiệu quả sẽ tận dụng được ở mức cao nhất mọi nguồn vốn tiềm tàng trong nước và từ nước ngoài để phát triển kinh tế và cải thiện đời sống của nhân dân.

### • **Tạo môi trường thuận lợi để dung hòa lợi ích kinh tế của các chủ thể kinh tế**

Thông qua những cuộc đấu giá tập trung giữa các nguồn cung và nguồn cầu về vốn, cơ chế thị trường sẽ hình thành giá cả tốt nhất, có lợi cho cả người cung và người cầu, đảm bảo sự công bằng giữa các chủ thể tham gia. Những lợi nhuận có được chỉ cho riêng cá nhân trên sự thiệt hại của kẻ khác là không thể chấp nhận và không bao giờ tồn tại lâu dài. Các cá nhân hay cộng đồng chỉ có thể tìm thấy sự phát triển tốt nhất cho chính mình trong sự hỗ trợ để các cá nhân hoặc cộng đồng khác cùng phát triển. Nếu thiếu hệ thống tài chính hoặc hệ thống tài chính kém phát triển, điều kiện để cung cầu gặp gỡ, cọ sát sẽ bị hạn chế, do đó không thể có mức giá phản ánh đầy đủ chính xác sức cung và sức cầu về vốn. Như vậy, hệ thống tài chính tạo môi trường thuận lợi để dung hòa các lợi ích kinh tế của các chủ thể kinh tế khác nhau trên thị trường.



THƯ VIỆN  
HUBT

25

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- **Kích thích các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh lành mạnh có hiệu quả**

Tự bản thân cơ chế thị trường chọn ra những doanh nghiệp hoặc dự án có triển vọng để tài trợ. Thông qua hệ thống tài chính, những doanh nghiệp hay dự án có triển vọng có thể nhận được thêm vốn với chi phí rẻ hơn. Ngược lại, doanh nghiệp kém hay dự án tồi sẽ khó thu hút vốn hoặc phải trả chi phí sử dụng vốn đắt hơn. Do đó, các doanh nghiệp hoặc các dự án muốn huy động được vốn và duy trì vốn hoạt động thông qua hệ thống tài chính phải tính toán sao cho sản xuất kinh doanh lành mạnh và có hiệu quả ngày càng cao hơn.

Rõ ràng, với chức năng dẫn vốn, hệ thống tài chính có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế, nó cho phép vốn được chuyển từ những người không có cơ hội đầu tư sinh lợi sang những người có cơ hội đầu tư sinh lợi, giúp nâng cao năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế, trực tiếp cải thiện mức sống cho người tiêu dùng.

Hệ thống tài chính không chỉ định hướng các dòng vốn từ người tiết kiệm đến người đầu tư, mà còn chuyển đổi rủi ro từ nhà đầu tư này đến nhà đầu tư khác, và giám sát việc sử dụng vốn. Do vậy, một hệ thống tài chính hoạt động tốt có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế không chỉ bằng cách huy động vốn cho đầu tư, mà quan trọng hơn là phân bổ vốn một cách hiệu quả, từ đó cải thiện năng suất của nền kinh tế.

### **1.1.3 Các thành phần của hệ thống tài chính**

Trong điều kiện của nền kinh tế thị trường, hệ thống tài chính của một quốc gia được cấu thành bởi các thực thể tài chính liên quan đến quá trình tạo lập, phân phối và sử dụng các nguồn lực tài chính của quốc gia đó. Bất cứ hệ thống tài chính hiện đại nào cũng được cấu thành bởi 5 bộ phận: người sử dụng cuối cùng, tài sản tài chính, định chế tài chính, thị trường tài chính, và cơ sở hạ tầng về tài chính.

- **Người sử dụng cuối cùng**

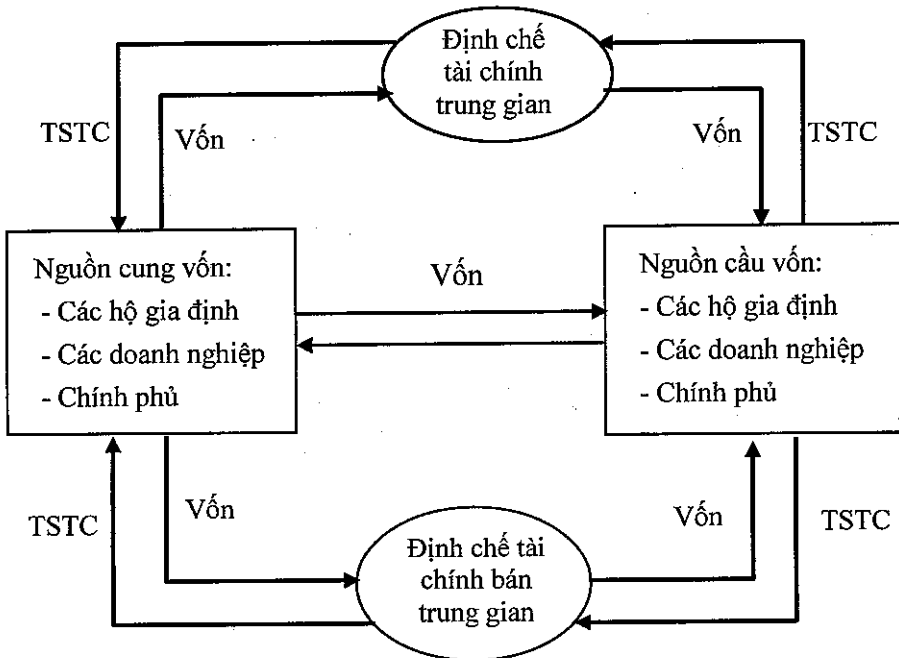
Chức năng cơ bản của một hệ thống tài chính là chuyển tiền từ những người có tiền để dành do chi tiêu ít hơn thu nhập sang những người cần

tiền do chi tiêu nhiều hơn thu nhập. Những người này được gọi là người sử dụng cuối cùng của hệ thống tài chính. Như vậy, trong hệ thống tài chính tồn tại song hành hai loại “người sử dụng cuối cùng”, đó là những người cung vốn (hoặc cho vay) đầu tiên và những người nhận vốn (hoặc đi vay) sau cùng (Blake, 2001).

• Tài sản tài chính

Tài sản tài chính là một bộ phận quan trọng trong hệ thống tài chính, bao gồm các công cụ tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, tiền gửi ngân hàng, tiền tệ và các giấy tờ có giá khác. Tài sản tài chính được xác lập trên cơ sở các giao dịch tài chính, tạo thuận lợi cho việc dịch chuyển các nguồn tài chính từ người thặng dư (nhà đầu tư) sang người thiếu hụt (người phát hành). Đồng thời tài sản tài chính còn là phương tiện để dịch chuyển rủi ro từ người hạn chế rủi ro sang người kinh doanh rủi ro.

Hình 1.4: Sơ đồ luân chuyển vốn trong nền kinh tế



• **Định chế tài chính**

Chức năng nguyên thủy nhất của một định chế tài chính là vai trò trung gian tài chính, nhằm kết nối các chủ thể thặng dư và chủ thể thiếu hụt về nguồn lực tài chính trong nền kinh tế. Các định chế tài chính cũng có thể hoạt động chủ động theo các dự tính riêng của nó. Với phương diện đó, các định chế tài chính đã giữ một vị trí hiệu quả là phục hồi thể trạng yếu đuối tiềm ẩn trong các quan hệ giao dịch tài chính trực tiếp giữa các cá thể.

Các định chế tài chính bao gồm định chế tài chính trung gian và định chế tài chính bán trung gian. Trong đó định chế tài chính trung gian, bao gồm ngân hàng và các định chế tài chính phi ngân hàng là bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính. Hoạt động chủ đạo nhất gắn với các trung gian tài chính là biến đổi tài sản. Các trung gian tài chính phải biến đổi các tài sản tài chính rủi ro của những người đi vay thành các tài sản tài chính an toàn cho những người cho vay, phải biến đổi các tài sản tài chính dài hạn thành những tài sản tài chính có khả năng chuyển đổi thành tiền, phải biến đổi các giao dịch với chi phí cao (do giao dịch trực tiếp giữa những người sử dụng cuối cùng trong hệ thống tài chính) thành các giao dịch với chi phí thấp hơn.

• **Thị trường tài chính**

Khi quan hệ chuyển giao vốn được kết lập sẽ xuất hiện các tài sản tài chính, đó là các hợp đồng tín dụng, các giấy chứng nhận nợ, giấy chứng nhận góp vốn... Khi các tài sản tài chính có thể chuyển nhượng, cho thừa kế, làm quà biếu và là hàng hoá mua bán trên thị trường, thì thị trường đó gọi là thị trường tài chính.

Như vậy, sự ra đời và phát triển của các tài sản tài chính, bao gồm các chứng nhận vốn và các chứng nhận nợ - gọi chung là các tài sản tài chính, cũng như quá trình thương mại hoá các loại tài sản tài chính vừa thoả mãn yêu cầu của người cần vốn và người có vốn, vừa là cơ sở hình thành và phát triển của thị trường tài chính vì chính các tài sản tài chính đó là hàng hóa được giao dịch mua bán trên thị trường này.

• **Cơ sở hạ tầng về tài chính**

Là những nền tảng để các chủ thể kinh tế xã hội lập kế hoạch và thực hiện các giao dịch tài chính thông qua các trung gian tài chính và thị trường tài chính. Các thành phần của cơ sở hạ tầng tài chính bao gồm như: hệ thống luật pháp, hệ thống giám sát, hệ thống thông tin, hệ thống thanh toán, hệ thống dịch vụ chứng khoán, nguồn nhân lực, các dàn xếp thương mại...

## **1.2 TÀI SẢN TÀI CHÍNH**

### **1.2.1 Khái niệm và đặc điểm tài sản tài chính**

Tài sản nói chung là bất cứ một vật sở hữu hoặc quyền sở hữu có thể đem lại giá trị cho một giao dịch. Tài sản có thể phân thành hai loại: tài sản thực và tài sản tài chính. Các tài sản thực có giá trị phụ thuộc vào các thuộc tính vật chất đặc thù của nó, như nhà cửa, đất đai, máy móc thiết bị, vàng bạc, công nghệ... Tài sản thực thể hiện của cải và sự giàu có của xã hội, nó trực tiếp đóng góp vào khả năng sản xuất của nền kinh tế.

Khác với tài sản thực, các tài sản tài chính thể hiện quyền hợp pháp về những lợi ích nào đó trong tương lai. Giá trị của nó không liên quan đến hình thức hay tính chất vật chất của nó. Các tài sản tài chính không trực tiếp đóng góp vào khả năng sản xuất của nền kinh tế, nó tham gia đóng góp vào khả năng sản xuất của xã hội một cách gián tiếp. Suất sinh lời trên các tài sản tài chính đến từ thu nhập sản sinh từ các tài sản thực.

Như vậy, tài sản tài chính là tài sản mà giá trị thực của nó không phụ thuộc vào giá trị vật chất của tài sản. Bất cứ một giao dịch tài chính nào cũng tạo ra các tài sản tài chính, nó đồng thời là một tích sản tài chính (trong quan hệ với người giữ nó) và là một tiêu sản tài chính (trong quan hệ với người ký phát) (Blake, 2001).

Từ những phân tích trên cho thấy, tài sản tài chính có các đặc trưng chủ yếu sau:

- ✓ Tài sản tài chính thuộc dạng tài sản vô hình
- ✓ Giá trị thực của tài sản tài chính không liên quan đến hình thức và tính chất vật chất của tài sản tài chính



- ✓ Giá trị thực của tài sản tài chính phụ thuộc vào quyền hợp pháp về những lợi ích có được trong tương lai
- ✓ Tài sản tài chính có thể chuyển nhượng mua bán trên thị trường tài chính

### 1.2.2 Các loại tài sản tài chính

Tài sản tài chính (hay còn gọi là công cụ tài chính) có thể được phân loại theo nhiều cách như: phân loại theo người ký phát, phân loại theo đơn vị tiền tệ chỉ định, phân loại theo quyền sở hữu và quyền dự phần của người nắm giữ, phân loại theo tài sản đảm bảo, phân loại theo thời hạn, phân loại theo phương thức thanh toán... Cách phân loại được tiếp cận phổ biến là căn cứ vào thời hạn của các tài sản tài chính.

#### 1.2.2.1 Công cụ tài chính ngắn hạn

##### a. Tín phiếu kho bạc

Tín phiếu kho bạc là chứng nhận nợ ngắn hạn của chính phủ, do chính phủ phát hành để tài trợ vốn cho các thâm hụt ngắn hạn thường xuyên của chính phủ. Tín phiếu kho bạc là loại công cụ lỏng nhất trong tất cả các loại công cụ của thị trường tài chính ngắn hạn bởi tính an toàn của chúng. Chính phủ luôn có khả năng đáp ứng được các món nợ phải trả vì chính phủ có thể tăng thuế hoặc phát hành thêm giấy bạc, nên rủi ro tín dụng tiềm năng hầu như không có.

Tín phiếu kho bạc chủ yếu do các ngân hàng nắm giữ, một lượng nhỏ do các gia đình, các công ty và những định chế tài chính khác nắm giữ.

Tín phiếu kho bạc thường là các công cụ chiết khấu, nghĩa là lợi tức của nhà đầu tư dựa vào chênh lệch mệnh giá và giá mua gốc (thấp hơn mệnh giá).

Tín phiếu kho bạc không những quan trọng do ý nghĩa về số lượng mà còn vì nó được ngân hàng trung ương cũng như nhiều tổ chức tài chính và phi tài chính sử dụng để thực hiện chính sách tiền tệ. Tín phiếu kho bạc là phương tiện truyền thống để điều chỉnh thanh khoản của các ngân hàng thương mại. Ngoài ra nó còn có một tầm quan trọng khác, ngân hàng trung ương thực hiện các hoạt động thị trường mở chủ yếu bằng tín phiếu kho bạc. (Mishkin, 2001)





Ở Việt Nam, tín phiếu kho bạc là loại trái phiếu ngắn hạn dưới 1 năm, huy động vốn để bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước tạm thời trong năm tài chính. Nó có thể tồn tại dưới hình thức chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ. Chứng chỉ tín phiếu do Bộ Tài Chính quy định mẫu và tổ chức in thống nhất trong phạm vi cả nước. Việc phát hành tín phiếu kho bạc có thể được thực hiện qua phương thức đấu thầu tại Ngân Hàng Nhà Nước và bán lẻ qua các đơn vị Kho bạc Nhà nước các tỉnh, thành phố, quận huyện.

### **b. Chứng chỉ tiền gửi**

Chứng chỉ ngân hàng có thể chuyển nhượng (Certificate of Deposit – CD) là một giấy biên nhận có lãi suất về khoản tiền gửi tại một ngân hàng hay các tổ chức ký thác khác trong một thời gian xác định và chúng có thể được chuyển nhượng nhiều lần trong thời hạn hiệu lực.

Lãi suất trên một CD được xác định trên cơ sở thỏa thuận giữa tổ chức phát hành và khách hàng. Nói chung là phản ánh các điều kiện của thị trường.

Trước 1961, CD là loại không thể chuyển nhượng. First National City Bank ở New York (City Bank), một trong những ngân hàng lớn nhất của Mỹ là ngân hàng đầu tiên phát hành CD có thể chuyển nhượng vào năm 1961 nhằm làm cho CD lỏng hơn và hấp dẫn những người đầu tư. Chúng có thể bán lại ở thị trường cấp hai.

Hiện nay, công cụ này được hầu hết các ngân hàng thương mại lớn phát hành và thu được thành công lớn. Với sự phát triển của CD, ngân hàng có thể huy động quỹ chẳng những bằng cách thanh lý tài sản Có của mình (như bán các tín phiếu), mà còn bằng cách bán các CD, đáp ứng các nhu cầu dự trữ ngắn hạn.

Việc xuất hiện các chứng chỉ tiền gửi cho phép các ngân hàng có thể huy động vốn một cách chủ động mà không phải phụ thuộc vào tiền gửi của khách hàng. Khả năng chuyển nhượng tạo nên sự hấp dẫn hơn nhiều cho các chứng chỉ tiền gửi so với các hình thức tiền gửi có kỳ hạn khác. Sự phát triển của chứng chỉ tiền gửi và các hình thức huy động vốn chủ động khác tạo điều kiện cho ngân hàng có thể thích ứng với môi trường cạnh tranh mới.



### **c. Thương phiếu**

Thương phiếu là công cụ vay nợ ngắn hạn do các ngân hàng hoặc các công ty phát hành. Thương phiếu thường không có đảm bảo và hầu hết các thương phiếu có thời hạn dưới 270 ngày, nhưng trên thực tế phần lớn thương phiếu có thời hạn 30 ngày hay nhỏ hơn. Ủy ban giao dịch chứng khoán qui định những thương phiếu dài hạn hơn phải được đăng bạ.

Thương phiếu được bán với giá dưới mệnh giá theo phương thức chiết khấu của ngân hàng. Ngược lại với tín phiếu kho bạc và chứng chỉ tiền gửi, Thương phiếu được mua bán chủ yếu trên thị trường sơ cấp. Các cơ hội bán lại trên thị trường thứ cấp rất hạn chế, do đó tính lưu hoạt của nó kém hơn. Mặc dù vậy, thị trường thương phiếu vẫn phát triển mạnh và trở thành một trong những thành phần phát triển nhanh nhất của các thị trường tiền tệ trong kỉ nguyên hậu chiến, xuất phát bởi những thuận lợi đáng kể của thương phiếu đối với người vay lẫn người cho vay trên thị trường. Đối với người vay, lãi suất thấp và chi phí thấp hơn vay tiền từ các ngân hàng thương mại. Đối với người cho vay là người mua thương phiếu, được hưởng tỉ suất lợi tức cao hơn tín phiếu kho bạc. Ngoài ra kỳ hạn thương phiếu có thể thích ứng hóa theo nhu cầu của nhà đầu tư. Trong khi đó tín phiếu kho bạc có kỳ hạn cố định.

### **d. Chấp phiếu ngân hàng**

Một trong những công cụ của thị trường tài chính ngắn hạn cổ điển và chiếm tỉ trọng tương đối nhỏ tính theo khối lượng đó là các chấp phiếu ngân hàng. Chấp phiếu ngân hàng là những hối phiếu đã được ngân hàng chấp nhận, theo nghĩa là bảo đảm thanh toán.

Các hối phiếu do các công ty phát hành và được lập ra trong quá trình mậu dịch trong nước hoặc quốc tế. Nếu ngân hàng chấp nhận là hối phiếu ngân hàng thì ngân hàng sẽ phải đóng dấu “chấp nhận” (Accepted) trên bề mặt của hối phiếu. Khi đó, ngân hàng đã đảm bảo một cách vô điều kiện thanh toán giá trị mệnh giá của tờ chấp phiếu khi đáo hạn, tránh cho người bán hoặc người xuất khẩu trên thị trường quốc tế khỏi rủi ro. Như vậy, một chấp phiếu ngân hàng là một công cụ tài chính được thiết kế để chuyển rủi ro



thương mại vào một bên thứ 3 sẵn sàng chấp nhận rủi ro đó. Các ngân hàng thương mại thường sẵn sàng chấp nhận những rủi ro như vậy vì họ là chuyên gia trong việc cấp tín dụng, đánh giá rủi ro tín dụng và rải đều các rủi ro đó lên hàng nghìn khoản nợ khác nhau.

Các chấp phiếu có thời hạn từ 30 – 270 ngày (trong vòng 90 ngày là phổ biến) và được xem là công cụ tài chính ngắn hạn có chất lượng thượng đẳng: kỳ hạn ngắn, rủi ro thấp, tính lưu hoạt cao, là phương tiện tài trợ có chi phí thấp... Do đó chấp phiếu ngân hàng có một thị trường thứ cấp ưu việt.

#### **e. Hợp đồng mua lại**

Hợp đồng mua lại (Repurchase Agreement – Repo) thực tế là những món vay ngắn hạn (thường với kỳ hạn thanh toán ít hơn 2 tuần), trong đó các tín phiếu kho bạc được dùng làm vật đảm bảo cho một tài sản Có mà người cho vay nhận được nếu người đi vay không thanh toán được nợ.

Repo hoàn toàn là một khám phá mới (1969) trong thị trường tài chính. Được tạo ra trên cơ sở người cho vay cho người kinh doanh (ngân hàng...) vay tiền nhân rồi bằng cách mua lại các tín phiếu kho bạc của người kinh doanh với điều kiện người kinh doanh đồng ý mua lại các tín phiếu kho bạc đó với giá cao hơn khi đến hạn thanh toán nợ.

Hợp đồng mua lại là một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng và người cho vay quan trọng nhất ở thị trường này là các công ty lớn.

#### **g. Dự trữ ngân hàng**

Thực chất đó là những khoản tiền gửi của các ngân hàng tại ngân hàng trung ương. Là một tài sản Có đối với các ngân hàng và là tài sản Nợ đối với ngân hàng trung ương. Các ngân hàng thương mại có thể sử dụng những số dư dự trữ đó để cho vay ngắn hạn giữa các ngân hàng. Lý do khiến các ngân hàng thương mại phải vay tiền trên thị trường liên ngân hàng đó là khi các ngân hàng có nhu cầu bổ sung vốn khả dụng nhằm đáp ứng nhu cầu cho vay, thanh toán hoặc thực hiện các nghĩa vụ tài chính khác. Lãi suất các khoản vay được hình thành trên cơ sở cung cầu vốn trên thị trường liên ngân hàng. Các khoản vay được thực hiện bằng hệ thống chuyển khoản điện tử.



Thị trường tiền tệ liên ngân hàng đã bắt đầu hoạt động vào thập niên 1920. Và gia tăng mạnh vào những năm gần đây. Các ngân hàng thương mại đã sử dụng thị trường liên ngân hàng nhiều năm như là một phương tiện tạm thời để điều chỉnh thanh khoản. (Mishkin, 2001)

### 1.2.2.2 Các công cụ tài chính dài hạn

Các công cụ tài chính dài hạn là hàng hoá giao dịch của thị trường tài chính dài hạn, có thời hạn trung hạn hoặc dài hạn, thông thường từ 1 năm trở lên hoặc trên một năm, tùy loại công cụ và tùy sự quy định của mỗi nước.

#### a. Cổ phiếu

Khi một công ty cổ phần gọi vốn để thành lập hoặc mở rộng hiện đại hóa sản xuất, thì số vốn đó được chia thành nhiều phần nhỏ bằng nhau gọi là cổ phần, người mua cổ phần gọi là cổ đông. Giấy chứng nhận sở hữu cổ phần gọi là cổ phiếu. Vậy cổ phiếu là gì?

Cổ phiếu là một chứng thư xác nhận sự góp vốn và quyền sở hữu hợp pháp của một chủ thể đối với một doanh nghiệp cổ phần. Như vậy, chính công ty cổ phần đã khai sinh ra cổ phiếu và chỉ có công ty cổ phần mới phát hành cổ phiếu. Các cổ đông, người mua cổ phiếu của công ty, không phải là người cho công ty vay tiền, không phải là chủ nợ đối với công ty mà là người hùn vốn cùng công ty hoạt động, là người chủ sở hữu công ty. Mức lợi tức cổ phần mà cổ đông được hưởng phụ thuộc vào lợi nhuận và chính sách chia lời của công ty. Trong trường hợp công ty bị phá sản, giá trị tài sản thanh lý sẽ được dùng để trang trải cho các khoản nợ trước khi thanh toán cho các cổ đông. Vì vậy cổ phiếu còn được gọi là chứng khoán vốn.

Với những đặc trưng của mình, cổ phiếu đã tạo cho các công ty cổ phần những ưu thế tuyệt diệu: có khả năng huy động tập trung được một khối lượng vốn khổng lồ cho sự phát triển từ những số vốn lẻ tẻ trong dân chúng. Nhờ có cổ phiếu, vốn đầu tư của các cổ đông không bị bất động. Họ có thể chuyển vốn đầu tư từ lĩnh vực này sang lĩnh vực khác; từ công ty này sang công ty khác, bằng cách mua bán cổ phiếu trên thị trường. Chính vì lẽ đó, giáo sư Wolfran Engels, trong tác phẩm "Thị trường chứng khoán và công ty cổ phần" đã khẳng định: "Không có sáng kiến tìm ra cổ phiếu thì không thể



ngữ đến phát triển. Cổ phiếu đã trở thành công cụ để chuyển những gánh nặng trong mọi tầng lớp dân cư vào đầu tư sản xuất. Cổ phiếu tạo điều kiện tách bạch chức năng của nhà kinh doanh với chức năng của nhà cấp vốn. Một người có tài kinh doanh có thể trở thành nhà kinh doanh kể cả khi anh ta không giàu".

### **b. Trái phiếu**

Trái phiếu là một chứng thư xác nhận một khoản nợ của tổ chức phát hành đối với người sở hữu (trái chủ) trong đó cam kết sẽ trả khoản nợ kèm với tiền lãi trong một thời hạn nhất định.

Nếu căn cứ vào chủ thể phát hành trái phiếu, trái phiếu bao gồm 2 loại:

- **Trái phiếu công ty**

Trái phiếu công ty là trái phiếu do công ty phát hành với mục đích huy động vốn để bổ sung vốn tạm thời thiếu phục vụ cho đầu tư phát triển.

Trái phiếu công ty có rất nhiều loại, tùy thuộc vào điều kiện, sự tính toán mà công ty có thể lựa chọn cho mình loại trái phiếu phù hợp để phát hành.

- **Trái phiếu nhà nước**

Là chứng khoán nợ do chính phủ hoặc chính quyền địa phương phát hành, nhằm mục đích bù đắp sự thiếu hụt ngân sách và tài trợ cho các dự án xây dựng các cơ sở hạ tầng, công trình phúc lợi công cộng trung ương và địa phương. Đặc điểm của trái phiếu nhà nước là độ tin cậy về khả năng thanh toán rất cao trong điều kiện kinh tế bình thường, không có chiến tranh, đảo chính quân sự. Do đó, các nhà đầu tư thường thích lựa chọn phương án đầu tư vào trái phiếu nhà nước hơn là trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là đối với các nước đang phát triển. (Mishkin, 2001)

Tương tự như trái phiếu công ty, trái phiếu nhà nước cũng bao gồm nhiều loại phong phú và đa dạng. Ở Việt Nam, trái phiếu nhà nước dài hạn có thể tồn tại dưới 2 hình thức:

- Trái phiếu kho bạc: là loại Trái phiếu có thời hạn từ 1 năm trở lên, huy động vốn để bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước, đáp ứng nhu cầu chi đầu tư phát triển trong kế hoạch nhà nước được duyệt.

- Trái phiếu công trình: gồm 2 loại: (i) Trái phiếu chính phủ huy động vốn cho các công trình trung ương do Bộ Tài chính (ngân sách trung ương) bảo lãnh thanh toán; (ii) Trái phiếu chính phủ huy động vốn cho các công trình địa phương, do Ủy Ban Nhân Dân tỉnh, thành phố (ngân sách địa phương) bảo lãnh thanh toán. (*Mishkin, 2001*).

### c. Các công cụ phái sinh

Công cụ phái sinh là công cụ mang tính hợp đồng mà giá trị của chúng được xác định trên cơ sở giá trị của một công cụ hoặc một tài sản khác. Hay nói cách khác, công cụ phái sinh chuyển hóa giá trị của mình từ thành quả của một tài sản khác. Tài sản này thường được gọi là tài sản cơ sở. Tài sản cơ sở rất đa dạng, có thể là cổ phiếu, trái phiếu, tiền hoặc là hàng hóa. Thậm chí tài sản cơ sở cũng có thể là những yếu tố phi vật chất như thời tiết, chỉ số chứng khoán. Tài sản cơ sở cũng có thể là công cụ phái sinh khác (*Chance & Books, 2013*).

Giống như tất cả các hợp đồng, công cụ phái sinh được thỏa thuận giữa hai bên – người mua và người bán – trong đó mỗi bên sẽ thực hiện một số nghĩa vụ cho bên kia. Công cụ phái sinh được thể hiện dưới dạng các hợp đồng mua bán được chuẩn hoá về loại hàng hoá, về giá trị hợp đồng, về thời hạn... Các hợp đồng này có giá cả, trong đó người mua cố gắng mua với giá càng rẻ càng tốt, trong khi người bán lại muốn bán với giá càng đắt càng tốt. Gọi là công cụ phái sinh vì giá trị của hợp đồng phụ thuộc vào các tài sản hoặc các biến cố khác (*Brigham & Houston, 2009*).

Các công cụ phái sinh được sử dụng như một công cụ để quản lý rủi ro tài chính. Bằng việc sử dụng các công cụ phái sinh, các tổ chức và cá nhân có thể chuyển bất cứ rủi ro nào họ không mong muốn cho các đối tác khác là những người hoặc có rủi ro được bù đắp hoặc muốn chấp nhận rủi ro đó với một mức giá nhất định (*Chance & Books, 2013*).

Mặc dù các công cụ phái sinh đã tồn tại dưới một vài hình thức trong nhiều thế kỉ, nhưng tốc độ tăng trưởng của chúng gia tăng một cách nhanh chóng trong suốt vài thập kỉ qua. Giờ đây, chúng được các công ty, các định chế tài chính, các nhà đầu tư chuyên nghiệp và các cá nhân sử dụng rộng rãi. Xét về nguồn gốc ra đời, công cụ phái sinh là một hợp đồng tài chính giữa hai bên để giao



dịch một tài sản vào thời điểm trong tương lai với mức giá được ấn định trước. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển ngày càng phức tạp của thị trường tài chính và sự phát triển của công nghệ, công cụ phái sinh cũng ngày càng phát triển tinh vi hơn, xuất hiện nhiều công cụ phái sinh mới liên quan đến nhiều hơn hai bên, cho phép giao dịch tài sản cơ sở trước ngày đáo hạn, thậm chí cho phép có nhiều mức giá thực hiện (*Brigham & Houston, 2009*).

### **1.2.3 Các đặc điểm của tài sản tài chính**

#### *1.2.3.1 Tính thanh khoản*

Tính thanh khoản của một tài sản tài chính là sự dễ dàng trong quá trình chuyển tài sản đó sang tiền mặt trong một thời gian ngắn. Có 2 điều kiện để đảm bảo tính thanh khoản của mỗi tài sản tài chính: (i) Việc chuyển đổi phải nhanh chóng. (ii) Phí tổn chuyển đổi phải thấp.

Như vậy, tài sản tài chính nào đòi hỏi nhiều thời gian và phí tổn để có thể chuyển đổi thành tiền tệ cao, có nghĩa là tài sản tài chính đó mang tính thanh khoản thấp. Nói một cách đơn giản, tính thanh khoản là khi cần tiền có thể đổi ngay ra được, nó tùy thuộc vào 2 yếu tố:

- ✓ Thời gian từ lúc bán các tài sản tài chính để lấy lại tiền lâu hay mau
- ✓ Tùy theo chi phí giao dịch gồm tiền phí tổn trả cho các trung gian và sai biệt giá mua vào và giá bán ra.

#### *1.2.3.2 Tính rủi ro*

Là những đe dọa về an toàn vốn và thu nhập đối với các nhà đầu tư vào tài sản tài chính. Rủi ro có thể gồm nhiều loại:

*Rủi ro thanh toán* xuất phát từ sự phá sản của các chủ thể phát hành các tài sản tài chính. Như vậy, các trái phiếu kho bạc, các chứng chỉ tiền gửi ngân hàng thường ít rủi ro không thanh toán hơn so với trái phiếu hoặc cổ phiếu công ty.

*Rủi ro thị trường* liên quan đến sự tăng giảm giá trị thị trường của các tài sản tài chính. Giá của các cổ phiếu, trái phiếu trên thị trường có thể lên xuống vì những thay đổi trong các dự đoán về lạm phát, về tình hình kinh doanh và những yếu tố khác.



*Rủi ro lạm phát* hay rủi ro về sức mua, xuất hiện vì sự thay đổi trong giá trị của dòng tiền của các tài sản tài chính do lạm phát khi đo lường giá sức mua. Thí dụ, khi một nhà đầu tư mua một trái phiếu với lãi suất trái phiếu là 7% nhưng tỷ lệ lạm phát là 8%, thì sức mua của dòng tiền thực tế đã giảm. Đối với những trái phiếu có lãi suất thả nổi, những nhà đầu tư được phòng ngừa trước rủi ro lạm phát bởi vì nhà phát hành đã hứa sẽ điều chỉnh để giữ một lãi suất thực cố định trong suốt vòng đời của trái phiếu. Ở một mức độ nào đó, lãi suất phản ánh lãi suất mong đợi, nên những trái phiếu có lãi suất thả nổi có rủi ro do lạm phát thấp hơn.

*Rủi ro tỷ giá* xảy ra đối với những tài sản tài chính được thanh toán bằng ngoại tệ. Dòng tiền nội tệ phụ thuộc vào tỷ giá hối đoái tại thời điểm các khoản lợi tức được thanh toán.

*Rủi ro về tái đầu tư* xảy ra khi người nắm trái phiếu không thể tái đầu tư số lãi được trả vào một đầu tư mới có lãi suất tương đương với lợi tức cho đến lúc đáo hạn. Điều này sẽ làm cho lợi tức đến ngày đáo hạn trên thực tế khác với lợi tức đến ngày đến hạn nguyên thủy ban đầu. Các trái phiếu chiết khấu (Zero Coupon Bonds) không có rủi ro tái đầu tư vì không có khoản lãi nào được trả trong suốt thời gian tồn tại của nó.

### 1.2.3.3 Tính sinh lợi

Là khả năng có thu nhập từ các tài sản tài chính mang lại cho nhà đầu tư. Khi kinh doanh vàng bạc, bất động sản, nhà đầu tư chỉ trông đợi giá cả tăng lên để thu lợi nhuận. Trái lại, đầu tư vào cổ phiếu, nhà đầu tư không những được lợi khi giá cổ phiếu trên thị trường tăng cao hơn mệnh giá, mà họ còn được chia cổ tức, hưởng lợi do giá trị cổ phiếu tăng khi tích lũy nội bộ của công ty tăng.

Tính thanh khoản và tính rủi ro có quan hệ ngược chiều nhau. Một tài sản tài chính càng có nhiều rủi ro càng ít tính thanh khoản và do đó mức lãi trả cho chứng khoán đó sẽ cao, ví dụ như các chứng khoán dài hạn. Ngược lại, các trái phiếu kho bạc ngắn hạn có tính thanh khoản cao hơn, ít rủi ro hơn và do đó mức lãi cũng thấp hơn.



Các đặc tính trên của tài sản tài chính có mối quan hệ tác động lẫn nhau, từ đó tác động đến cung cầu tài sản tài chính trên thị trường, gây ảnh hưởng đến sự biến động giá các tài sản tài chính. Vì vậy những yếu tố ảnh hưởng đến các đặc tính của tài sản tài chính, cũng chính là các yếu tố ảnh hưởng đến cung cầu tài sản tài chính, từ đó ảnh hưởng đến biến động giá cả chứng khoán trên thị trường.

## **1.3 THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH**

### **1.3.1 Khái niệm thị trường tài chính**

Thị trường là một khái niệm chung, chỉ nơi diễn ra các hoạt động trao đổi mua bán những thứ có giá trị gọi là hàng hoá như: động sản, bất động sản, dịch vụ, nhằm thoả mãn các nhu cầu về giá trị và giá trị sử dụng của những người tham gia trao đổi.

Thị trường tài chính là nơi giao dịch mua bán các tài sản tài chính như: vốn tài chính, các giấy tờ có giá và các sản phẩm tài chính, nhờ đó mà vốn được chuyển giao một cách trực tiếp hoặc gián tiếp từ các chủ thể cung vốn sang các chủ thể cầu vốn.

Quá trình luân chuyển vốn từ những chủ thể cung vốn đến chủ thể cầu vốn và sự ra đời, phát triển của các giấy tờ có giá, bao gồm các chứng nhận vốn và các chứng nhận nợ - gọi chung là các tài sản tài chính, cũng như quá trình thương mại hoá các loại tài sản tài chính vừa thoả mãn yêu cầu của người cần vốn và người có vốn, vừa là cơ sở hình thành và phát triển của thị trường tài chính.

Như vậy, thị trường tài chính là tổng hòa các mối quan hệ về cung cầu vốn, trong đó có 3 yếu tố cơ bản:

- Đối tượng của thị trường tài chính đó là những nguồn cung và nguồn cầu vốn của các chủ thể kinh tế trong xã hội như: nhà nước, các doanh nghiệp, các tổ chức xã hội và các tầng lớp dân cư.
- Hàng hoá của thị trường tài chính đó là các tài sản tài chính như: các giấy tờ có giá, tiền, các chứng khoán phái sinh.



## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

- Chủ thể tham gia thị trường tài chính là các pháp nhân hay thể nhân, đại diện cho những nguồn cung và nguồn cầu về vốn tham gia trên thị trường tài chính; Các trung gian tài chính kết nối các nguồn cung và nguồn cầu vốn.

- Thị trường tài chính là thị trường không gian, có thể là hữu hình hoặc vô hình (nghĩa là không có nơi chốn cụ thể)

### **1.3.2. Chức năng của thị trường tài chính**

Thị trường tài chính là nơi mua bán các tài sản tài chính nhằm chuyển các nguồn tài chính từ chủ thể cung vốn đến các chủ thể thiếu hụt. Thông qua thị trường tài chính, cung và cầu vốn sẽ gặp nhau. Như vậy, thị trường tài chính có 3 chức năng chủ đạo: chức năng dẫn vốn, chức năng tiết kiệm, chức năng thanh toán.

#### **• Chức năng dẫn vốn**

Thị trường tài chính thực hiện chức năng kinh tế nòng cốt trong việc dẫn vốn từ những người tạm thời thừa vốn đến những người tạm thời thiếu vốn. Cung cấp một lượng vốn liên tục cho các doanh nghiệp, người tiêu dùng và chính phủ để hỗ trợ cho cả chỉ tiêu đầu tư và chỉ tiêu tiêu dùng trong một nền kinh tế. Tạo điều kiện gia tăng năng suất của các nguồn của cải xã hội và tạo ra mức sống cao hơn cho cá nhân và gia đình.

Như vậy, thị trường tài chính cho phép chuyển vốn từ những người không có cơ hội đầu tư sinh lời tới những người có cơ hội đầu tư sinh lời. Thị trường tài chính đã nâng cao năng suất và hiệu quả hoạt động của nền kinh tế tổng thể, trực tiếp cải thiện mức sống của người tiêu dùng bằng cách tạo cho họ có cơ hội mua sắm chi tiêu phù hợp. Thị trường tài chính hoạt động hữu hiệu sẽ cải thiện đời sống kinh tế của mọi thành viên trong xã hội.

#### **• Chức năng tiết kiệm**

Thị trường tài chính cung cấp điểm sinh lợi cho tiết kiệm. Mục đích của tiết kiệm ngày hôm nay là để có thể mua sắm được nhiều hàng hoá và dịch vụ hơn vào ngày tương lai. Tuy nhiên sẽ có rất ít động cơ khuyến khích tiết kiệm nếu vắng bóng một thị trường tài chính. Thông qua thị trường tài chính,



người tiết kiệm có thể kiếm được thu nhập dưới hình thức tiền lãi, cổ tức, tiền lời của vốn... Khi những người chi tiêu cần thêm vốn của những người tiết kiệm, thị trường tài chính gởi tín hiệu đến người tiết kiệm dưới hình thức tiết kiệm có lãi suất cao hơn nhằm động viên các đơn vị, cá nhân thặng dư tiết kiệm nhiều hơn và tiêu dùng bớt đi. Ngược lại, khi người chi tiêu cần ít quỹ hơn thì lãi suất có chiều hướng giảm bớt và sự luân chuyển tiết kiệm cũng yếu đi.

Như vậy, thị trường tài chính cung cấp một cơ chế động viên tiết kiệm và tạo ra một luồng quỹ chảy vào đầu tư.

- **Chức năng thanh khoản**

Thị trường tài chính cung cấp phương thức chuyển đổi các loại tài sản tài chính thành tiền. Hay nói cách khác, thị trường tài chính tạo dễ dàng để bán những tài sản tài chính nhằm thu tiền mặt do đó nó làm cho những tài sản tài chính “lỏng” thêm. Tính “lỏng” thêm của những tài sản tài chính khiến chúng được ưa chuộng hơn và như thế làm dễ dàng hơn chức năng dẫn vốn và chức năng tiết kiệm của thị trường tài chính.

Nếu thiếu thị trường tài chính hoặc thị trường tài chính kém phát triển, tính thanh khoản của các tài sản tài chính kém thì người tiết kiệm chỉ ưa thích nắm giữ tài sản hoặc vốn dưới hình thái tiền, hơn là các hình thái khác gắn với tiền.

### **1.3.3 Cấu trúc của thị trường tài chính**

Từ thập niên 60, ở Châu Âu và Bắc Mỹ đã có rất nhiều ý kiến trái ngược nhau khi nhìn nhận về cấu trúc của thị trường tài chính và gọi tên cho các bộ phận cấu thành trong cấu trúc đó. Sự mâu thuẫn xuất phát từ chỗ có nhiều quan điểm khác nhau. Có quan điểm cho rằng các bộ phận trong khu vực của thị trường tài chính có biên giới rất không rõ ràng. Tính chất và hoạt động của các nhóm hay bộ phận này gần như giống nhau và do vậy, không nên phân định ra thành những cách gọi riêng biệt.

Một số quan điểm khác lại cho rằng, tuy các nhóm, các bộ phận hoạt động chung trong một thị trường tài chính, nhưng không vì thế mà chúng không



có những nét đặc biệt và độc lập đủ để phân biệt một cách rõ ràng giữa các loại thị trường này với thị trường khác. Hơn nữa, thị trường tài chính càng phát triển cao, càng bành trướng lớn về quy mô thì nó càng bộc lộ xu hướng phân nhỏ và chuyên môn hóa về mặt tổ chức và hoạt động. Do đó việc định danh cho từng nhóm thị trường càng thẳng thắn. Vì vậy, đến thập niên 80 hầu như các nước phát triển đều có quan điểm phân loại thị trường tài chính thành những loại thị trường nhỏ.

Việc nhìn nhận cấu trúc của thị trường tài chính có thể xem xét trên nhiều góc độ khác nhau, tùy theo cách thức vận dụng của mỗi nước trong việc tổ chức một mô hình thích hợp với bối cảnh của nền kinh tế.

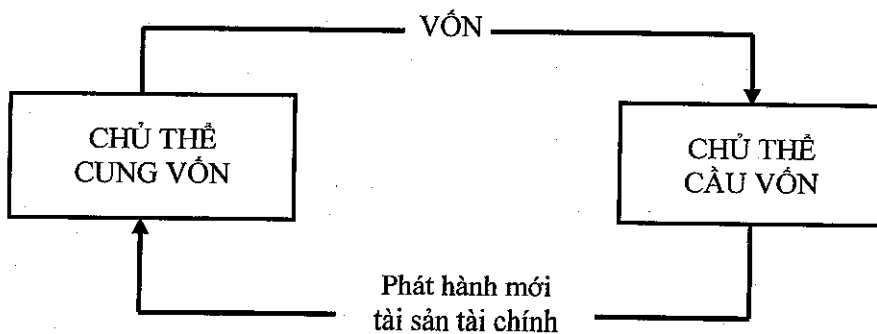
### 1.3.3.1 Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp

Nếu xem xét trên góc độ cơ cấu của thị trường, đối tượng giao dịch của thị trường, thì thị trường tài chính được cấu trúc bao gồm hai loại thị trường: thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp

- **Thị trường tài chính sơ cấp**

Thị trường tài chính sơ cấp (hay còn gọi là thị trường cấp một) là thị trường phát hành các tài sản tài chính (Hình 1.5) Trên thị trường này, vốn từ nhà đầu tư được chuyển sang nhà phát hành thông qua việc nhà đầu tư mua các tài sản tài chính mới phát hành.

**Hình 1.5: Thị trường tài chính sơ cấp**



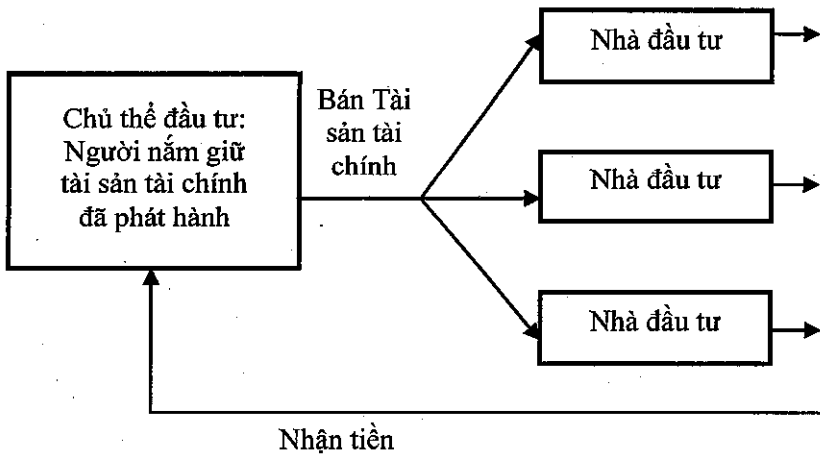
Nhà phát hành ở đây có thể là các doanh nghiệp, có thể là ngân hàng, và cũng có thể là nhà nước. Khi doanh nghiệp muốn huy động vốn cho một dự án đầu tư, doanh nghiệp có thể phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu và giao dịch trên thị trường sơ cấp. Tương tự, khi chính phủ thực hiện phát hành trái phiếu để tài trợ cho các nhu cầu chi tiêu của mình thì hành vi phát hành đó cũng sẽ được thực hiện trên thị trường sơ cấp. Đặc điểm quan trọng của thị trường sơ cấp là tính không liên tục và giá cả ban đầu của tài sản tài chính bị thiết định nhiều hơn là do thị trường tự xác định, nếu như các tài sản tài chính không phát hành thông qua việc gọi thầu hay bằng phương pháp đấu giá. (Blake, 2001)

Như vậy, chức năng cơ bản của thị trường này là huy động vốn tài chính để hỗ trợ cho việc đầu tư mới vào nhà xưởng, thiết bị và hàng thông qua việc phát hành các tài sản tài chính mới. Với chức năng đó, thị trường sơ cấp đã có vai trò quan trọng, thực hiện quá trình chu chuyển tài chính trực tiếp, đưa các khoản tiền nhàn rỗi trong nền kinh tế vào đầu tư, chứng khoán hoá các khoản nguồn vốn cần huy động, là nơi duy nhất mà các tài sản tài chính đem lại vốn cho người phát hành.

#### • **Thị trường tài chính thứ cấp**

Thị trường tài chính thứ cấp (hay còn gọi là thị trường cấp hai) là thị trường mua đi bán lại những tài sản tài chính đã được phát hành (Hình 1.6). Có hai động lực cơ bản để các chủ thể kinh doanh trên thị trường thứ cấp, đó là “Động cơ thúc đẩy do thông tin” và “động cơ thúc đẩy do khả năng tiền tệ”. Các nhà đầu tư do động cơ thông tin thúc đẩy, tin rằng họ đang nắm các tin tức có lợi mà có thể giúp họ kinh doanh hưởng chênh lệch giá từ các tài sản tài chính. Các nhà đầu tư vì động cơ khả năng tiền tệ lại hoạt động trên thị trường thứ cấp theo phương diện khác. Họ có thể đang trong tình trạng thừa hoặc thiếu tiền và họ cần phải giải quyết những nhu cầu đó.

Hình 1.6: Thị trường tài chính thứ cấp



Như vậy, ngược lại với thị trường tài chính sơ cấp, thị trường tài chính thứ cấp mặc dù có mức độ giao dịch lớn hơn nhiều so với thị trường tài chính sơ cấp, nhưng thị trường tài chính thứ cấp không có tác dụng huy động thêm vốn, không hỗ trợ việc đầu tư mới. Nói cách khác, các luồng vốn không chảy vào những người phát hành tài sản tài chính mà luân chuyển giữa những người đầu tư trên thị trường. Chức năng cơ bản của thị trường tài chính thứ cấp là tạo khả năng thanh khoản cho các tài sản tài chính đã được phát hành, nghĩa là làm cho những tài sản tài chính có tính “lỏng” thêm, khiến chúng trở nên hấp dẫn hơn, được ưa chuộng hơn và do đó làm dễ dàng hơn việc phát hành và bán chúng ở thị trường sơ cấp. Với ý nghĩa này, mức độ tích cực của thị trường tài chính thứ cấp có ảnh hưởng gián tiếp đến quy mô của thị trường tài chính sơ cấp và do đó ảnh hưởng đến quy mô vốn của toàn xã hội. Vì vậy, thị trường tài chính thứ cấp là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, gắn bó chặt chẽ với thị trường tài chính sơ cấp, trong đó thị trường sơ cấp là tiền đề và thị trường thứ cấp là động lực phát triển của thị trường tài chính.

### 1.3.3.2 Thị trường ngắn hạn và thị trường dài hạn

Nếu căn cứ vào thời hạn, thị trường tài chính bao gồm: thị trường tài chính ngắn hạn và thị trường tài chính dài hạn.

• **Thị trường tài chính ngắn hạn**

Thị trường tài chính ngắn hạn (còn gọi là thị trường tiền tệ) là thị trường giao dịch chuyển nhượng các tài sản tài chính ngắn hạn. Hay nói cách khác, thị trường tài chính ngắn hạn là một thể chế mà thông qua đó các nguồn cung vốn ngắn hạn gặp gỡ các nguồn cầu vốn ngắn hạn nhằm thỏa mãn nhu cầu thanh khoản và đầu tư ngắn hạn.

Thị trường tài chính ngắn hạn là nơi diễn ra các hoạt động nhằm giải quyết các nhu cầu vốn ngắn hạn. Đặc trưng nổi bật nhất của thị trường tài chính ngắn hạn là các hàng hóa có tính thanh khoản rất cao, bởi lẽ thời gian đáo hạn của nó ngắn và rất ngắn. Theo thông lệ, một chứng khoán hay khoản vay đáo hạn trong vòng 1 năm hay dưới 1 năm được xem là công cụ của thị trường tài chính ngắn hạn (lâu nhất là 12 tháng và ngắn nhất là 1 đêm hay 24 giờ).

Trên thị trường tài chính ngắn hạn, các ngân hàng thương mại là những định chế tài chính trung gian cung cấp vốn quan trọng nhất cho các doanh nghiệp và chính phủ, là tác nhân bán và mua cũng như phát hành hàng hóa chủ chốt nhất cho thị trường này. Khi ngân hàng nhận tiền ký gửi của công chúng để rồi phát hành ra các loại phiếu nợ như: séc, sổ ký thác có kỳ hạn và tiết kiệm... hoặc vay tiền bằng cách bán ra trái phiếu, kỳ phiếu, Eurodollar, vay của ngân hàng trung ương, vay dự trữ liên ngân hàng... nó làm xuất hiện các dạng hàng hóa của thị trường.

Trên thị trường tài chính ngắn hạn lưu hành nhiều loại công cụ tài chính. Mỗi công cụ hình thành một thị trường riêng biệt, có đặc điểm khác nhau, phụ thuộc vào chủ thể phát hành có liên quan, mức độ an toàn tương ứng và các điều kiện đi kèm công cụ. Tuy nhiên bao quát lại thì thị trường tài chính ngắn hạn, hay còn gọi là thị trường tiền tệ bao gồm thị trường tiền gửi, thị trường tín dụng ngắn hạn, thị trường liên ngân hàng và thị trường tiền tệ mở rộng. Trong đó, thị trường tín dụng ngắn hạn là thị trường cung ứng vốn tín dụng ngắn hạn đối với nền kinh tế, bao gồm cả tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại và tín dụng nhà nước.



• **Thị trường tài chính dài hạn**

Thị trường tài chính dài hạn (hay còn gọi là thị trường vốn) là nơi mua bán trao đổi các tài sản tài chính trung và dài hạn nhằm giải quyết các nhu cầu về vốn trung và dài hạn cho các chủ thể trong nền kinh tế.

Thị trường vốn được xây dựng để cung cấp tài chính cho các khoản đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp, chính phủ và các hộ gia đình. Các công cụ trên thị trường vốn có thời gian đáo hạn trên một năm hoặc từ một năm trở lên. Những người huy động vốn trên thị trường vốn chủ yếu và quan trọng nhất là các doanh nghiệp đủ loại. Những người cung cấp vốn trên thị trường vốn là các tổ chức tài chính như ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí... và các công chúng. Nếu như trọng tâm của thị trường tài chính ngắn hạn là cung cấp phương tiện giúp các cá nhân, doanh nghiệp nhanh chóng điều chỉnh tình hình thanh khoản thực của họ theo số lượng tiền mong muốn. Thì ngược lại, thị trường vốn gắn bó gắn gũi với tiết kiệm và đầu tư hơn, thị trường vốn là một nhịp cầu để chuyển tiết kiệm của những chủ thể thặng dư qua những cuộc đầu tư của những chủ thể thiếu hụt. Qua đó, thị trường vốn đóng góp vào sự ổn định kinh tế bằng cách cân đối tiết kiệm với đầu tư và đóng góp vào sự tăng trưởng kinh tế bằng cách mở rộng tổng khối lượng tiết kiệm và đầu tư. Do đó một thị trường vốn có hiệu quả, sẽ đóng góp tích cực vào việc nâng cao mức sống cho dân chúng.

Xét về đặc điểm hoạt động cũng như đối tượng cụ thể, thị trường vốn được chia thành thị trường tín dụng trung, dài hạn và thị trường chứng khoán. Thị trường tín dụng là nơi vốn được chuyển từ người tiết kiệm sang người đầu tư qua các trung gian tài chính. Công cụ tài chính là các khế ước nhận nợ do người đi vay ký phát. Thị trường chứng khoán là nơi mua bán trao đổi các chứng khoán trung và dài hạn (thời hạn từ một năm hoặc trên một năm) như: trái phiếu nhà nước, trái phiếu công ty, cổ phiếu...

*1.3.3.3 Thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần và thị trường phái sinh*

Nếu căn cứ vào các nghĩa vụ tài chính của các chủ thể tham gia giao dịch tài chính trên thị trường, thị trường tài chính bao gồm 3 loại: thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần và thị trường phái sinh.



• **Thị trường nợ**

Thị trường tài chính nợ là thị trường mua bán các công cụ tài chính nợ như: trái phiếu, tín phiếu, thương phiếu... Phương thức giao dịch và thanh toán mỗi loại công cụ nợ khác nhau, phụ thuộc vào người phát hành, mức độ an toàn và các điều kiện đi kèm. Thực chất các công cụ tài chính nợ là các thỏa thuận có tính chất hợp đồng về các khoản tín dụng, có thời hạn, có lãi suất. Trong đó người phát hành công cụ nợ là người đi vay, phải có nghĩa vụ thanh toán cho người nắm giữ công cụ nợ vốn và lãi khi đến hạn thỏa thuận. Người giữ công cụ nợ là người cho vay là chủ nợ, có quyền đòi nợ khi đến hạn thanh toán nhưng không có quyền tham gia các ý kiến trong việc quản lý công ty phát hành.

Nền kinh tế thị trường càng phát triển thì hoạt động của thị trường tài chính nợ càng được mở rộng và phát triển, vai trò của thị trường tài chính nợ càng trở nên quan trọng đối với mọi lĩnh vực kinh tế xã hội của một quốc gia.

• **Thị trường vốn cổ phần**

Thị trường vốn cổ phần là thị trường mua bán cổ phiếu. Các công ty cổ phần phát hành cổ phiếu để huy động vốn. Người nắm giữ cổ phiếu gọi là các cổ đông, sở hữu một phần tài sản công ty, được quyền chia lợi nhuận từ thu nhập ròng của công ty. Vì các cổ phiếu không quy định thời gian mãn hạn, vì cổ phiếu là các chứng khoán vĩnh viễn, do đó thị trường cổ phiếu cũng là thị trường tài chính dài hạn.

Ý tưởng sở hữu các cổ phần trong một công ty có từ thế kỷ 17. Đầu tiên các thương gia hùn vốn tham gia vào một thương vụ cụ thể nào đó và sau mỗi chuyến hàng họ lại chia phần vốn và lợi nhuận. Chẳng bao lâu người ta nhận thấy rằng không cần thiết phải chia vốn chung đã góp sau mỗi thương vụ vì các nhà góp vốn ban đầu có thể nhận lại tiền của mình bằng cách bán đi phần công việc kinh doanh của mình cho những nhà đầu tư mới. Một thị trường phi chính thức để lưu thông các “phần công việc kinh doanh” đã được hình thành tại những quán cà phê quanh trung tâm hội đoái Royal ở Luân Đôn. Năm 1773, một trong những quán như thế có tên là Neul Jonathan’s đã trở





thành một “trụ sở chứng khoán” và là thiết chế đầu tiên trên thế giới mang cái tên đó. (Blake, 2001)

Sự khác biệt giữa thị trường tài chính nợ và thị trường vốn cổ phần phụ thuộc vào bản chất công cụ tài chính giao dịch trên thị trường đó. Các công cụ vốn (cổ phiếu) có thù nhập không cố định, phụ thuộc vào tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp phát hành, do đó có tính rủi ro cao hơn các công cụ nợ. Chính vì vậy, thị trường vốn cổ phần thường biến động mạnh hơn thị trường nợ.

• **Thị trường tài chính phái sinh**

Thị trường tài chính phái sinh là thị trường phát hành và mua đi bán lại các công cụ phái sinh. Các công cụ phái sinh là các công cụ tài chính cao cấp, ví dụ như: quyền lựa chọn, hợp đồng tương lai, chứng quyền, quyền tiên mãi... Do đó, thị trường tài chính phái sinh cũng được gọi là thị trường tài chính cao cấp. Sự ra đời của thị trường tài chính phái sinh là một trong những sáng tạo tài chính lớn trong quá trình phát triển của hệ thống tài chính. Đặc biệt, trong điều kiện của nền kinh tế hiện đại, các sáng tạo tài chính ngày càng phát triển, mở rộng và đa dạng, tạo điều kiện cho thị trường tài chính phái sinh cũng ngày càng phát triển.

Trong thực tế, đa số các công cụ phái sinh được tạo ra trong các giao dịch tư nhân ở thị trường OTC. Tuy nhiên, ngày nay, cũng có một số lượng lớn các giao dịch phái sinh diễn ra trên sàn giao dịch. Khối lượng giao dịch phái sinh niêm yết trên toàn cầu trong năm 2010 là 22,3 tỉ hợp đồng, chiếm khoảng 78% tổng các giao dịch phái sinh trên toàn thế giới. Khối lượng giao dịch phân bổ khá đều giữa hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai, với khoảng 11,2 tỉ hợp đồng tương lai và 11,1 tỉ hợp đồng quyền chọn. Năm loại tài sản có khối lượng giao dịch lớn nhất là chỉ số chứng khoán, cổ phiếu, lãi suất, ngoại tệ và hàng hóa nông nghiệp (Chance & Books, 2013).

**Bảng 1.1: 10 sàn giao dịch phái sinh có khối lượng lớn nhất trong năm 2010**

*(ĐVT: tỉ hợp đồng)*

Hạng	Sàn giao dịch	Khối lượng	Tỉ lệ %
1	Korea Exchange	3,75	16,8%
2	CME Group (includes CBOT and Nymex)	3,08	13,8%
3	Eurex (includes ISE)	2,64	11,8%
4	NYSE Euronext (includes U.S and EU markets)	2,15	9,6%
5	National Stock Exchange of India	1,62	7,3%
6	BM & FBovespa	1,42	6,4%
7	CBOE Group (includes CFE and C2)	1,12	5,0%
8	Nasdaq OMX (includes U.S and Nordic markets)	1,10	4,9%
9	Multi Commodity Exchange of India (includes MCX – SX)	1,08	4,8%
10	Russian Trading Systems Stock Exchange	0,62	2,8%
<b>Tổng 10 sàn giao dịch</b>		<b>18,58</b>	<b>83,3%</b>

*(Nguồn: Tạp chí Futures Industry, tháng 3-4, 2011)*

#### 1.3.3.4 Thị trường nội tệ và thị trường ngoại tệ

- **Thị trường tài chính nội tệ**

Thị trường tài chính nội tệ là thị trường phát hành và giao dịch giấy tờ có giá bằng đồng nội tệ (đồng bản tệ), đồng thời là thị trường vay và đi vay những khoản vốn bằng đồng nội tệ (đồng bản tệ).

- **Thị trường tài chính ngoại tệ**

Thị trường tài chính ngoại tệ (thị trường ngoại hối) là một bộ phận của thị trường tiền tệ “nơi” diễn ra việc giao dịch các loại ngoại hối. Theo đó, ngoại hối là một khái niệm dùng để chỉ các phương tiện có giá trị dùng để thanh



THƯ VIỆN  
HUBT

49

toán giữa các quốc gia. Ngoại hối bao gồm ngoại tệ (tiền nước ngoài); các phương tiện thanh toán, giấy tờ có giá bằng tiền nước ngoài; vàng tiêu chuẩn quốc tế. (Chi tiết về thị trường ngoại hối được đề cập trong Chương 3 giáo trình này)

### **1.3.4 Toàn cầu hóa thị trường tài chính**

#### *1.3.4.1 Khái niệm*

Toàn cầu hóa là quá trình hội nhập ngày càng tăng của nền kinh tế trên thế giới thông qua sự chuyển dịch hàng hoá, dịch vụ, và vốn xuyên biên giới. Toàn cầu hóa còn bao gồm cả sự chuyển dịch của con người (lao động), kiến thức (công nghệ), văn hoá, chính trị, và kích thước môi trường. Toàn cầu hóa là kết quả của sự sáng tạo của con người và tiến bộ công nghệ.

Toàn cầu hóa thị trường tài chính là quá trình chuyển dịch đến một thị trường tài chính thống nhất, tương tác và phụ thuộc lẫn nhau trên toàn thế giới. Đó là sự ảnh hưởng, tác động, xâm nhập lẫn nhau xuyên biên giới trong lĩnh vực thị trường tài chính.

Toàn cầu hóa thị trường tài chính đang ngày càng trở thành xu thế phát triển mạnh mẽ và quan trọng. Trước những năm 1980, vấn đề này còn là vấn đề hết sức xa lạ, thị trường tài chính của Mỹ chiếm tỉ trọng trọng yếu trên thế giới. Trong những thập niên gần đây, các thị trường tài chính ngoài Mỹ đã tăng trưởng những bước đột phá như Nhật Bản, Trung Quốc... dẫn đến sự mở rộng hoạt động của thị trường tài chính có tính chất quốc tế hóa cao. Đặc biệt, trong vài thập niên vừa qua, sự tiến bộ của kỹ thuật công nghệ và phát triển thông tin liên lạc đã làm tăng các nghiệp vụ xuyên biên giới, mở rộng phạm vi và hiệu năng của hệ thống tài chính toàn cầu. Xem xét thị trường trái phiếu quốc tế, thị trường cổ phiếu quốc tế và thị trường ngoại hối sẽ cho chúng ta thấy được toàn cảnh diễn biến của vấn đề toàn cầu hóa thị trường tài chính trên thế giới.

Trên thị trường trái phiếu quốc tế, ngoài các công cụ tài chính truyền thống được giao dịch phổ biến trên thị trường đó là các Trái phiếu nước ngoài (là "trái phiếu được bán ở nước ngoài và được gọi tên theo đồng tiền của nước đó"). Từ những năm 1980 trở về đây, một sáng tạo mới của trái phiếu quốc



**THƯ VIỆN  
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

tế cũng rất được phổ biến trên thị trường quốc tế đó là Trái phiếu Châu Âu (là “trái phiếu được gọi tên đơn vị theo một đồng tiền khác với đồng tiền của nước mà nó được bán ở đây”). Thị trường của Trái phiếu Châu Âu đã tăng trưởng rất nhanh với tốc độ trên 40% năm và hiện nay hơn 80% trái phiếu quốc tế là Trái phiếu Châu Âu. (Mishkin, 2001)

Về thị trường cổ phiếu, cho đến năm 1980, thị trường của Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất thế giới. Bắt đầu từ giữa năm 1980 sự phát triển vượt trội của một số quốc gia về thị trường cổ phiếu, điển hình như Nhật Bản, đã thôi thúc Mỹ và các quốc gia khác phát triển thị trường cổ phiếu ra nước ngoài nhằm gia tăng lợi nhuận. Các nhà đầu tư các quốc gia bây giờ không chỉ quan tâm tới các chỉ số giá cổ phiếu trong nước mà còn quan tâm đến các chỉ số giá cổ phiếu các quốc gia khác như: chỉ số Dow Jones (Mỹ), chỉ số Nikkei (Nhật)... (Mishkin, 2001)

Đầu tư trực tiếp ở nước ngoài không ngừng tăng, năm 1980 bằng 0,4% tổng sản lượng thế giới, đến năm 1990 tăng lên 1,1%. Năm 1992 đầu tư trực tiếp ở nước ngoài trên toàn thế giới đạt 181 tỉ \$USD. Với xu hướng trong giao dịch hiện nay lượng hàng hoá vật chất mỗi ngày mỗi giảm so với dịch vụ, dữ kiện tin học, viễn thông, thông điệp nghe nhìn..., hiện tượng toàn cầu hoá lại càng tăng. Năm 1997, lượng vốn FDI toàn thế giới là 400 tỉ USD, tăng 7 lần về giá trị thực so với thập niên 1970. Năm 2004, FDI toàn thế giới đã đạt mức 612 tỉ USD, tăng 6% so với năm 2003<sup>1</sup>. Năm 2005, theo ước tính của các nhà kinh tế trên thế giới, Trung Quốc, Ấn Độ, Brazil và Nga là 4 quốc gia hấp dẫn nhất đối với nguồn vốn FDI toàn cầu.

Đối với các ngân hàng đầu tư, để phục vụ khách hàng trên phạm vi toàn cầu, các ngân hàng lớn đã thực hiện chiến lược mở rộng phạm vi toàn cầu. Các ngân hàng đầu tư đã mở chi nhánh hoạt động tại hàng trăm quốc gia và tuyển hàng ngàn nhân viên bản địa hoặc thôn tính các ngân hàng địa phương với thị phần và mạng lưới khách hàng sẵn có để thâm nhập thị trường. Doanh thu các ngân hàng đầu tư tại thị trường quốc tế ngày càng tăng lên đáng kể và góp một phần quan trọng trong tổng doanh thu toàn cầu. Tỷ lệ này ở Lehman Brothers

<sup>1</sup> Báo cáo của Hội nghị Liên Hợp quốc về buôn bán và phát triển UNCTAD

## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

tăng từ 37% năm 2006 lên 40% trong 6 tháng đầu năm 2007. Trong khi đó, các ngân hàng đầu tư khác cũng duy trì tỉ lệ khoảng 10 - 35%.

Đối với thị trường ngoại hối, khối lượng giao dịch ngoại hối quốc tế hàng ngày tăng từ mức 10 - 20 tỉ USD những năm 1970 lên 1.500 tỉ USD năm 1998. Khối lượng cho vay từ các ngân hàng quốc tế tăng từ 265 tỉ USD vào năm 1975 lên 4.200 tỉ USD vào năm 1994<sup>2</sup>. Đối với các nước đang phát triển, chỉ trong 8 năm (từ 1990-1997), dòng vốn đầu tư tư nhân nước ngoài đổ vào tăng hơn 5 lần. Trong khi mật độ dịch quốc tế của giai đoạn này chỉ tăng 5%/năm thì dòng vốn tư nhân lưu chuyển tăng 30%/năm<sup>3</sup>.

Có thể nói, thị trường tài chính đã có rất nhiều thay đổi trong những thập kỉ gần đây. Toàn cầu hóa thị trường tài chính ngày càng cao đã đưa thế giới nằm trong sự phụ thuộc lẫn nhau chặt chẽ về tài chính giữa các quốc gia; tình trạng kinh tế thế giới bị chi phối mạnh mẽ bởi tình trạng của dòng tài chính. Thị trường liên kết quốc tế ngày càng hiệu quả hơn nhưng cũng phức tạp hơn.

### *1.3.4.2 Những đặc trưng cơ bản của toàn cầu hóa thị trường tài chính*

*Thứ nhất:* xu hướng phát triển mạnh thị trường trái phiếu hơn cổ phiếu. Bắt đầu từ năm 1984, nhiều quốc gia trên thế giới, điển hình là Mỹ, cổ phiếu không còn là nguồn tài chính quan trọng cho các doanh nghiệp. Trái phiếu trở thành nguồn tài chính quan trọng gấp nhiều lần (29,8% trái phiếu so với 2,1% cổ phiếu) (Mishkin, 2001).

*Thứ hai:* tài chính gián tiếp ngày càng trở nên quan trọng gấp nhiều lần so với tài chính trực tiếp, đặc biệt là vai trò của các ngân hàng. Ở Mỹ, ngay từ những năm 80, các khoản vốn tài trợ từ ngân hàng cho các công ty gấp hơn 25 lần so với thị trường cổ phiếu.

*Thứ ba:* tự do hóa tài chính gắn liền với quá trình toàn cầu hóa ngày càng diễn ra mạnh mẽ và trở thành xu thế tất yếu. Quá trình này diễn ra theo các cấp độ khác nhau ở các quốc gia khác nhau tùy theo mức độ phát triển, hoàn cảnh lịch sử của nền kinh tế cũng như khả năng quản lý của cơ quan chức năng.

<sup>2</sup> Báo cáo của Hội nghị Liên Hợp quốc về buôn bán và phát triển UNCTAD

<sup>3</sup> Ngân hàng thế giới, *East Asia: the road to recovery* (1998)



*Thứ tư:* ngày càng phát triển mạnh mẽ các công cụ tài chính tinh vi phức tạp như: các công cụ phái sinh, trái phiếu cơ cấu, chứng khoán hóa... Đặc biệt khuynh hướng sử dụng các công cụ phái sinh ngày càng tăng. Thị trường các công cụ phái sinh đã phát triển nhanh hơn bất kỳ thị trường nào trong những thập niên gần đây. Trong đó, các công cụ phái sinh tín dụng trở thành tâm điểm của các công cụ tài chính mới.

*Thứ năm:* các giao dịch điện tử ngày càng trở nên cần thiết và phát triển: văn bản mềm, thư điện tử, chat điện tử, mạng nội bộ internet, phân phối sản phẩm bằng điện tử, giao dịch theo thuật toán, các hệ thống phần mềm kết nối toàn cầu.

*Thứ sáu:* sự khác biệt trong chi phí sử dụng vốn giữa các quốc gia đang dần biến mất. Mặc dù các chính sách quản lý và điều kiện thị trường có thể ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn trong một quốc gia, nhưng nó chủ yếu ảnh hưởng đến các doanh nghiệp nhỏ không có đường vào thị trường tài chính toàn cầu. (Brigham & Houston, 2009)

*Thứ bảy:* hệ thống tài chính trở thành một bộ phận quan trọng của nền kinh tế mỗi quốc gia, được điều hành và kiểm soát chặt chẽ nhất nhằm đảm bảo sự lành mạnh của hệ thống tài chính.

#### 1.3.4.3 Tác động của toàn cầu hóa thị trường tài chính

Việc toàn cầu hóa thị trường tài chính trên thế giới có tác dụng to lớn đối với việc cung cấp vốn lẫn nhau giữa các quốc gia, tài trợ dễ dàng hơn cho sự thâm hụt vốn của các chính phủ, giúp cho nền kinh tế các quốc gia được tăng trưởng nhanh hơn. Đối với các nhà đầu tư, toàn cầu hóa thị trường tài chính tạo nhiều cơ hội đầu tư ra thị trường quốc tế, giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro và gia tăng tỉ suất lợi nhuận cho các nhà đầu tư. Với sự hỗ trợ đắc lực của hệ thống công nghệ thông tin, các giao dịch được kết nối liên tục, nhanh chóng, mọi lúc, mọi nơi; các nhà đầu tư tiết kiệm được chi phí giao dịch tài chính; có khả năng thu thập và xử lý thông tin kịp thời; có nhiều công cụ tài chính để lựa chọn. Vì vậy, trong những thập niên gần đây, các nhà đầu tư ngày càng đầu tư nhiều hơn vào các tài sản tài chính trên thị trường quốc tế. Các cuộc nghiên cứu gần đây cho thấy, tần suất giao dịch



mua bán cổ phiếu của các nhà đầu tư trên thị trường nước ngoài cao hơn so với tần suất giao dịch trong nước. Trước đây, phần lớn các nhà đầu tư chỉ giới hạn danh mục đầu tư vào các thị trường đã phát triển như Nhật Bản, Đức, Canada, Anh... Hiện nay, các nhà đầu tư đã mở rộng danh mục đầu tư sang các thị trường mới nổi như Hàn Quốc, Mexico, Singapore, Đài Loan, Nga... (Brigham & Houston, 2009).

Bên cạnh những tác động tích cực to lớn, toàn cầu hóa thị trường tài chính cũng tạo ra nhiều vấn đề cho các nhà làm chính sách. Toàn cầu hóa đã biến thế giới trở thành một mái nhà chung, nơi mà các nguy cơ và sự mất cân bằng có khả năng lan truyền đến mọi ngóc ngách. Các quốc gia bị bao vây và thách thức bởi các tác nhân kinh tế từ bên ngoài. Một lượng lớn vốn di chuyển nhanh chóng trên khắp thế giới theo sự thay đổi của lãi suất và tỉ giá hối đoái. Do đó các dòng tài chính có đặc điểm là dễ biến động, độ rủi ro cao. Những sự dịch chuyển này có thể dẫn tới sự thâm tóm quyền lực vào tay các nhà tư bản lớn, sự phụ thuộc vào nguồn vốn nước ngoài. Thậm chí có thể làm sụp đổ các định chế tài chính và các nền kinh tế địa phương, đưa nền kinh tế vào các cú sốc từ nhiều nguồn mới và khó có thể dự kiến được. Cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ Đông Á 1997 và sự lây lan của nó sang các khu vực khác trên thế giới là một minh chứng rõ rệt nhất về hậu quả trực tiếp xảy ra từ sự đảo ngược đột ngột dòng chảy tài chính khối lượng lớn trên phạm vi toàn cầu. Do đó, trong điều kiện toàn cầu hóa thị trường tài chính, đòi hỏi các ngân hàng trung ương cần phải phát triển những phương pháp mới nhằm đánh giá và hạn chế rủi ro của hệ thống tài chính. (Brigham & Houston, 2009)

Đối với các nhà đầu tư, mặc dù toàn cầu hóa giúp nhà đầu tư đa dạng hóa danh mục đầu tư, từ đó giảm thiểu rủi ro và gia tăng tỉ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, các nhà đầu tư lại phải đương đầu với những loại rủi ro khác như rủi ro tỉ giá, rủi ro thông tin. Hơn nữa, toàn cầu hóa càng cao thì mối tương quan giữa các thị trường càng trở nên chặt chẽ hơn, vì thế lợi ích từ việc đa dạng hóa đầu tư quốc tế cũng giảm. Ví dụ về lợi tức cổ phần, vào những năm 1900 và 1950, mức lợi tức cổ phần trung bình toàn thế giới vào khoảng 5%. Tuy nhiên đến năm 2004, mức lợi tức cổ phần trung bình toàn thế giới giảm xuống còn khoảng 3%. (Brigham & Houston, 2009)





### **1.3.5 Thị trường hiệu quả và vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính**

#### *1.3.5.1 Thị trường hiệu quả*

- **Khái niệm**

Trên thị trường tài chính, lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Markets Hypothesis – EMH) dựa trên cơ sở cho rằng giá cả tài sản tài chính phản ánh hoàn toàn và đầy đủ mọi thông tin sẵn có trên thị trường liên quan đến tài sản tài chính đó. Nghĩa là EMH cho rằng giá cả tương lai của các tài sản tài chính trên thị trường tài chính bằng với dự báo tối ưu sử dụng mọi thông tin sẵn sàng hiện có. Do đó, lợi tức dự tính của tài sản tài chính trong tương lai (RET) sẽ bằng với dự báo tối ưu về lợi tức của tài sản tài chính đó (RET<sup>of</sup>)

$$RET = RET^{of}$$

Tuy nhiên, theo quy luật cung cầu, lợi tức dự tính của các tài sản tài chính sẽ có xu hướng tiến tới lợi tức cân bằng (tại đó cân bằng lượng cung và lượng cầu tài sản tài chính)

$$RET = RET^*$$

Do đó, theo EMH, trên thị trường tài chính các tài sản tài chính được định giá sao cho dự báo tối ưu về lợi tức của tài sản tài chính sử dụng mọi thông tin sẵn sàng, bằng với lợi tức cân bằng của tài sản tài chính đó. (*Mishkin, 2001*)

$$RET^{of} = RET^*$$

- **Các mức độ hiệu quả của thị trường**

Nếu thị trường tài chính thực sự hiệu quả, giá các tài sản tài chính sẽ được điều chỉnh nhanh chóng theo tất cả các thông tin có sẵn liên quan. Có 3 mức độ hiệu quả của thị trường:

- **EMH dạng yếu:** giá cả của tài sản tài chính hiện tại phản ánh đầy đủ và tức thời tất cả các thông tin đã có trong lịch sử trước đây về giá cả của các tài sản tài chính đó. Điều đó có nghĩa là, các giá cả quá khứ không cung cấp thông tin về giá cả tương lai để giúp các nhà đầu tư kinh doanh theo nguyên tắc chủ động. EMH dạng yếu hàm ý rằng, tất cả các thông tin đến từ việc



theo dõi biến động giá tài sản tài chính quá khứ không thể được sử dụng để kiểm lời bằng cách dự đoán giá tài sản tài chính tương lai. (Blake, 2001)

- **EMH dạng trung bình:** Giá cả của các tài sản tài chính hiện tại đang phản ánh đầy đủ và tức thời tất cả các thông tin được công bố trên thị trường tài chính. Điều đó có nghĩa là, khi có một thông tin mới được công bố trên thị trường tài chính, nó sẽ được phản ánh ngay vào giá cả của tài sản tài chính (tin tốt làm giá tăng, tin xấu làm giá giảm). Và như vậy, sẽ không có những thay đổi giá cả có thể dự đoán được nữa. Hàm ý của EMH dạng trung bình là các nhà đầu tư không thể kiếm được lợi nhuận trên trung bình trừ khi may mắn có được những thông tin không được công bố ra bên ngoài. Một hàm ý khác, khi thông tin được công bố rộng rãi ra công chúng, giá tài sản tài chính chỉ thay đổi khi thông tin đó khác với những gì nhà đầu tư dự đoán. Ví dụ: một công ty công bố lợi nhuận tăng 25%, nếu thông tin này đúng với sự dự đoán của nhà đầu tư thì công bố đó hầu như không ảnh hưởng đến giá tài sản tài chính trên thị trường và giá tài sản tài chính sẽ giảm nếu nhà đầu tư dự đoán lợi nhuận tăng trên 25% và ngược lại.

- **EMH dạng mạnh:** Giá cả các tài sản tài chính hiện tại đang phản ánh tức thời và đầy đủ tất cả các thông tin được biết trên thị trường tài chính kể cả các thông tin nội bộ và cá nhân. Điều này có nghĩa là thị trường tài chính phản ứng nhanh với mọi thông tin, ngay cả những người bên trong cũng không thể kiếm lợi nhuận trên trung bình từ thông tin nội bộ.

#### • Hàm ý của EMH trên thị trường tài chính

EMH là một trong những phần quan trọng của lý thuyết tài chính hiện đại. EMH có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà đầu tư, cung cấp cho các nhà đầu tư một sự chỉ dẫn. EMH hàm ý rằng, thị trường tài chính luôn nằm trong trạng thái cân bằng, nghĩa là giá cả của các tài sản tài chính luôn bằng giá trị nội tại của tài sản tài chính, mọi sự thay đổi về giá trị nội tại sẽ được phản ánh ngay trong giá cả thị trường.

Thực tiễn cho thấy, thị trường tài chính không phải luôn hiệu quả. Mặc dù vậy, các nhà nghiên cứu cho rằng EMH đúng với thị trường tài chính trong dài hạn. Nếu giá tài sản tài chính hiện tại quá thấp, nghĩa là  $RET^{of} > RET^*$ ,



các nhà đầu tư sẽ tận dụng cơ hội và mua vào tài sản tài chính, đẩy giá tài sản tài chính tăng lên gần với giá cân bằng thị trường, từ đó làm cho  $RET^{of}$  giảm xuống tiến gần đến  $RET^*$ . Nếu giá tài sản tài chính hiện tại quá cao, nghĩa là  $RET^{of} < RET^*$ , các nhà đầu tư sẽ tận dụng cơ hội và bán ra các tài sản tài chính, kéo giá tài sản tài chính xuống gần với giá cân bằng thị trường, từ đó làm cho  $RET^{of}$  tăng lên tiến gần đến  $RET^*$ . Vì vậy, trong dài hạn  $RET^{of} = RET^*$

#### 1.3.5.2 Thông tin bất cân xứng

Lý thuyết thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information) lần đầu tiên xuất hiện vào những năm 1970. Năm 2001, các nhà khoa học nghiên cứu lý thuyết này là George Akerlof, Michael Spence và Joseph Stiglitz đã vinh dự nhận giải Nobel kinh tế. Lý thuyết thông tin bất cân xứng đã khẳng định được vị trí và ngày càng trở nên vô cùng quan trọng, là trọng tâm nghiên cứu của kinh tế học hiện đại.

##### • Khái niệm

Sự không cân bằng về thông tin mà các bên giao dịch có được gọi là thông tin bất cân xứng. Như vậy, thông tin bất cân xứng xảy ra khi một trong các bên giao dịch không biết tất cả và chính xác những thông tin cần biết về bên kia để đưa ra quyết định đúng đắn trong giao dịch. Khi đó, giá cả trên thị trường sẽ có thể quá thấp hoặc quá cao so với giá cân bằng của thị trường. Đối với các quốc gia, tính minh bạch của thông tin trên thị trường, khả năng tiếp cận thông tin và cơ sở hạ tầng thông tin yếu kém thì thông tin bất cân xứng càng phổ biến và càng trở nên trầm trọng hơn.

Bất cân xứng về thông tin có ba đặc điểm cơ bản sau: (i) Có sự khác biệt về thông tin giữa các bên giao dịch, (ii) Có nhiều trở ngại trong việc chuyển thông tin giữa các bên, (iii) Trong hai bên có một bên có thông tin chính xác hơn.

##### • Tác động của thông tin bất cân xứng

Sự xuất hiện của thông tin bất cân xứng là yếu tố quan trọng kìm hãm giao dịch. Thông tin bất cân xứng dẫn tới hai rủi ro chính trên thị trường tài chính: chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức (tạo ra sau khi cuộc giao dịch được diễn ra).



## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

Chọn lựa đối nghịch là hậu quả của vấn đề thông tin bất cân xứng, được tạo ra khi diễn ra cuộc giao dịch. Bất cân xứng thông tin càng lớn nguy cơ lựa chọn đối nghịch càng cao. Trên thị trường tín dụng, chọn lựa đối nghịch xảy ra khi người đi vay có rủi ro cao không trả được nợ nhưng lại tích cực đi vay nhất và có nhiều khả năng được người cho vay lựa chọn nhất. Trên thị trường chứng khoán, trong điều kiện bất cân xứng thông tin, những người tham gia có thể đẩy thị trường đến một trạng thái lựa chọn đối nghịch, đó là việc mua chứng khoán của những công ty hoạt động kém và đẩy khỏi thị trường những chứng khoán chất lượng cao. Thị trường chứng khoán sẽ mất dần tính thanh khoản và ngày càng bị thu hẹp, hàng hóa chỉ còn những loại chứng khoán chất lượng kém. Trên thực tế, chỉ những thị trường tài chính mạnh, có hệ thống thông tin và giám sát thông tin tốt mới có khả năng hạn chế các chọn lựa đối nghịch, từ đó tạo điều kiện cho thị trường phát triển.

Rủi ro đạo đức là hậu quả của thông tin bất cân xứng. Khác với lựa chọn đối nghịch, rủi ro đạo đức xuất hiện sau các cuộc giao dịch đã diễn ra trên thị trường tài chính. Rủi ro đạo đức có những đặc điểm chính sau đây: (i) Có sự xuất hiện những hoạt động không tích cực (thiếu đạo đức). (ii) Các hoạt động trên sẽ làm tăng xác suất xảy ra hậu quả xấu. Trong thực tế, vấn đề rủi ro đạo đức xuất hiện trong rất nhiều thị trường và dễ được nhận thấy như thị trường bảo hiểm (y tế, tài sản, tai nạn), thị trường cho vay tín dụng, thị trường chứng khoán. Ví dụ, trên thị trường tín dụng, sau khi vay tiền, người đi vay lại nảy sinh ý định sử dụng vốn sang mục đích khác với thỏa thuận ban đầu làm cho món vay ít có khả năng hoàn trả hơn, đây chính là rủi ro đạo đức do bất cân xứng thông tin. Hay, trên thị trường chứng khoán, dễ nhận thấy của rủi ro đạo đức là tình trạng thao túng các mặt hoạt động của công ty cổ phần và giá cổ phiếu. Các cổ đông lớn hoặc những người nằm trong ban điều hành công ty do có được thông tin về công ty hoặc tạo ra những sự kiện rời liên kết mua bán để đẩy giá cổ phiếu tăng cao, kéo những nhà đầu tư nhỏ ít kinh nghiệm vào cuộc, khi những cổ đông lớn đã rút ra khỏi thị trường thì những cổ đông nhỏ nắm giữ những cổ phiếu giá cao (đây được gọi là sự chọn lựa bất lợi).

Như vậy, thông tin bất cân xứng dẫn đến hậu quả tai hại là chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức. Bộ ba này được coi là khuyết tật làm cho thị



trường mất tính hiệu quả, khả năng đảm đương các chức năng vốn có cần thiết của nó bị suy giảm. Đối với một hệ thống tài chính, vấn đề thông tin bất cân xứng và hai hậu quả của nó đóng vai trò khá quan trọng trong việc hình thành cấu trúc thị trường và sự hiệu quả của việc luân chuyển vốn từ người tiết kiệm đến các nhà đầu tư. Đặc biệt, đối với một nước đang phát triển như Việt Nam, đây được coi là những tác nhân chính, là nguyên nhân của những bất ổn và sự trì trệ của hệ thống tài chính Việt Nam.

- **Giải pháp cho vấn đề thông tin bất cân xứng**

Khi vấn đề thông tin bất cân xứng được giải quyết thì vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức cũng biến mất. Do đó, giải pháp cho vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức là đưa ra và kiểm soát được các thông tin có tác dụng loại bỏ các thông tin bất cân xứng. Các giải pháp chủ yếu mà các quốc gia phát triển thường áp dụng là: (i) Tự sản xuất và bán thông tin (ii) Tăng cường sự điều hành của chính phủ để tăng thông tin (iii) Tăng cường vai trò của các trung gian tài chính để tăng chất lượng thông tin (iv) Thực hiện cơ chế tự sàng lọc.

## **1.4 ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH**

### **1.4.1 Khái niệm và đặc điểm của định chế tài chính**

“Một nền kinh tế lành mạnh và sôi động cần đến một hệ thống tài chính để chuyển vốn từ những người thặng dư đến những người có cơ hội đầu tư sinh lợi”. (Mishkin, 2001) Trong đó, định chế tài chính là một bộ phận cấu thành trong hệ thống tài chính, có chức năng đảm nhận vai trò này.

Định chế tài chính là một loại hình doanh nghiệp mà tài sản chủ yếu của nó là các tài sản tài chính hay còn gọi là các hình thức trái quyền như cổ phiếu, trái phiếu và khoản cho vay - thay vì tài sản thực như nhà cửa, công cụ và nguyên vật liệu. Định chế tài chính cho khách hàng vay hoặc mua chứng khoán đầu tư trong thị trường tài chính. Ngoài ra các định chế tài chính này còn cung cấp đa dạng các dịch vụ tài chính khác, từ bảo hiểm và bán các hợp đồng hưu bổng, cho đến giữ hộ tài sản có giá và cung cấp một cơ chế cho việc thanh toán, chuyển tiền và lưu trữ thông tin tài chính. (Rose, 1980)



Như vậy, định chế tài chính là một doanh nghiệp đặc biệt, với các đặc điểm riêng có:

- Tài sản hoạt động chủ yếu là các tài sản tài chính
- Chức năng chính là chuyên vốn từ những người có cung vốn sang những người có cầu vốn.
- Thu hút tiết kiệm bằng cách bán các trái quyền và tài trợ vốn cho chi tiêu (chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu đầu tư) bằng cách mua các trái quyền.
- Cung cấp đa dạng các dịch vụ tài chính

#### 1.4.2 Vai trò của định chế tài chính

Các định chế tài chính là tổ chức kết nối những người có vốn và những người cần vốn. Do đó các định chế tài chính có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế.

##### • Giảm thiểu các chi phí giao dịch

Các định chế tài chính, một bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính đã giúp những người tiết kiệm và những người đầu tư giảm các chi phí giao dịch như:

- *Chi phí tìm kiếm*: nhờ có vai trò của các định chế tài chính, những người cung vốn và những người cầu vốn có thể dễ dàng gặp nhau, giảm bớt sự tìm kiếm nhau.
- *Chi phí thực hiện giao dịch*: các định chế tài chính có thể cung cấp những dịch vụ linh hoạt và tiện ích làm cho khách hàng dễ dàng hơn trong quá trình giao dịch.
- *Chi phí do quy mô*: nhờ gộp vốn của các nhà đầu tư nhỏ lại với nhau, chi phí giao dịch cho mỗi cá nhân nhà đầu tư giảm đi rất nhiều. Ví dụ chi phí dàn xếp cho một vụ mua 100.000 cổ phiếu không lớn hơn nhiều so với chi phí dàn xếp cho vụ mua 10.000 cổ phiếu.
- *Chi phí hiểu biết*: để có thể tiết kiệm và đầu tư có hiệu quả, đòi hỏi các nhà tiết kiệm và các nhà đầu tư phải có kiến thức, phải hiểu biết thị trường, có kỹ

## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

năng phân tích và đánh giá... Các định chế tài chính là các tổ chức chuyên nghiệp, có khả năng tốt hơn để mở rộng hiểu biết, từ đó hạ thấp các chi phí giao dịch như chi phí phân tích, chi phí thiết lập hợp đồng, chi phí quản lý tài sản, chi phí giám sát, chi phí xử lý thông tin...

### • Giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư

Các loại hình định chế tài chính rất đa dạng. Các sản phẩm dịch vụ mà các định chế tài chính cung ứng cũng rất phong phú và đa dạng. Chính điều đó giúp giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư nhờ đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Ngoài ra, các định chế tài chính còn giúp giảm thiểu rủi ro do thiếu hiểu biết của các nhà đầu tư nhờ tính chuyên nghiệp cao của các định chế tài chính.

### • Tạo lập cơ chế thanh toán

Một số định chế tài chính đảm nhiệm vai trò cung cấp những phương thức và phương tiện thanh toán, điển hình như là ngân hàng thương mại. Sự phát triển của các phương thức thanh toán, đặc biệt là thanh toán không dùng tiền mặt là vô cùng quan trọng, giúp cho thị trường vận hành nhanh chóng và hiệu quả hơn.

Như vậy, các định chế tài chính đóng một vai trò quan trọng đối với việc khuyến khích tiết kiệm, khuyến khích đầu tư và quá trình vốn hóa trong nền kinh tế, chuyển tải một lượng đáng kể nguồn tiết kiệm đưa vào đầu tư, góp phần tích cực đẩy nhanh tốc độ luân chuyển vốn.

### 1.4.3 Phân loại các định chế tài chính

Các định chế tài chính có thể chia làm 2 nhóm: định chế tài chính trung gian và định chế tài chính bán trung gian.

#### 1.4.3.1 Định chế tài chính trung gian

Các định chế tài chính trung gian là các tổ chức tài chính đứng giữa các nguồn cung và nguồn cầu vốn với tư cách là một nhà đầu tư trung gian, nhằm giúp cho cung và cầu vốn có thể gặp nhau thông qua việc bán các tài sản tài chính của họ và mua các tài sản tài chính của chủ thể cầu vốn. Thực chất, đây chính là các giao dịch tài chính gián tiếp trên thị trường tài chính. Các định chế tài chính trung gian bao gồm:



• **Các tổ chức nhận tiền gửi**

Đây là các tổ chức tài chính lớn nhất trên thị trường tài chính. Chức năng chính của tổ chức này là nhận tiền gửi từ các cá nhân và các tổ chức để hình thành nguồn vốn, sử dụng nguồn vốn để cho vay dưới nhiều hình thức khác nhau hoặc đầu tư chứng khoán. Các tổ chức nhận tiền gửi bao gồm: ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ, các liên hiệp tín dụng.

- *Ngân hàng thương mại*: Ngân hàng thương mại là loại hình trung gian tài chính lớn nhất, quan trọng nhất và có lịch sử phát triển lâu đời nhất. Ngân hàng thương mại huy động vốn chủ yếu từ nguồn tiền gửi thanh toán, tiền gửi tiết kiệm và sử dụng nguồn vốn huy động để cho vay thương mại, cho vay tiêu dùng, cho vay thế chấp, mua các trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương... Trước đây, ngân hàng thương mại kinh doanh chủ yếu trong lĩnh vực tín dụng ngắn hạn. Nhưng ngày nay, cùng với sự phát triển của nền kinh tế thị trường, để mở rộng thị phần hoạt động, nâng cao năng lực cạnh tranh, các ngân hàng thương mại đã mở rộng phạm vi hoạt động, không chỉ trong lĩnh vực ngắn hạn mà cả trong lĩnh vực trung và dài hạn, không chỉ trong lĩnh vực ngân hàng mà cả lĩnh vực chứng khoán và bảo hiểm

- *Hiệp hội tiết kiệm và cho vay*: Ở các nước, đây là loại hình trung gian tài chính lớn thứ hai sau ngân hàng thương mại, xuất hiện ở Mỹ từ những năm 1950. Trong thời kỳ đầu mới hình thành và phát triển, các Hiệp hội này huy động vốn chủ yếu bằng cách nhận tiền gửi tiết kiệm và sử dụng nguồn vốn để cho vay bất động sản. Ngoài ra, tổ chức này cũng có thể sử dụng một phần nhỏ vốn để đầu tư chứng khoán và không được cung cấp tài khoản thanh toán. Đây chính là điểm khác biệt cơ bản để phân biệt Hiệp hội tiết kiệm với các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, từ những năm 1980, các Hiệp hội này được phép cung cấp các tài khoản thanh toán, cho vay tiêu dùng và các hoạt động dịch vụ khác. Do đó sự khác biệt giữa các Hiệp hội này với các ngân hàng thương mại ngày càng bị xóa nhòa. Các Hiệp hội tiết kiệm và cho vay trở thành các đối thủ cạnh tranh nguy hiểm đối với các ngân hàng thương mại. Điểm khác biệt rõ nhất để phân biệt ngân hàng thương mại





và Hiệp hội tiết kiệm là đối tượng khách hàng phục vụ chủ yếu của Hiệp hội là các thành viên của Hiệp hội.

- *Ngân hàng tiết kiệm tương trợ*: các tổ chức này rất giống Hiệp hội tiết kiệm và cho vay. Điểm khác nhau cơ bản của ngân hàng tiết kiệm tương trợ với Hiệp hội tiết kiệm và cho vay là cấu trúc tổ chức. Ngân hàng tiết kiệm tương trợ được tổ chức như một “hợp tác xã”, trong đó những người sở hữu tiền gửi cũng chính là những người sở hữu ngân hàng. Phương thức hoạt động chủ yếu của ngân hàng này là mang tính chất tương trợ là chính, khác với ngân hàng thương mại là nhằm mục đích kinh doanh vì lợi nhuận.

- *Các liên hiệp tín dụng, hợp tác xã tín dụng*: đây là các tổ chức tài chính vi mô. Các tổ chức này thu nhận vốn từ các khoản tiền gửi và dùng để cho vay. Tuy nhiên, các tổ chức này cho vay với quy mô nhỏ và rất nhỏ, mang tính chất vi mô và mang tính chất hợp tác xã, nhằm tài trợ vốn cho những người có thu nhập rất thấp, chủ yếu là cho vay tiêu dùng đối với các thành viên.

#### • Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng

Các trung gian tài chính này huy động nguồn tiền tiết kiệm của các chủ thể kinh tế định kỳ bằng các hợp đồng như: hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm hàng hóa, tài sản... Do đó họ có thể dự tính một cách khá chính xác số vốn cần thiết phải thanh toán cho các hợp đồng. Vì vậy tính chất lỏng của các tài sản có đối với họ không được coi là quan trọng như đối với các tổ chức nhận tiền gửi, họ có xu hướng đầu tư vốn dài hạn vào các trái phiếu công ty, cổ phiếu, các khoản cho vay thế chấp.

- *Công ty bảo hiểm*: đây là tổ chức trung gian tài chính lớn nhất trong các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng. Họ thu nhận vốn nhờ các phí bảo hiểm mà công chúng thanh toán để duy trì hiệu lực các hợp đồng bảo hiểm, và họ dùng khoản vốn thu được đó chủ yếu để đầu tư vào các chứng khoán dài hạn.

- *Quỹ trợ cấp*: đây là các tổ chức bảo hiểm xã hội, được thành lập nhằm mục đích trợ cấp đối với các vấn đề xã hội cho dân cư như: ốm đau, thất nghiệp, tai nạn lao động, hưu trí... Nguồn thu của các quỹ này là từ nguồn đóng góp của những người lao động.





**Bài đọc thêm**

**Những trung gian tài chính quan trọng như thế nào đối với thị trường chứng khoán: một sự so sánh quốc tế**

Khuôn mẫu của việc tài trợ các công ty ở mỗi nước không như nhau, nhưng một yếu tố nòng cốt nổi lên. Việc nghiên cứu của các nước phát triển chủ yếu gồm Mỹ, Canada, Anh, Nhật, Ý, Đức và Pháp, cho thấy rằng khi những nhà kinh doanh đi tìm vốn để tài trợ cho những hoạt động của mình, họ thường có được những vốn này nhờ ở các trung gian tài chính. Không có gì ngạc nhiên, Mỹ và Canada, vốn có những thị trường chứng khoán phát triển nhất thế giới, vẫn sử dụng họ một cách mạnh mẽ nhất trong việc tài trợ cho các công ty.

Tuy nhiên ở Mỹ, vốn mà các công ty vay từ những trung gian tài chính hầu như gấp hai lần so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán. Nhà nước ít sử dụng thị trường chứng khoán nhất là ở các nước Đức và Nhật. Ở hai nước này vốn vay từ những trung gian tài chính hầu như gấp 10 lần so với nhận từ thị trường chứng khoán. Ở Nhật Bản, với điều lệ sửa đổi cho thị trường chứng khoán trong những năm gần đây, vốn mà các công ty vay từ những người trung gian tài chính đã giảm tương đối so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán.

Tuy những trung gian tài chính vẫn là người chế ngự thị trường chứng khoán ở mỗi nước, vai trò của thị trường trái phiếu so với vai trò của thị trường cổ phiếu lại khác nhau nhiều ở mỗi nước. Ở Mỹ, thị trường trái phiếu quan trọng hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu trong việc tài trợ cho các công ty. Tính trung bình, vốn thu được qua trái phiếu gấp 10 lần vốn thu được nhờ sử dụng cổ phiếu. Mặt khác những nước như Pháp, Italia, sử dụng thị trường cổ phiếu nhiều hơn là sử dụng thị trường trái phiếu để thu nhận vốn

(Mishkin 2001, - tr76)

• **Các trung gian đầu tư**

Các tổ chức tài chính là các trung gian đầu tư, ví dụ như quỹ đầu tư, công ty tài chính, với mục đích chính là kết nối đầu tư trên thị trường tài chính, đặc biệt đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ.

- *Công ty tài chính*: công ty tài chính huy động vốn bằng cách phát hành kỳ phiếu, trái phiếu. Sử dụng nguồn vốn huy động để cho vay, chủ yếu là cho vay các doanh nghiệp nhỏ, cho vay tiêu dùng cho vay tài trợ mua các hàng hoá lâu bền.



- *Quỹ đầu tư*: quỹ đầu tư huy động vốn bằng cách bán chứng chỉ quỹ do quỹ phát hành cho công chúng đầu tư và dùng nguồn vốn đó chủ yếu để đầu tư cổ phiếu, trái phiếu các loại. Quỹ đầu tư hấp dẫn các cổ đông do việc giảm chi phí giao dịch và đa dạng hoá danh mục đầu tư. Giá trị của chứng chỉ quỹ phụ thuộc vào giá trị của các chứng khoán quỹ đầu tư. Sự biến động giá của các chứng khoán sẽ dẫn tới biến động giá của chứng chỉ quỹ. Do đó việc đầu tư vào chứng chỉ quỹ cũng có thể là một kinh doanh có rủi ro.

#### *1.4.3.2 Định chế tài chính bán trung gian*

Đứng giữa các nguồn cung và nguồn cầu vốn với tư cách là một nhà môi giới, nhằm giúp cho cung và cầu vốn có thể gặp nhau. Họ không tạo ra các tài sản tài chính của chính họ như các định chế tài chính trung gian. Họ chỉ giúp chuyển các tài sản tài chính từ người phát hành đến người cần mua, từ đó giúp chuyển vốn từ người có cung vốn đến người cần vốn. Thực chất, đây chính là loại hình giao dịch tài chính bán trực tiếp. Liên quan đến các định chế tài chính bán trung gian, ví dụ như: công ty chứng khoán, ngân hàng đầu tư

- *Công ty chứng khoán*: là các công ty hoạt động trong ngành công nghiệp chứng khoán với các nghiệp vụ chính là môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, kinh doanh chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư... Việc thực hiện một hay nhiều các nghiệp vụ trên tùy thuộc vào số vốn của công ty chứng khoán và sự cho phép của cơ quan thẩm quyền.

- *Ngân hàng đầu tư*: ngân hàng đầu tư không phải là ngân hàng theo nghĩa thông thường, tức là không phải là một trung gian tài chính, nhận các món tiền gửi rồi mang cho vay. Ngân hàng đầu tư cung cấp hàng loạt các dịch vụ cho cả nhà đầu tư và cả các công ty muốn huy động vốn. Một số dịch vụ ngân hàng đầu tư cung cấp giống như công ty chứng khoán. Tuy nhiên các dịch vụ ngân hàng đầu tư cung cấp đa dạng hơn và thường với quy mô lớn. Các hoạt động của ngân hàng đầu tư được điều hành một cách nghiêm ngặt dưới sự giám sát của Ủy ban chứng khoán quốc gia. Tuy nhiên, sau cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra năm 2007 - 2009, một số ngân hàng đầu tư đã chuyển đổi mô hình hoạt động từ ngân hàng chuyên doanh sang ngân hàng tổng hợp đa năng có sự tiếp nhận vốn cứu trợ của chính phủ. Quyền lực giám sát một số ngân hàng đầu tư đã có sự chuyển dịch từ Ủy Ban chứng khoán sang Ngân hàng trung ương và Chính phủ.



#### **1.4.4 Mô hình hoạt động của các định chế tài chính**

Tùy từng nước và từng thời kỳ, mô hình hoạt động của các định chế tài chính có thể áp dụng khác nhau. Có 2 mô hình hoạt động chủ yếu của định chế tài chính: mô hình chuyên doanh và mô hình tổng hợp đa năng.

- **Mô hình chuyên doanh**

Gọi là tổng hợp bởi vì các định chế tài chính theo mô hình này có thể thực hiện đồng thời tổng hợp nhiều loại nghiệp vụ trong nhiều lĩnh vực. Gọi là đa năng bởi vì các định chế tài chính theo mô hình này không chỉ được thực hiện các nghiệp vụ của định chế tài chính đó mà còn được thực hiện đan xen các nghiệp vụ của các loại định chế tài chính khác. Ví dụ như ngân hàng thương mại đa năng, ngoài việc thực hiện tổng hợp các nghiệp vụ ngân hàng còn được thực hiện một số nghiệp vụ của công ty chứng khoán, bảo hiểm, cho thuê tài chính.

Với mô hình này, các định chế tài chính chỉ chuyên hoạt động trong một lĩnh vực nhất định như ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, cho thuê tài chính... Ưu điểm của mô hình này là tăng tính chuyên môn hóa trong hoạt động của các định chế tài chính, việc kiểm soát các hoạt động dễ dàng hơn. Tuy nhiên, mô hình này hạn chế tính cạnh tranh trên thị trường, hạn chế đối tượng khách hàng và nguồn vốn huy động. Nhật Bản là nước điển hình theo mô hình này.

- **Mô hình tổng hợp đa năng**

Định chế tài chính theo mô hình này có thể thực hiện đồng thời nhiều loại nghiệp vụ trong nhiều lĩnh vực như ngân hàng thương mại đa năng, công ty chứng khoán đa năng. Cùng với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tài chính, mô hình định chế tài chính đa năng ngày càng trở nên phổ biến hơn ở các nước, điển hình như Hà Lan, Đức, Thụy Sĩ, Anh, Canada, Australia. Ưu điểm của mô hình này là một định chế tài chính có thể kết hợp hoạt động trong nhiều lĩnh vực kinh doanh, do đó làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường tài chính, đa dạng hóa hoạt động kinh doanh, tăng khả năng chịu đựng các biến động của thị trường tài chính, mở rộng đối tượng và phạm vi huy động vốn cho các định chế tài chính là ngân hàng. Tuy nhiên định chế này cũng có những hạn chế, sự tham gia của các ngân hàng vào hoạt động



chứng khoán, bảo hiểm dễ làm cho các ngân hàng gây lũng đoạn thị trường, đồng thời sự tham gia vào hoạt động chứng khoán làm tăng rủi ro cho các ngân hàng.

## **1.5 CÁC TỔ CHỨC QUẢN LÝ VÀ GIÁM SÁT HỆ THỐNG TÀI CHÍNH**

Hệ thống tài chính có vai trò quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế, vì vậy đặt ra yêu cầu cần thiết phải có vai trò quản lý và giám sát của nhà nước nhằm tạo điều kiện cho hệ thống tài chính phát triển ổn định và lành mạnh. Quản lý và giám sát hệ thống tài chính là quản lý và giám sát hoạt động của các định chế tài chính, của thị trường tiền tệ, thị trường vốn.

Mục tiêu của nhà nước trong việc quản lý và giám sát hệ thống tài chính để:

(i) Bảo vệ quyền lợi của công chúng đầu tư. (ii) Duy trì sự ổn định, đảm bảo sự lành mạnh và đảm bảo hiệu quả của hệ thống tài chính. (iii) Cải thiện việc thực hiện chính sách tài chính quốc gia..

Sự quản lý và giám sát của nhà nước đối với hệ thống tài chính có thể trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua sự phối hợp của nhiều cơ quan chức năng, bằng nhiều biện pháp và công cụ khác nhau, tùy theo quy định của từng quốc gia. Có 4 mô hình quản lý và giám sát của nhà nước đối với hệ thống tài chính.

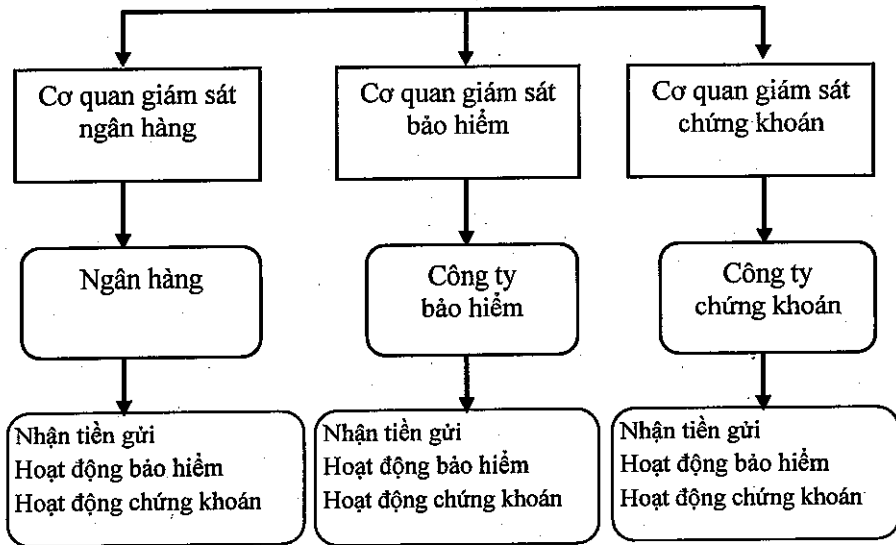
### **• Mô hình quản lý và giám sát theo định chế**

Theo mô hình này, sẽ có nhiều cơ quan giám sát các nhóm định chế tài chính khác nhau: ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán. Mỗi cơ quan có kỹ thuật nghiệp vụ, có nguyên tắc và các quy định hoạt động riêng. Phần lớn các quốc gia theo mô hình này là các nước mới nổi, thị trường tài chính mới phát triển ví dụ như Trung Quốc, Philippines.

Cơ quan giám sát ngân hàng, thông thường là ngân hàng trung ương, sẽ quản lý và giám sát hoạt động các ngân hàng. Cơ quan quản lý và giám sát bảo hiểm, thông thường trực thuộc bộ tài chính, sẽ chịu trách nhiệm quản lý và giám sát các công ty bảo hiểm. Cơ quan quản lý và giám sát chứng khoán chịu trách nhiệm quản lý các công ty chứng khoán và sở giao dịch chứng khoán, thông thường trực thuộc ủy ban chứng khoán (Tại Anh gọi là Ủy ban đầu tư chứng khoán, tại Mỹ gọi là Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng

khoán, tại Nhật gọi là Ủy ban giám sát chứng khoán và giao dịch chứng khoán, tại Việt Nam gọi là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước).

**Hình 1.7: Sơ đồ mô hình giám sát tài chính theo định chế**



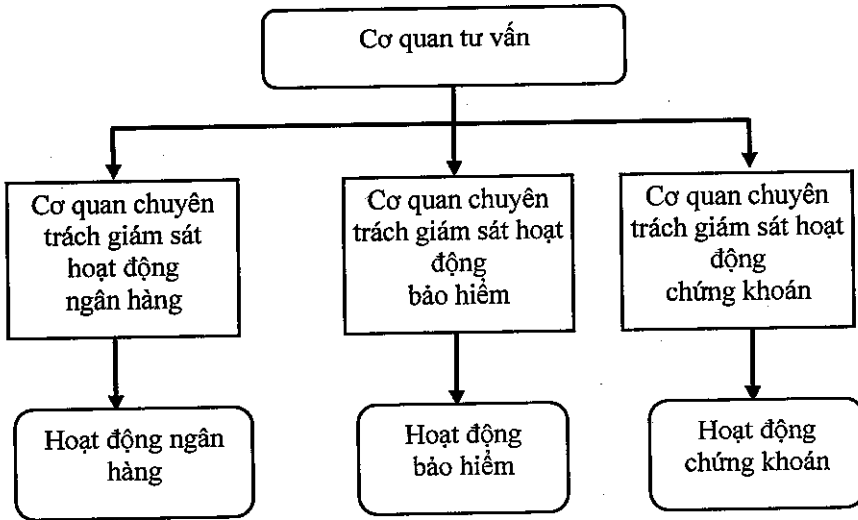
*(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2011)*

• **Mô hình quản lý giám sát theo chức năng**

Theo mô hình này, sẽ có nhiều cơ quan quản lý và giám sát chuyên trách cho từng lĩnh vực hoạt động kinh doanh. Vì vậy, nếu một định chế tài chính cung cấp dịch vụ tài chính trên nhiều lĩnh vực thì định chế tài chính này sẽ chịu sự quản lý và giám sát của nhiều cơ quan khác nhau. Ví dụ mô hình ngân hàng thương mại đa năng, ngân hàng thương mại vừa được hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng, vừa được hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực chứng khoán và vừa được hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực bảo hiểm. Nếu quản lý và giám sát theo mô hình chức năng, một ngân hàng thương mại phải chịu sự quản lý giám sát cùng một lúc của nhiều cơ quan: cơ quan giám sát hoạt động ngân hàng, cơ quan giám sát hoạt động bảo hiểm, cơ quan giám sát hoạt động chứng khoán. Tuy nhiên, giữa các cơ quan quản lý và giám sát có mối liên hệ hợp tác với nhau và chịu sự chỉ đạo chung của các cơ

quan tư vấn quốc gia: Ủy ban ổn định tài chính (Italy), Ủy ban tiền tệ quốc gia (Brazil), Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (Việt Nam)...

**Hình 1.8: Sơ đồ mô hình giám sát tài chính theo chức năng**



(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

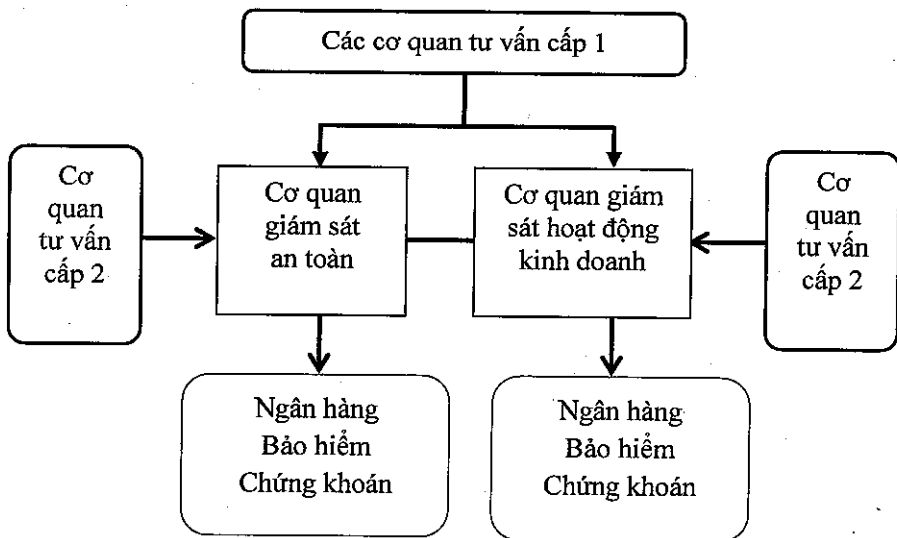
• **Mô hình quản lý giám sát theo mục tiêu**

Theo mô hình này, các cơ quan giám sát bao gồm cơ quan giám sát an toàn và cơ quan giám sát hoạt động kinh doanh. Cơ quan giám sát an toàn hoạt động nhằm mục tiêu đảm bảo an toàn cho thị trường tài chính nói riêng và cả hệ thống tài chính nói chung. Tùy quy định của mỗi quốc gia, cơ quan giám sát an toàn có thể là ngân hàng trung ương (ví dụ như ở Hà Lan), có thể là một tổ chức hoạt động độc lập với ngân hàng trung ương (ví dụ như ở Úc). Cơ quan giám sát hoạt động kinh doanh chịu trách nhiệm giám sát các hoạt động kinh doanh của các tổ chức tài chính với mục tiêu đảm bảo thị trường công khai, minh bạch, hiệu quả và nhằm bảo vệ quyền và lợi ích của những người đầu tư trên thị trường tài chính. Ví dụ như Cơ quan phụ trách thị trường tài chính (tại Hà Lan), Ủy ban chứng khoán đầu tư (Úc)

Hai cơ quan giám sát an toàn và giám sát hoạt động kinh doanh có mối quan hệ hợp tác và chịu sự chỉ đạo chung của các cơ quan tư vấn (cấp 1) hoặc chỉ

đạo riêng của cơ quan tư vấn độc lập (cấp 2). Ví dụ: Hội đồng giám sát liên bang là cơ quan tư vấn cấp 1 ở Úc, Bộ tài chính là cơ quan tư vấn cấp 1 ở Hà Lan, Ngân hàng trung ương là cơ quan tư vấn cấp 2 ở Úc...

Hình 1.9: Sơ đồ mô hình giám sát tài chính theo mục tiêu



(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2011)

### • Mô hình quản lý và giám sát hợp nhất

Đúng như tên gọi của mô hình này, chỉ có một cơ quan duy nhất chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ các định chế tài chính và thị trường tài chính trong lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Điển hình như Cơ quan dịch vụ tài chính của Anh (1997), được hình thành trên cơ sở hợp nhất các cơ quan giám sát riêng lẻ như: Ngân hàng trung ương, Hội đồng đầu tư chứng khoán, Phòng thương mại và công nghiệp và các tổ chức giám sát lĩnh vực chứng khoán.

Giám sát tài chính hợp nhất là mô hình được nhiều nước hướng đến nhiều hơn trong số 4 mô hình giám sát với tỷ lệ các nước lựa chọn mô hình này tăng từ 20% vào năm 1996 lên 31% vào năm 2011. Số nước lựa chọn mô hình cũng tăng từ 13 nước (năm 1996) lên 36 nước (năm 2006), 42 nước (năm 2009) và lên 55 nước (năm 2012). Trong đó, các nước tiêu biểu cho lựa chọn mô hình này là: Đức, Thụy Điển, Đan Mạch, Canada, Na Uy, Anh (từ



THƯ VIỆN  
RUBT

70



năm 1997 đến tháng 3/2013), Ba Lan (từ năm 1997), Hàn Quốc (từ năm 1999), Hungary (từ năm 2000).

Mô hình quản lý và giám sát tài chính ở Việt Nam là mô hình phân tán truyền thống, với sự tách biệt của ba khu vực ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Hệ thống quản lý và giám sát có sự tham gia của 4 tổ chức: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Bộ Tài chính, Bảo hiểm Tiền gửi và Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia. Đây là các tổ chức giám sát độc lập, chịu trách nhiệm trước Chính phủ về việc thực hiện các chức năng giám sát trên thị trường tài chính.

## **TÓM TẮT CHƯƠNG 1**

- Bất cứ hệ thống tài chính hiện đại nào cũng được cấu thành bởi 5 bộ phận: người sử dụng cuối cùng, tài sản tài chính, định chế tài chính, thị trường tài chính, và cơ sở hạ tầng về tài chính. Với chức năng cơ bản là chuyển dịch các nguồn lực tài chính từ những người cung vốn đến những người cầu vốn.
- Tài sản tài chính là tài sản mà giá trị thực của nó không phụ thuộc vào giá trị vật chất của tài sản. Giá trị thực của tài sản tài chính phụ thuộc vào quyền hợp pháp về những lợi ích có được trong tương lai. Tài sản tài chính có thể được phân loại theo nhiều cách, trong đó, cách phân loại được tiếp cận phổ biến là dựa vào thời hạn của các tài sản tài chính: Tài sản tài chính ngắn hạn và tài sản tài chính dài hạn.
- Cấu trúc của thị trường tài chính có thể xem xét trên nhiều góc độ khác nhau (i) Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. (ii) Thị trường ngắn hạn và thị trường dài hạn. (iii) Thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần và thị trường phái sinh. (iv) Thị trường nội tệ và thị trường ngoại tệ.
- Các định chế tài chính có thể chia làm 2 nhóm: định chế tài chính trung gian và định chế tài chính bán trung gian. Định chế tài chính có vai trò quan trọng: (i) Giảm thiểu các chi phí giao dịch. (ii) Giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư. (iii) Tạo lập cơ chế thanh toán.





## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

- Toàn cầu hóa thị trường tài chính đang ngày càng trở thành xu thế phát triển mạnh mẽ và quan trọng. Việc toàn cầu hóa thị trường tài chính trên thế giới có tác dụng to lớn đối với việc cung cấp vốn lẫn nhau giữa các quốc gia. Bên cạnh những tác động tích cực to lớn, toàn cầu hóa thị trường tài chính cũng có những tác động tiêu cực, tạo ra nhiều vấn đề, đòi hỏi các nhà làm chính sách phải suy xét cẩn trọng.
- Lý thuyết thị trường hiệu quả hàm ý rằng, thị trường tài chính luôn nằm trong trạng thái cân bằng, nghĩa là giá cả của các tài sản tài chính luôn bằng giá trị nội tại của nó, mọi sự thay đổi về giá trị nội tại sẽ được phản ánh ngay trong giá cả thị trường.
- Thông tin bất cân xứng, lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức là bộ ba khuyết tật làm cho hệ thống tài chính mất tính hiệu quả, khả năng đảm đương các chức năng vốn có cần thiết của nó bị suy giảm. Giải pháp cho vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức là đưa ra và kiểm soát được các thông tin có tác dụng loại bỏ các thông tin bất cân xứng.
- Mục tiêu của nhà nước trong việc quản lý và giám sát hệ thống tài chính là để: (i) Bảo vệ quyền lợi của công chúng đầu tư. (ii) Duy trì sự ổn định, đảm bảo sự lành mạnh và đảm bảo hiệu quả của hệ thống tài chính. (iii) Cải thiện việc thực hiện chính sách tài chính quốc gia. Có 4 mô hình quản lý và giám sát của nhà nước đối với hệ thống tài chính: (i) Mô hình quản lý và giám sát theo định chế. (ii) Mô hình quản lý giám sát theo chức năng. (iii) Mô hình quản lý giám sát theo mục tiêu. (iv) Mô hình quản lý và giám sát hợp nhất. Trong đó, mô hình quản lý và giám sát hợp nhất là xu hướng phát triển của các quốc gia trong những thập kỷ gần đây.

## **CÂU HỎI THẢO LUẬN**

1. Trình bày các bộ phận cấu thành của hệ thống tài chính. Liên hệ với hệ thống tài chính Việt Nam hiện nay?
2. Vai trò của các định chế tài chính trên thị trường tài chính? Liên hệ thực tiễn Việt Nam về vấn đề này.



THƯ VIỆN  
HUBT  
72

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## Chương 1: Tổng quan về thị trường tài chính và các định chế tài chính

3. Hãy trình bày quan điểm đối với ý kiến cho rằng: “Một trong những lý do làm cho nền kinh tế của các nước đang phát triển tăng chậm là do thiếu một thị trường tài chính phát triển đầy đủ”.
4. Giải thích điều sau đây là đúng, hay sai, hay là không chắc chắn: “Trong một thế giới không có thông tin và chi phí giao dịch thì không cần sự tồn tại của các trung gian tài chính”
5. Hãy bình luận ý kiến cho rằng: “Vì các doanh nghiệp không tăng thêm được bất kỳ lượng vốn nào cho quá trình sản xuất kinh doanh từ thị trường thứ cấp, nên thị trường này không quan trọng bằng thị trường sơ cấp”.
6. Phân tích tính hai mặt của toàn cầu hóa thị trường tài chính. Trình bày các khuyến nghị của cá nhân đối với vấn đề toàn cầu hóa thị trường tài chính ở Việt Nam?
7. Trả lời đúng hay sai hay không chắc chắn: “Thị trường hiệu quả là thị trường mà tại đó không ai đã từng lợi dụng được việc có thông tin tốt hơn những người khác”.
8. Hãy mô tả những phương pháp mà các định chế tài chính dùng để hạ thấp chi phí giao dịch cho nền kinh tế?
9. Những công ty loại nào sẽ có nhiều khả năng tìm nguồn tài trợ từ ngân hàng hơn là từ thị trường chứng khoán? Tại sao?
10. Câu sau đây là đúng hay sai hay không chắc chắn: “Vật thế chấp cho một món vay càng có nhiều giá trị thì người cho vay càng ít lo lắng về lựa chọn đối nghịch”.
11. Một cuộc sụp đổ của thị trường cổ phiếu có thể gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính như thế nào?
12. Phân tích ưu nhược điểm của các mô hình quản lý và giám sát tài chính của nhà nước. Việt Nam hiện nay đang thực hiện theo mô hình nào?

---

# PHẦN II

## THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

---



**THƯ VIỆN  
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

# CHƯƠNG 2

## THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Mục tiêu của chương này là cung cấp cho người đọc những kiến thức cơ bản về thị trường tiền tệ. Thông qua nội dung chương này, người đọc hiểu được đặc điểm của các công cụ trên thị trường tiền tệ như tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, chấp phiếu ngân hàng, các hợp đồng repo... cũng như các trường hợp cụ thể nào mà các loại công cụ này được phép phát hành. Người đọc hiểu được vai trò của từng nhóm chủ thể tham gia trên thị trường tiền tệ và những nguyên tắc vận hành thị trường này. Thông qua việc cung cấp chi tiết một số quy định cụ thể về hoạt động và các kỹ thuật phát hành, giao dịch các công cụ trên thị trường tiền tệ, người đọc có thể thông hiểu đặc điểm thị trường tiền tệ, giải quyết và tính toán các chỉ tiêu như giá, lợi suất và các thông số khác khi tham gia giao dịch trên thị trường này.

### 2.1 KHÁI NIỆM VÀ ĐẶC ĐIỂM THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

#### 2.1.1 Khái niệm thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ là một bộ phận của thị trường tài chính diễn ra việc trao đổi, mua bán các công cụ tài chính ngắn hạn (thường có thời hạn dưới 1 năm, tối đa tương đương 364 ngày). Hiểu theo nghĩa rộng hơn, thị trường tiền tệ là thị trường tài chính chú trọng huy động và cho vay nguồn vốn ngắn hạn.

Theo Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010, thị trường tiền tệ là “nơi” giao dịch ngắn hạn về vốn. Trong đó giao dịch ngắn hạn được hiểu là các giao dịch với kỳ hạn dưới 12 tháng các giấy tờ có giá. “Giấy tờ có giá” là bằng chứng xác nhận nghĩa vụ trả nợ giữa tổ chức phát hành giấy tờ có giá với người sở hữu giấy tờ có giá trong một thời hạn nhất định, điều kiện trả lãi và các điều kiện khác.



Thông qua thị trường tiền tệ, các nguồn vốn nhàn rỗi ngắn hạn được chuyển từ nơi thừa vốn sang những nơi thiếu vốn, từ nơi có hiệu quả sử dụng vốn thấp sang những nơi có hiệu quả sử dụng vốn cao hơn, từ đó góp phần tăng hiệu quả phân bổ các nguồn lực trong xã hội. Thị trường tiền tệ còn là nơi để ngân hàng trung ương thực thi các chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lượng tiền dự trữ, điều tiết lượng tiền cung ứng, điều tiết vĩ mô nền kinh tế thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

### 2.1.2 Đặc điểm thị trường tiền tệ

- ✓ Các công cụ lưu thông trên thị trường tiền tệ có thời gian đáo hạn dưới một năm nên có độ rủi ro thấp, tính thanh khoản cao và ít biến động khi lãi suất thị trường thay đổi. Các công cụ này còn rất được ưa chuộng làm tài sản đảm bảo cho các giao dịch khác, nhất là các khoản tín dụng thông thường.
- ✓ Vốn huy động cho thị trường tiền tệ có thể đến từ nhiều nguồn khác nhau, phương thức linh hoạt, thủ tục đơn giản, có lợi cho việc giải quyết nhu cầu vốn cấp bách nhưng chỉ tạm thời.
- ✓ Lãi suất thị trường tiền tệ là tấm gương phản ánh tình hình cung cầu vốn ngắn hạn toàn xã hội, nó có thể cung cấp tin tức thị trường sớm và chính xác hơn các thị trường còn lại.
- ✓ Các chủ thể tham gia thị trường thường là các tổ chức có tiềm lực tài chính mạnh nên các giao dịch trên thị trường tiền tệ là cơ sở, tiền đề cho việc tiến hành các giao dịch của các thị trường còn lại. Giá trị mỗi giao dịch trên thị trường tiền tệ thường rất lớn, con số này ở Mỹ là từ 1 triệu USD trở lên (Mishkin, 2012). Giá trị giao dịch rất lớn là rào cản cho các nhà đầu tư cá nhân trực tiếp giao dịch trên thị trường tiền tệ.

## 2.2 CÁC CHỦ THỂ THAM GIA THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

### 2.2.1 Ngân hàng trung ương

Thị trường tiền tệ các nước đều đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương là chủ thể đưa ra quy chế, nguyên tắc hoạt động cho thị trường tiền tệ nhằm đảm bảo một thị trường tiền tệ hoạt



động năng động, có hiệu quả, trôi chảy và có tổ chức. Ngân hàng trung ương tham gia không phải vì lợi nhuận mà mục đích chính là quản lý, điều hành thị trường. Ngân hàng trung ương vừa là chủ thể tham gia thị trường, vừa là chủ thể giám sát thị trường.

Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) là Ngân hàng trung ương của Mỹ, nắm giữ một lượng lớn các trái phiếu chính phủ và sẽ bán các trái phiếu này ra nếu họ nhận định rằng cung tiền của nền kinh tế cần được giảm; ngược lại nếu chính sách tiền tệ mở rộng nên được thực hiện, một lượng lớn trái phiếu có độ an toàn và thanh khoản tốt sẽ được Fed mua vào thông qua các hoạt động thị trường tiền tệ. Trách nhiệm của Fed trong các hoạt động tăng giảm cung tiền thông qua nghiệp vụ thị trường mở cũng như kiểm soát hoạt động của thị trường liên ngân hàng, thị trường tiền gửi và tín dụng, có sức ảnh hưởng rất lớn đối với thị trường tiền tệ Mỹ nói riêng và thị trường tài chính Mỹ nói chung.

Tại Việt Nam Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ, hoạt động ngân hàng và ngoại hối; thực hiện chức năng ngân hàng trung ương về phát hành tiền, ngân hàng của các tổ chức tín dụng và cung ứng dịch vụ tiền tệ cho chính phủ. Hoạt động của Ngân hàng Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm sự an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng; bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Ngân hàng nhà nước Việt Nam vừa là chủ thể tham gia thị trường tiền tệ (chủ yếu là thực hiện nghiệp vụ thị trường mở) vừa là chủ thể giám sát thị trường tiền tệ. Ngân hàng nhà nước Việt Nam quản lý thị trường tiền tệ và quản lý các tổ chức tín dụng hoạt động trong lĩnh vực tiền tệ nhằm đảm bảo an toàn, ổn định và phát triển cho hệ thống ngân hàng nói riêng và hệ thống tài chính Việt Nam nói chung.

### **2.2.2 Bộ tài chính**

Bộ tài chính luôn đóng vai trò là người đi vay và không bao giờ đóng vai trò là người cho vay trên thị trường tiền tệ. Trên thị trường này, bộ tài chính thường phát hành các giấy tờ có giá ngắn hạn (cụ thể là Tín phiếu kho bạc) nhằm bù đắp thiếu hụt ngân sách tạm thời trong năm tài chính, khi mà nguồn



**THƯ VIỆN  
HUBT**

77

thu ngân sách định kỳ từ thuế và các khoản phí trong năm không đủ để đáp ứng nhu cầu chi thường xuyên tại một thời điểm nhất định và sẽ được hoàn trả trong ngắn hạn khi các khoản thuế và phí được thu về theo kế hoạch. Bộ tài chính luôn được đánh giá là chủ thể đi vay lớn nhất của các thị trường tiền tệ. Theo Mishkin (2012), bộ tài chính Mỹ là nhà đi vay lớn nhất trong các thị trường vay nợ trên toàn thế giới thông qua việc phát hành các công cụ nợ. Vai trò của bộ tài chính cũng thể hiện qua việc công cụ do bộ tài chính phát hành (Tín phiếu kho bạc) luôn là công cụ phổ biến nhất và quan trọng nhất trên thị trường tiền tệ.

### 2.2.3 Chính quyền địa phương

Tùy thuộc vào quy định pháp luật mỗi nước, chính quyền địa phương có thể tham gia vào thị trường tiền tệ với tư cách là người đi vay thông qua việc phát hành các giấy tờ có giá ngắn hạn nhằm bù đắp thiếu hụt ngân sách tạm thời của địa phương. Tại Việt Nam, chính quyền địa phương cấp tỉnh mà cụ thể là Ủy ban nhân dân cấp tỉnh được phép phát hành trái phiếu chính quyền địa phương nhằm huy động vốn cho những dự án của tỉnh đã được trung ương phê duyệt nhưng chưa cấp kinh phí kịp thời.

### 2.2.4 Ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính

Các ngân hàng thương mại luôn được xem là nhóm chủ thể quan trọng nhất, tích cực nhất trên thị trường tiền tệ. Là chủ thể hoạt động chính thức trên thị trường này, ngân hàng thương mại tham gia vào mọi lĩnh vực của thị trường. Vừa đóng vai trò chủ thể đi vay vừa đóng vai trò chủ thể cho vay, ngân hàng thương mại hoạt động trên thị trường tiền tệ sơ cấp thông qua việc phát hành các giấy tờ có giá ngắn hạn như chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu ngân hàng, chấp phiếu ngân hàng,...; trên thị trường tiền tệ thứ cấp thông qua việc giao dịch mua bán có kỳ hạn cũng như chiết khấu giấy tờ có giá với các chủ thể khác trong nền kinh tế. Có thể nói, ngân hàng thương mại là chủ thể trung gian đóng vai trò quan trọng nhất trong luân chuyển vòng chảy tiền tệ của nền kinh tế. Mục đích ngân hàng thương mại tham gia thị trường tiền tệ là để duy trì khả năng thanh toán khi cần thiết và nhằm tận dụng triệt để nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi để sinh lợi tối đa. Sự tham gia của ngân hàng thương mại là động lực chính để thúc đẩy sự phát triển của thị trường tiền tệ.



Bên cạnh các ngân hàng thương mại, các tổ chức tài chính như công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư... cũng là nhóm chủ thể tích cực tham gia thị trường tiền tệ. Các công ty tài chính (công ty cho thuê tài chính cũng là một dạng đặc thù của công ty tài chính) có thể huy động vốn ngắn hạn trên thị trường tiền tệ bằng việc phát hành các giấy nợ ngắn hạn..., các công ty này cũng trở thành chủ thể cho vay khi cung cấp cho khách hàng mình những khoản tín dụng ngắn hạn cho các hợp đồng vay tín chấp hay cho vay tiêu dùng để mua các hàng hóa có giá trị như xe hơi, tàu thuyền hay sửa chữa nhà... công ty bảo hiểm phải duy trì thanh khoản cho những nhu cầu chi trả không thể đoán trước của họ, vì thế một phần tài sản của công ty có thể nằm dưới dạng tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản cao, đôi khi công ty bảo hiểm cũng trở thành người đi vay trên thị trường tiền tệ. Tùy vào mục tiêu hoạt động của quỹ, một tỉ lệ tiền mặt và chứng khoán thanh khoản luôn được duy trì trong chính sách đầu tư của các quỹ. Điều này giúp họ ngay lập tức có thể tận dụng được các cơ hội đầu tư xuất hiện trên thị trường. Tuy nhiên việc duy trì nắm giữ một lượng tiền mặt hay tài sản ngắn hạn lớn cũng sẽ có thể làm giảm cơ hội tạo ra tỉ suất sinh lời cao.

### **2.2.5 Các doanh nghiệp**

Trên thị trường tiền tệ, các doanh nghiệp vừa là người vay vốn, vừa có thể là người cho vay. Mục đích của họ khi tham gia thị trường này là lợi nhuận và khả năng thanh toán, đáp ứng các nhu cầu vốn ngắn hạn. Để có thể vay vốn trên thị trường tiền tệ, nhóm chủ thể này phải có uy tín cao (ví dụ trong trường hợp phát hành các loại thương phiếu) hoặc phải được ngân hàng thương mại hay tổ chức tài chính trung gian có uy tín bảo lãnh, chấp nhận thanh toán (chấp phiếu ngân hàng). Ngược lại với tư cách người cho vay, doanh nghiệp có thể duy trì tài khoản có kỳ hạn ngắn tại các ngân hàng cho đến khi doanh nghiệp cần đến, hoặc là đầu tư vào các chứng khoán ngắn hạn trên thị trường.

### **2.2.6 Các cá nhân, hộ gia đình**

Các cá nhân và hộ gia đình tham gia thị trường tiền tệ với tư cách là chủ thể cho vay và chủ thể đi vay. Họ thực hiện các khoản vay ngắn hạn tại các ngân hàng hay các công ty tài chính cho nhu cầu chi tiêu hay mua sắm của cá nhân hay gia đình mình, đồng thời các cá nhân, hộ gia đình cũng trở thành





nhà người cho vay thông qua việc mua các chứng chỉ tiền gửi do các ngân hàng phát hành hay các chứng chỉ quỹ đầu tư trên thị trường; gửi các khoản tiết kiệm ngắn hạn ở ngân hàng cho mục tiêu sinh lời. Ở các nước phát triển, mọi người dân đều có tài khoản tại ngân hàng vì các giao dịch mua bán thường ít dùng tiền mặt. Số dư trên tài khoản của dân chúng chính là khối lượng tiền tích cực giúp phát triển thị trường tiền tệ.

## 2.3 CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Thị trường tiền tệ là một loại hình của thị trường tài chính ngắn hạn, do đó thị trường tiền tệ có một số cách phân loại gần giống như thị trường tài chính, bao gồm: thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp, thị trường nội tệ và thị trường ngoại tệ, thị trường giao dịch tài chính trực tiếp và thị trường giao dịch tài chính gián tiếp... Tuy nhiên, trong chương này, chỉ nghiên cứu thị trường tiền tệ ở góc độ là thị trường nội tệ (*thị trường ngoại hối sẽ được nghiên cứu tại Chương 5*) và chỉ nghiên cứu cấu trúc thị trường tiền tệ dựa trên một căn cứ phân loại đó là căn cứ vào phạm vi thị trường. Dựa vào căn cứ này, cấu trúc của thị trường tiền tệ bao gồm: thị trường tiền gửi, thị trường tín dụng ngắn hạn và thị trường liên ngân hàng

### 2.3.1 Thị trường tiền gửi

Thị trường tiền gửi đề cập đến một thị trường tiền tệ nơi mà dòng vốn được luân chuyển từ chủ thể cung vốn sang chủ thể cầu vốn thông qua các hợp đồng tiền gửi và các chứng chỉ tiền gửi. Liên quan đến thị trường tiền gửi là các tổ chức nhận tiền gửi. Các tổ chức nhận tiền gửi bao gồm: ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ, các liên hiệp tín dụng. Chức năng chính của các tổ chức này là nhận tiền gửi từ các cá nhân và các tổ chức để hình thành nguồn vốn, sử dụng nguồn vốn để cho vay dưới nhiều hình thức khác nhau hoặc đầu tư chứng khoán.

Công chúng có thể gửi tiền vào ngân hàng dưới dạng tiền gửi thanh toán (tiền gửi không kỳ hạn) hoặc tiền gửi tiết kiệm (tiết kiệm không kỳ hạn, tiết kiệm kỳ hạn ngắn hoặc dài) hoặc mua các giấy tờ có giá ngắn hạn của ngân hàng (chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu ngân hàng) nhằm tối đa hóa lợi nhuận hoặc đảm bảo



### 2.3.2 Thị trường tín dụng ngắn hạn

Thị trường tín dụng ngắn hạn là thị trường mà các dòng vốn ngắn hạn được luân chuyển từ chủ thể tạm thời nhàn rỗi vốn sang chủ thể thiếu hụt vốn theo nguyên tắc tín dụng thông qua các hợp đồng tín dụng hoặc phát hành các giấy tờ có giá nhằm đáp ứng nhu cầu vốn đa dạng của các cá nhân, hộ gia đình thậm chí các doanh nghiệp và nhà nước. Nói cách khác, trong thị trường này vốn ngắn hạn từ chủ thể cung vốn được luân chuyển đến tay người cần vốn qua kênh tài chính gián tiếp (thông qua các trung gian tài chính) hoặc trực tiếp.

Thị trường tín dụng ngắn hạn bao gồm các loại thị trường như: (i) Thị trường tín dụng ngân hàng: ở thị trường này, chủ thể tham gia là các ngân hàng trung gian với khách hàng là các cá nhân, doanh nghiệp và tổ chức kinh tế thông qua các hợp đồng tín dụng (ii) Thị trường tín dụng thương mại: chủ thể tham gia thị trường này là các doanh nghiệp có quan hệ mua bán hàng hóa với nhau trên cơ sở phát hành thương phiếu. (iii) Thị trường tín dụng nhà nước: chủ thể tham gia là nhà nước với các chủ thể khác trong nền kinh tế thông qua nhà nước phát hành tín phiếu kho bạc.

### 2.3.3 Thị trường liên ngân hàng

Thị trường liên ngân hàng là thị trường tiền tệ bán buôn, giao dịch nguồn vốn ngắn hạn giữa các tổ chức tín dụng với nhau. Chủ thể quan trọng và chủ yếu nhất trên thị trường này là hệ thống các ngân hàng thương mại. Thông qua thị trường này, các tổ chức tín dụng có thể huy động vốn và sử dụng nguồn vốn ngắn hạn một cách hiệu quả đảm bảo khả năng thanh toán và yêu cầu dự trữ của các ngân hàng thương mại nói riêng và các tổ chức tín dụng nói chung. Giá trị các giao dịch trên thị trường liên ngân hàng thường rất lớn; tại Việt Nam một giao dịch trên thị trường liên ngân hàng thường có giá trị từ 1 tỉ VND trở lên.

Thông qua các giao dịch vốn ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất liên ngân hàng được hình thành và được coi là mức lãi suất chuẩn, thường được các tổ chức tín dụng dùng làm cơ sở khi tính toán lãi suất cho vay áp dụng đối với khách hàng và là cơ sở thực hiện các giao dịch liên quan



đến lãi suất. Các giao dịch liên ngân hàng thường được thiết lập trên cơ sở thỏa thuận dưới nhiều hình thức như qua các mạng giao dịch điện tử (tại Việt Nam có thể là mạng điện tử của Ngân hàng nhà nước hoặc của các tổ chức cung ứng dịch vụ được cơ quan thẩm quyền cấp phép – Ví dụ: Mạng Vietcombank Money), qua điện thoại (có ghi âm lại) hay các hình thức khác. Việc thực hiện thanh toán các giao dịch thường được quy định phải thông qua hệ thống kiểm soát của Ngân hàng trung ương (tại Việt Nam các giao dịch liên ngân hàng bằng đồng Việt Nam phải thực hiện thông qua hệ thống thanh toán điện tử liên ngân hàng), từ đó Ngân hàng trung ương có cơ sở đưa ra mức lãi suất bình quân liên ngân hàng dùng tham khảo cho cả thị trường.<sup>4</sup>

Lãi suất trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng của 1 số trung tâm tài chính:

- London: Libor (London interbank offered rate)
- Tokyo: Tibor (Tokyo interbank offered rate)
- New York: Nibor (New york interbank offered rate)
- Singapore: Sibor (Singapore interbank offered rate)
- Hongkong: Hibor (Hongkong interbank offered rate)
- Paris: Pibor (Paris interbank offered rate)
- Việt Nam: Ngân hàng nhà nước Việt Nam công bố lãi suất bình quân trên thị trường liên ngân hàng đối với những giao dịch liên ngân hàng bằng đồng Việt Nam (Vnibor), lãi suất bình quân liên ngân hàng được công bố gồm lãi suất bình quân liên ngân hàng qua đêm, theo tuần, theo tháng. Đồng thời, tỉ giá bình quân liên ngân hàng giữa USD/VND cũng được công bố hàng ngày trên website chính thức của Ngân hàng nhà nước [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn).

Trên thị trường liên ngân hàng, các ngân hàng tham gia vì mục tiêu lợi nhuận, còn Ngân hàng trung ương tham gia với vai trò là người quản lý vĩ mô, là người chi phối thị trường và thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng. Vì vậy, nếu xét theo chiều ngang thì thị trường liên ngân hàng biểu

<sup>4</sup> Thông tư 21/2012/TT-ngân hàng nhà nước ngày 18/6/2012; Thông tư 01/2013/TT-NHNN ngày 07/01/2013.



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

hiện quan hệ thị trường giữa các tổ chức tín dụng, đặc biệt là các ngân hàng thương mại. Nếu xét theo chiều dọc thì thị trường liên ngân hàng biểu hiện quan hệ thị trường giữa Ngân hàng trung ương và các tổ chức tín dụng thông qua các hoạt động điều hòa lượng cung tiền của Ngân hàng trung ương.

### Bài đọc thêm

#### **Một số quy định trên thị trường liên ngân hàng Việt Nam<sup>5</sup>**

<b>Giao dịch</b>	<b>Cho vay, đi vay</b>	<b>Mua, bán có kỳ hạn giấy tờ có giá<sup>6</sup></b>
<b>Định nghĩa</b>	Là giao dịch mà tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài (bên cho vay) thực hiện giao hoặc cam kết giao cho tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài (bên vay) một khoản tiền để sử dụng vào mục đích xác định trong một thời gian xác định với nguyên tắc có hoàn trả cả gốc và lãi.	Là giao dịch mà một tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài mua và nhận quyền sở hữu giấy tờ có giá chưa đến hạn thanh toán (bên mua) từ một tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài khác (bên bán) đồng thời bên bán cam kết sẽ mua lại giấy tờ có giá sau một khoản thời gian nhất định.
<b>Chủ thể tham gia</b>	1. Các tổ chức tín dụng: Ngân hàng thương mại, Công ty tài chính, Công ty cho thuê tài chính, Ngân hàng hợp tác xã, Quỹ tín	1. Các tổ chức tín dụng: Ngân hàng thương mại, Công ty tài chính, Công ty cho thuê tài chính, Ngân hàng hợp tác xã. 2. Chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoạt

<sup>5</sup> Thông tư 21/2012/TT-NHNN ngày 18/6/2012; Thông tư 01/2013/TT-NHNN ngày 07/6/2013.

<sup>6</sup> Các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam không được thực hiện nghiệp vụ chiết khấu giấy tờ có giá lẫn nhau (mua, bán hẳn giấy tờ có giá trước thời hạn đáo hạn giấy tờ có giá) mà chỉ được vay, cho vay hoặc mua bán có kỳ hạn giấy tờ có giá để giải quyết nhu cầu vốn ngắn hạn, việc chiết khấu giấy tờ có giá của các tổ chức tín dụng chỉ được thực với khách hàng không phải là tổ chức tín dụng (tham khảo thị trường khách hàng), hoặc với ngân hàng nhà nước trên thị trường mở.



**THƯ VIỆN  
HUBT**

Chương 2: Thị trường tiền tệ

Giao dịch	Cho vay, đi vay	Mua, bán có kỳ hạn giấy tờ có giá <sup>6</sup>
	<p>dung nhân dân, Tổ chức tài chính vi mô</p> <p>2. Chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam</p>	<p>động tại Việt Nam</p>
<p>Điều kiện được thực hiện</p>	<p>1. Đảm bảo các điều kiện:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Cơ sở hạ tầng đáp ứng yêu cầu, đảm bảo giao dịch đầy đủ, chính xác, kịp thời;</li> <li>- Đội ngũ cán bộ đủ trình độ, năng lực chuyên môn;</li> <li>- Có quy trình nội bộ về quy trình nghiệp vụ, quy trình quản lý rủi ro các hoạt động cho vay và đi vay;</li> <li>- Không bị Ngân hàng Nhà nước áp dụng biện pháp hạn chế, đình chỉ, tạm đình chỉ hoạt động cho vay, đi vay tại thời điểm thực hiện giao dịch.</li> </ul> <p>2. Không được có khoản nợ quá hạn từ 10 ngày trở lên đối với các giao dịch liên ngân hàng tại thời điểm thực hiện giao dịch.</p>	<p>Đảm bảo các điều kiện:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Cơ sở hạ tầng đáp ứng yêu cầu, đảm bảo giao dịch đầy đủ, chính xác, kịp thời;</li> <li>- Đội ngũ cán bộ đủ trình độ, năng lực chuyên môn;</li> <li>- Có quy trình nội bộ về quy trình nghiệp vụ, quy trình quản lý rủi ro các hoạt động mua bán giấy tờ có giá trên thị trường liên ngân hàng;</li> <li>- Không bị Ngân hàng Nhà nước áp dụng biện pháp hạn chế, đình chỉ, tạm đình chỉ hoạt động mua bán giấy tờ có giá trên thị trường liên ngân hàng tại thời điểm thực hiện giao dịch.</li> </ul>



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

Giao dịch	Cho vay, đi vay	Mua, bán có kỳ hạn giấy tờ có giá <sup>6</sup>
<p>Một số quy định</p>	<p>- <u>Mục đích</u>: <i>Bù đắp thiếu hụt tạm thời dự trữ bắt buộc, khả năng chi trả và kinh doanh vốn trên cơ sở cân đối nguồn vốn và sử dụng vốn, đảm bảo hiệu quả kinh doanh và an toàn hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.</i></p> <p>- <u>Hợp đồng cho vay</u>: bằng văn bản (đầy đủ dấu, chữ ký) hoặc in ra từ giao dịch điện tử (chữ ký điện tử)</p> <p>- <u>Phương thức đi vay và cho vay</u>: thỏa thuận (cho vay từng lần, cho vay theo hạn mức tín dụng ...)</p> <p>- <u>Đảm bảo tiền vay</u>: có thể áp dụng hoặc không áp dụng tùy từng trường hợp.</p> <p>- <u>Thời hạn cho vay</u>: tối đa dưới 1 năm (trừ trường hợp tổ chức tín dụng cho vay đối với công ty cho thuê tài chính là công ty con của tổ chức tín dụng đó)</p> <p>- <u>Lãi suất</u>: Tự thỏa thuận (trừ trường hợp Ngân hàng nhà nước quy định lãi suất cho vay khi hoạt động ngân hàng diễn biến bất thường).</p>	<p>- <u>Giấy tờ có giá được phép mua, bán có kỳ hạn</u>: Tín phiếu Ngân hàng Nhà nước, Trái phiếu Chính phủ, Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, Trái phiếu Chính quyền địa phương, Giấy tờ có giá do các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài phát hành (bao gồm cả giấy tờ có giá do chính tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đó phát hành, Các loại tín phiếu, kỳ phiếu, trái phiếu do tổ chức khác phát hành.</p> <p>Công ty cho thuê tài chính chỉ được mua, bán có kỳ hạn tín phiếu Ngân hàng Nhà nước và Trái phiếu Chính phủ.</p> <p>- <u>Thời hạn</u>: (1) tối thiểu là 1 ngày, tối đa dưới 1 năm (2) thời hạn còn lại của giấy tờ có giá phải lớn hơn thời hạn mua, bán.</p> <p>- <u>Lãi suất</u>:</p> <p>+ Tự thỏa thuận lãi suất mua (<math>r</math>), giá mua được xác định trên cơ sở lãi suất mua, thời hạn còn lại của giấy tờ có giá phù hợp với từng loại giấy tờ có giá cụ thể (xem phần công cụ thị trường tiền tệ)</p> <p>+ Giá mua lại = Giá mua <math>\times \left( 1 + r \times \frac{n}{365} \right)</math></p> <p>Trong đó:</p> <p><math>r</math>: lãi suất mua (đã thỏa thuận)</p> <p><math>n</math>: thời hạn mua, bán</p> <p>+ Trong trường hợp một bên có nhu cầu mua lại hoặc bán lại giấy tờ có giá trước</p>



Chương 2: Thị trường tiền tệ

Giao dịch	Cho vay, đi vay	Mua, bán có kỳ hạn giấy tờ có giá <sup>6</sup>
	<p><i>lãi suất phạt quá hạn (không hoàn trả đúng hạn và không được gia hạn) tối đa bằng 150% lãi suất cho vay đang áp dụng cho hợp đồng vay hoặc tối đa bằng 150% lãi suất cho vay mà bên cho vay áp dụng đối với các khoản cho vay khác có cùng kỳ hạn trên thị trường liên ngân hàng tại thời điểm chuyển nợ quá hạn.</i></p> <p><i>- <u>Đồng tiền cho vay và đi vay</u>: VND và ngoại tệ tự do chuyển đổi.</i></p>	<p><i>ngày mua lại: (1) gửi văn bản đề nghị cho đối tác; (2) bên nhận đề nghị có quyền chấp thuận hoặc không chấp thuận; trong trường hợp chấp thuận, số lượng giấy tờ có giá và giá mua lại trước hạn do các bên tự thỏa thuận.</i></p> <p><i>- <u>Đồng tiền mua, bán</u>:</i></p> <p><i>+ Đối với giấy tờ có giá phát hành bằng VND: thực hiện mua, bán bằng VND</i></p> <p><i>+ Đối với giấy tờ có giá phát hành bằng ngoại tệ: (1) thực hiện mua, bán bằng chính ngoại tệ đó hoặc (2) bằng VND (thỏa thuận tỉ giá phù hợp quy định của Ngân hàng nhà nước)</i></p>

2.3.4 Thị trường mở

Từ những năm 80 của thế kỉ 20, xuất hiện khái niệm thị trường tiền tệ mở rộng – gọi tắt là thị trường mở. Đây là thị trường mở rộng hơn thị trường liên ngân hàng: (i) Chủ thể tham gia: ngoài các tổ chức tín dụng còn có các định chế tài chính khác, các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp phi ngân hàng. (ii) Công cụ lưu thông: không chỉ các công cụ ngắn hạn mà cả các công cụ trung và dài hạn

Thực chất thị trường mở là thị trường mà ở đó ngân hàng trung ương thực hiện nghiệp vụ mua bán các giấy tờ có giá ngắn hạn nhằm thực thi chính sách tiền tệ quốc gia thông qua việc làm thay đổi cơ sở tiền tệ mà đặc biệt là tiền dự trữ trong hệ thống ngân hàng, qua đó tác động đến khối lượng tiền cung ứng.

Nghiệp vụ trường mở là một trong những công cụ chủ yếu để ngân hàng trung ương thực thi chính sách tiền tệ. Những hoạt động trên thị trường mở là yếu tố quyết định quan trọng nhất đối với những thay đổi trong cơ sở tiền tệ và thông



qua đó tạo những biến động trong cung ứng tiền tệ. Thông qua nghiệp vụ thị trường mở, ngân hàng trung ương sẽ mua bán các giấy tờ có giá ngắn hạn (chủ yếu là tín phiếu kho bạc) trên thị trường thứ cấp nhằm điều chỉnh dự trữ của các ngân hàng thương mại nói riêng và các tổ chức tín dụng nói chung. Nghiệp vụ thị trường mở giúp ngân hàng trung ương tác động đến lượng tiền cung ứng, tác động đến lãi suất ngắn hạn từ đó đạt đến các mục tiêu khác của chính sách tiền tệ. Hiệu quả của nghiệp vụ thị trường mở phụ thuộc vào loại giấy tờ có giá được giao dịch trên thị trường này, các chủ thể được phép tham gia thị trường và phương thức mua bán giấy tờ có giá.

• **Các loại giấy tờ có giá được giao dịch trên thị trường mở**

Hoạt động giao dịch trên thị trường mở diễn ra thường xuyên, liên tục nhằm đáp ứng kịp thời việc điều tiết lượng tiền cung ứng cho nền kinh tế từ ngân hàng trung ương. Vì điểm đặc thù này, các loại giấy tờ có giá được chọn giao dịch trên thị trường mở thường phải đảm bảo tính thanh khoản tốt, thời hạn ngắn và độ an toàn cao đồng thời cũng phải có khối lượng đủ lớn để có thể tạo ra kết quả điều tiết tốt từ ngân hàng trung ương. Các loại giấy tờ có giá do chính phủ phát hành thường được ưu tiên lựa chọn. Tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc, trái phiếu chính quyền địa phương và tín phiếu ngân hàng trung ương là các loại hàng hoá chủ yếu trong các giao dịch thị trường mở. Bên cạnh đó, một số loại giấy tờ có giá của các doanh nghiệp lớn, có uy tín, đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán hoặc được Bộ Tài chính bảo lãnh cũng có thể được phép giao dịch. Các loại giấy tờ có giá do các doanh nghiệp phát hành cũng có thể được giao dịch nếu như đủ uy tín và có tính thanh khoản cao. Một số công cụ tài chính trên thị trường vốn (công cụ nợ) với đặc tính dài hạn vẫn có thể trở thành công cụ của thị trường mở trong các giao dịch mua bán có kỳ hạn với thời gian mua, bán lại ngắn dưới một năm (các hợp đồng repo), hoặc là các công cụ trên thị trường vốn nhưng có thời gian còn lại là ngắn hạn, dưới 1 năm. Tùy thuộc vào sự phát triển của từng thị trường và mục tiêu của chính sách tiền tệ trong từng giai đoạn mà ngân hàng trung ương các nước sẽ điều chỉnh quy định loại giấy tờ có giá được phép giao dịch trên thị trường mở.





Tại Việt Nam, các loại giấy tờ có giá được phép giao dịch trên thị trường mở phải đạt các điều kiện sau:<sup>7</sup> (i) Là giấy tờ có giá có thể mua bán được và nằm trong danh mục các loại giấy tờ có giá được giao dịch qua nghiệp vụ thị trường mở do Ngân Hàng Nhà Nước thông qua theo từng thời kỳ. (ii) Được phát hành bằng VND. (iii) Được lưu ký tại Ngân Hàng Nhà Nước. (iv) Giấy tờ có giá được mua hẳn có thời hạn còn lại tối đa là 91 ngày.

• **Phạm vi và đối tác giao dịch với ngân hàng trung ương**

Theo như tên gọi của nó, thị trường mở là một thị trường có tính chất mở nên các thành viên tham gia thị trường có thể rất đa dạng với các mục đích khác nhau. Nếu các công cụ khác của chính sách tiền tệ chỉ trực tiếp tác động đến các ngân hàng thì nghiệp vụ thị trường mở còn thể dành cho các đối tượng khác ngoài ngân hàng. Việc có thể mở rộng nhóm đối tác cho thấy nghiệp vụ thị trường mở có khả năng mang lại hiệu quả rất lớn khi vừa tác động đến lượng tiền cung ứng thông qua hệ thống ngân hàng, đồng thời có thể tác động trực tiếp đến lượng cung tiền mà không cần qua hệ thống ngân hàng trong trường hợp ngân hàng trung ương mua bán giấy tờ có giá với các thành phần ngoài ngân hàng.

Ngân hàng trung ương các nước thường đưa ra các tiêu chuẩn lựa chọn các đối tác giao dịch trong thị trường mở. Các đối tác được lựa chọn thông thường phải là các tổ chức có uy tín, đảm bảo độ tin cậy nhất định đồng thời việc giao dịch với các đối tác phải có thể mang lại hiệu quả tích cực xét trên khía cạnh can thiệp của ngân hàng trung ương trong điều hành chính sách tiền tệ. Ngân hàng thương mại với những hoạt động đặt thù của mình vẫn luôn là đối tác hàng đầu của ngân hàng trung ương trong thị trường mở. Bên cạnh đó các định chế tài chính phi ngân hàng: công ty tài chính, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư... hay các nhà giao dịch sơ cấp (tổ chức trung gian trong mua, bán giấy tờ có giá giữa ngân hàng trung ương và các đối tác khác) như công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại... cũng có thể trở thành đối tác của ngân hàng trung ương trong thị trường

<sup>7</sup> QĐ 01/2007/QĐ-NHNN điều số 8 và QĐ/27/2008/QĐ-NHNN sửa đổi, bổ sung QĐ01.

## Chương 2: Thị trường tiền tệ

này. Việc thu hẹp hay mở rộng phạm vi thị trường mở xét trên khía cạnh đối tác tham gia tùy thuộc vào sự phát triển của hệ thống tài chính và cách thức điều tiết của ngân hàng trung ương.

Ngân hàng trung ương Nhật Bản BOJ áp dụng nghiệp vụ thị trường mở trong điều hành chính sách tiền tệ từ năm 1962. Trong giai đoạn đầu BOJ chỉ giao dịch mua, bán giấy tờ có giá với trực tiếp với các tổ chức tín dụng, sau đó chuyển sang giao dịch với các nhà giao dịch sơ cấp (ngân hàng đóng vai trò trung gian). Ngân hàng trung ương Thái Lan - BOT thực hiện nghiệp vụ thị trường mở thông qua các thành viên gồm có hệ thống các ngân hàng thương mại, và các nhà giao dịch sơ cấp gồm các ngân hàng, công ty tài chính, công ty chứng khoán như là một kênh giao dịch bổ sung. Đối tác giao dịch chủ yếu trên thị trường mở của Ngân hàng trung ương Mỹ - Fed chỉ là các ngân hàng. Như vậy, có thể thấy khi hệ thống ngân hàng đủ lớn mạnh và có thể tác động tới thị trường tài chính, ngân hàng trung ương vẫn ưa thích lựa chọn các ngân hàng làm các đối tác giao dịch chủ yếu. Nếu thị trường tài chính chưa thực sự phát triển như trong trường hợp của Thái Lan thì ngân hàng trung ương sẽ mở rộng các đối tác giao dịch nhằm tăng cường khả năng tác động tới thị trường.

Tại Việt Nam, với hệ thống ngân hàng 2 cấp, thị trường mở được khái niệm là thị trường mà ở đó Ngân hàng Nhà nước thực hiện việc mua bán ngắn hạn các giấy tờ có giá (có thể ngắn hạn hoặc dài hạn) với các tổ chức tín dụng nhằm thực thi chính sách tiền tệ quốc gia. Các tổ chức tín dụng theo luật các tổ chức tín dụng Việt Nam bao gồm: Ngân hàng, Công ty tài chính, Công ty cho thuê tài chính, Quỹ tín dụng nhân dân và Các tổ chức tài chính vi mô. Các nghiệp vụ được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện trên thị trường này được gọi là nghiệp vụ thị trường mở.

Các tổ chức tín dụng được công nhận làm thành viên tham gia nghiệp vụ thị trường mở tại Việt Nam phải đảm bảo các điều kiện sau:<sup>8</sup> (i) Có tài

<sup>8</sup> Quyết định 01/2007/QĐ-NHNN về việc ban hành Quy chế nghiệp vụ thị trường mở và Quyết định 27/2008/QĐ-NHNN về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Quy chế nghiệp vụ thị trường mở.



khoản tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước (Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước hoặc Ngân hàng Nhà nước chi nhánh tỉnh, thành phố). (ii) Có đủ các phương tiện cần thiết để tham gia nghiệp vụ thị trường mở bao gồm: máy FAX, máy vi tính nối mạng internet. (iii) Có giấy đăng ký tham gia nghiệp vụ thị trường mở.

Những tổ chức tín dụng hội đủ các điều kiện nêu trên được Ngân hàng Nhà nước cấp giấy công nhận thành viên tham gia nghiệp vụ thị trường mở, từ đó, các thành viên này có quyền chủ động tham gia mua, bán giấy tờ có giá trong các phiên thị trường mở do Ngân hàng Nhà nước tổ chức phù hợp với nhu cầu vốn của tổ chức mình.

• **Cách thức vận hành thị trường mở và phương thức mua bán giấy tờ có giá trên thị trường mở**

Tùy thuộc mục tiêu hướng đến của chính sách tiền tệ là tác động nhằm làm tăng hay giảm cung tiền trong lưu thông mà Ngân hàng trung ương sẽ tổ chức phiên chào mua hay phiên chào bán giấy tờ có giá phù hợp với định hướng. Số lượng phiên thị trường mở được tổ chức cũng tùy thuộc vào nhu cầu điều hòa lưu thông tiền tệ.

Tại Việt Nam, thị trường mở được điều hành bởi Ban điều hành nghiệp vụ thị trường mở trực thuộc Ngân hàng Nhà nước. Định kỳ và ngày tổ chức thực hiện nghiệp vụ thị trường mở do Ban điều hành này quy định cụ thể trong từng thời kỳ. Năm 2000, khi Ngân hàng Nhà nước mới đưa nghiệp vụ thị trường mở vào thực hiện, tần suất giao dịch là 10 ngày/phiên, hiện nay (2014) số phiên nghiệp vụ thị trường mở được tổ chức tối đa có thể lên đến 2 phiên/ngày. Ban điều hành có thẩm quyền quyết định các nội dung chủ yếu trong phiên giao dịch thị trường mở, bao gồm các yếu tố như các loại giấy tờ có giá cần mua/bán, khối lượng các loại giấy tờ có giá cần mua/bán, tỉ lệ giao dịch các loại giấy tờ có giá, phương thức đấu thầu, phương thức xét thầu, thời hạn của các giao dịch mua/bán có kỳ hạn, lãi suất mua/bán... Các nội dung trên được ban điều hành đưa ra dựa trên các căn cứ:

✓ Mục tiêu của chính sách tiền tệ trong từng giai đoạn.



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

- ✓ Kết quả dự báo vốn khả dụng (căn cứ vào những thông tin cung cấp từ tổ chức tín dụng như dự kiến vốn khả dụng của tổ chức tín dụng, nhu cầu mua/bán giấy tờ có giá của tổ chức tín dụng, hoạt động mua bán giấy tờ có giá giữa các tổ chức tín dụng...).
- ✓ Khối lượng, lãi suất trúng thầu của các loại giấy tờ có giá mà Ngân hàng Nhà nước đã mua/bán tại phiên đấu thầu gần nhất.
- ✓ Tham khảo các loại lãi suất hiện hành trên thị trường.
- ✓ Tình hình hoạt động tái cấp vốn của ngân hàng nhà nước đối với các tổ chức tín dụng.

**Mỗi phiên giao dịch thị trường mở chỉ áp dụng một trong các hình thức sau đây:**

- Giao dịch mua có kỳ hạn: là việc Ngân hàng Nhà nước mua và nhận quyền sở hữu giấy tờ có giá từ tổ chức tín dụng, đồng thời tổ chức tín dụng cam kết sẽ mua lại và nhận lại quyền sở hữu giấy tờ có giá đó sau một thời gian nhất định.
  - Giao dịch bán có kỳ hạn: là việc Ngân hàng Nhà nước bán và chuyển giao quyền sở hữu giấy tờ có giá cho tổ chức tín dụng, đồng thời cam kết sẽ mua lại và nhận lại quyền sở hữu giấy tờ có giá đó sau một khoảng thời gian nhất định.
  - Giao dịch mua hần: là việc Ngân hàng Nhà nước mua và nhận quyền sở hữu giấy tờ có giá từ tổ chức tín dụng, không kèm theo cam kết bán lại giấy tờ có giá.
  - Giao dịch bán hần: là việc Ngân hàng Nhà nước bán và chuyển giao quyền sở hữu giấy tờ có giá cho tổ chức tín dụng, không kèm theo cam kết mua lại giấy tờ có giá.
- Nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện thông qua phương thức đấu thầu gồm có: đấu thầu khối lượng và đấu thầu lãi suất.



91

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Đấu thầu khối lượng** là việc xét thầu trên cơ sở khối lượng dự thầu của các tổ chức tín dụng, khối lượng giấy tờ có giá Ngân hàng Nhà nước cần mua hoặc bán và lãi suất do Ngân hàng Nhà nước thông báo.

**Đấu thầu lãi suất** là việc xét thầu trên cơ sở lãi suất dự thầu, khối lượng dự thầu của các tổ chức tín dụng và khối lượng giấy tờ có giá ngân hàng nhà nước cần mua hoặc bán.

**Bảng 2.1: So sánh đấu thầu khối lượng và đấu thầu lãi suất**

Đấu thầu khối lượng	Đấu thầu lãi suất
Lãi suất đấu thầu: Ngân hàng Nhà nước công bố cho tổ chức tín dụng trước mỗi phiên đấu thầu	Lãi suất đấu thầu: tổ chức tín dụng dự thầu đưa ra
Khối lượng giấy tờ có giá cần mua/bán: Ngân hàng Nhà nước quyết định thông báo hoặc không thông báo trước mỗi phiên đấu thầu	Khối lượng giấy tờ có giá cần mua/bán: Ngân hàng Nhà nước quyết định thông báo hoặc không thông báo trước mỗi phiên đấu thầu
Nội dung dự thầu: khối lượng giấy tờ có giá mà tổ chức tín dụng muốn mua/bán tại mức lãi suất Ngân hàng Nhà nước công bố	Nội dung dự thầu: lãi suất (tối đa 5 mức/đơn, đơn vị %/năm, làm tròn 2 con số sau dấu phẩy) và khối lượng giấy tờ có giá mà tổ chức tín dụng muốn mua/bán tại mức lãi suất dự thầu.
<p>Xét thầu:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nếu tổng khối lượng dự thầu <math>\leq</math> khối lượng Ngân hàng Nhà nước cần mua /bán: khối lượng trúng thầu bằng khối lượng dự thầu, khối lượng trúng thầu của từng tổ chức tín dụng là khối lượng dự thầu của tổ chức tín dụng đó.</li> <li>- Nếu tổng khối lượng dự thầu <math>&gt;</math> khối lượng Ngân hàng Nhà nước cần</li> </ul>	<p>Xét thầu:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ngân hàng Nhà nước chào mua: ưu tiên lãi suất từ cao xuống thấp, lãi suất trúng thầu là lãi suất dự thầu thấp nhất (trong phạm vi lãi suất chỉ đạo của Ban điều hành nghiệp vụ thị trường mở) mà tại mức lãi suất đó đạt khối lượng giấy tờ có giá Ngân hàng Nhà nước cần mua.</li> <li>- Ngân hàng Nhà nước chào bán: ưu tiên lãi suất từ thấp lên cao, lãi suất trúng thầu</li> </ul>



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

Đấu thầu khối lượng	Đấu thầu lãi suất
<p>mua/bán: khối lượng trúng thầu bằng khối lượng Ngân hàng Nhà nước cần mua bán, khối lượng trúng thầu của từng tổ chức tín dụng được phân bổ theo tỉ lệ thuận với khối lượng dự thầu của tổ chức tín dụng đó.</p> <p>(**) Nếu đơn dự thầu của tổ chức tín dụng trúng thầu đăng ký nhiều loại giấy tờ có giá cần mua/bán, thứ tự ưu tiên từng loại giấy tờ có giá như sau:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>+ Giấy tờ có giá không quy định tỉ lệ giao dịch: (1) ưu tiên giấy tờ có giá có thời hạn còn lại ngắn hơn, (2) ưu tiên giấy tờ có giá đăng ký mua/bán có khối lượng lớn hơn</li><li>+ Giấy tờ có giá có quy định tỉ lệ giao dịch: Ngân hàng Nhà nước xét thầu theo nguyên tắc tỉ lệ các loại giấy tờ có giá trúng thầu tương ứng tỉ lệ giao dịch của các loại giấy tờ có giá đăng ký tại đơn dự thầu theo quy định của Ngân hàng Nhà nước.</li></ul>	<p>là lãi suất dự thầu cao nhất (trong phạm vi lãi suất chỉ đạo của Ban điều hành nghiệp vụ thị trường mở) mà tại mức lãi suất đó đạt khối lượng giấy tờ có giá Ngân hàng Nhà nước cần bán.</p> <p>Nếu tại mức lãi suất trúng thầu, tổng khối lượng dự thầu của các tổ chức tín dụng vượt quá khối lượng giấy tờ có giá mà Ngân hàng Nhà nước cần mua/ bán: phân bổ theo tỉ lệ thuận với khối lượng dự thầu của các tổ chức tín dụng tại mức lãi suất trúng thầu.</p> <p>Ngân hàng Nhà nước quyết định và thông báo áp dụng một trong 2 phương thức xét thầu:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Lãi suất thống nhất: Toàn bộ khối lượng trúng thầu được tính thống nhất theo mức lãi suất trúng thầu</li><li>- Lãi suất riêng lẻ: Từng mức khối lượng trúng thầu được tính tương ứng với từng mức lãi suất dự thầu được xét là lãi suất trúng thầu.</li><li>- Áp dụng trường hợp (**) tương tự đấu thầu khối lượng</li></ul>

Cách thức xác định giá mua bán giấy tờ có giá tham khảo tại mục 2.3.2. và 2.3.3 chương này.

Quy trình đấu thầu trên thị trường mở ở Việt Nam được thực hiện như sau:

**Sơ đồ 2.1: Quy trình đấu thầu trên thị trường mở ở Việt Nam**

Ban điều hành thị trường mở thông báo cho Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước các nội dung liên quan đến phiên giao dịch sẽ tổ chức.

Vào ngày thông báo, Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước gửi thông báo mua/bán giấy tờ có giá cho các thành viên qua mạng internet với các nội dung liên quan.

Vào ngày đấu thầu, tổ chức tín dụng căn cứ vào thông báo mua/bán giấy tờ có giá để nộp đơn dự thầu đăng ký mua/bán với Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước qua mạng internet phù hợp với phiên thị trường mở được tổ chức (Tổng khối lượng giấy tờ có giá đăng ký mua/bán của 1 tổ chức tín dụng trong một đơn dự thầu tối thiểu là 100 triệu đồng).

Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước thực hiện xét thầu với sự chứng kiến của thành viên trong Ban điều hành nghiệp vụ thị trường mở. Việc xét thầu được thực hiện theo nội dung thông báo của Ban điều hành và những quy định pháp luật hiện hành liên quan đến thị trường mở.

Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước thông báo kết quả trúng thầu cho các tổ chức tín dụng qua mạng internet.

Căn cứ vào kết quả trúng thầu, các bên thực hiện thanh toán và chuyển giao quyền sở hữu giấy tờ có giá.

Sau mỗi phiên giao dịch, Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước lập báo cáo gửi Thống đốc Ngân hàng Nhà nước, Ban điều hành nghiệp vụ thị trường mở, Vụ Chính sách tiền tệ, Vụ tín dụng về kết quả đấu thầu của phiên giao dịch đó.





## 2.4 CÁC CÔNG CỤ TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Giao dịch các giấy tờ có giá có thời hạn 1 năm trở xuống tính từ thời điểm phát hành, các công cụ phổ biến giao dịch trên thị trường tiền tệ có thể kể đến như: Tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, các thương phiếu, chấp phiếu ngân hàng, các hợp đồng Repo....

### 2.4.1 Tín phiếu kho bạc

Tín phiếu kho bạc là giấy nợ ngắn hạn do chính phủ phát hành nhằm bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước tạm thời và để thực hiện các mục tiêu của chính sách kinh tế vĩ mô của nhà nước. Tín phiếu kho bạc có kỳ hạn ngắn dưới 1 năm, được xem là công cụ không có rủi ro và phổ biến nhất trên thị trường tiền tệ.

Ở Mỹ, chứng khoán chính phủ được Bộ Tài chính Mỹ phát hành và được đảm bảo hoàn toàn bằng uy tín của Chính phủ Hoa Kỳ. Vì vậy, trên thị trường tiền tệ, các chứng khoán chính phủ được xem là loại chứng khoán không có rủi ro vỡ nợ. Chính phủ Mỹ phát hành 3 loại chứng khoán: tín phiếu kho bạc (Bills) có kỳ hạn ngắn, dưới 1 năm; trái phiếu trung hạn (Notes) hay còn gọi là giấy nợ trung hạn có thời hạn từ 1 năm đến 10 năm và trái phiếu dài hạn (Bonds) có thời hạn trên 10 năm. Liên quan đến thị trường tiền tệ đó là tín phiếu kho bạc với thời hạn dưới 1 năm. Đây là loại chứng khoán chiết khấu ngắn hạn được phát hành thường xuyên, liên tục với các kỳ hạn phổ biến là 4 tuần, 13 tuần (tương đương 3 tháng) và 26 tuần (tương đương 6 tháng), tín phiếu kho bạc được mua thấp hơn mệnh giá và được thanh toán đúng bằng mệnh giá khi đáo hạn. Khoảng chênh lệch giữa giá mua và mệnh giá tín phiếu được xem là phần lãi cho người nắm giữ tín phiếu. Thị trường giao dịch tín phiếu kho bạc được xem là thị trường thanh khoản cao nhất trên thế giới.

Tại Việt Nam, tín phiếu kho bạc do Kho bạc nhà nước phát hành trên cơ sở được ủy nhiệm của Bộ tài chính nhằm phát triển thị trường tiền tệ và bù đắp thiếu hụt ngân sách tạm thời trong năm tài chính. Tín phiếu kho bạc được phát hành chủ yếu theo phương thức đấu thầu, các tổ chức tín dụng là đối tượng chính được tham gia đấu thầu tín phiếu kho bạc, khối lượng và lãi suất





được hình thành thông qua phương thức đấu thầu. Toàn bộ khoản vốn vay từ phát hành tín phiếu kho bạc được tập trung vào ngân sách trung ương để sử dụng theo Luật ngân sách nhà nước. Bộ tài chính Việt Nam có thể ủy quyền cho Ngân hàng Nhà nước, ngân hàng thương mại nhà nước phát hành thanh toán tín phiếu kho bạc. Ngân sách trung ương đảm bảo nguồn thanh toán gốc của tín phiếu kho bạc khi đến hạn.

Với tính thanh khoản cao, thời hạn ngắn, đảm bảo gần như hoàn toàn về an toàn rủi ro vỡ nợ, nên tín phiếu kho bạc được xem là loại tài sản tài chính phi rủi ro và lãi suất của tín phiếu kho bạc cũng được xem là lãi suất phi rủi ro được áp dụng trong các mô hình tài chính (trong trường hợp xem các rủi ro về lạm phát, lãi suất, kỳ hạn... là không đáng kể)

### Lãi suất chiết khấu $i_{\text{discount}}$

Lãi suất chiết khấu của tín phiếu kho bạc thường được tính theo năm thương mại (1 năm là 360 ngày). Giả sử một tín phiếu kho bạc thời hạn 3 tháng (đương đương 90 ngày<sup>9</sup>) mệnh giá 1.000.000 đồng, được bán với giá 980.000 đồng, lãi suất chiết khấu tín phiếu này sẽ là 8,00%, ngược lại nếu lãi suất chiết khấu được xác định là 8,00% thì tín phiếu trên sẽ được bán với giá 980.000 đồng. Mỗi quan hệ giữa lãi suất chiết khấu và giá bán tín phiếu thể hiện qua công thức sau:

$$i_{\text{discount}} = \frac{F - P}{F} * \frac{360}{n}$$

Trong đó:

F: Mệnh giá tín phiếu kho bạc

P: Giá bán tín phiếu kho bạc

$i_{\text{discount}}$ : Lãi suất chiết khấu (%/năm)

n: Thời hạn còn lại (tính theo ngày thực tế) của tín phiếu kho bạc cho đến khi đáo hạn

<sup>9</sup> Do có những ngày nghỉ, cho nên khi phát hành, số ngày cho đến khi đáo hạn của tín phiếu kho bạc 4 tuần, 3 tháng, và 6 tháng sẽ khác nhau tùy theo số ngày nghỉ trong thời hạn. Ví dụ, tín phiếu kho bạc 3 tháng có thể có thời hạn là 90 ngày hay 91 ngày.



Trong trường hợp chủ thể nắm giữ tín phiếu kho bạc muốn bán lại tín phiếu trước thời gian đáo hạn, tín phiếu sẽ được bán dưới hình thức chiết khấu theo thời gian còn lại của tín phiếu cho đến khi đáo hạn.

**Ví dụ:** Tổ chức tín dụng A đang sở hữu tín phiếu kho bạc mệnh giá 1.000.000 đồng, thời hạn lưu hành 9 tháng, thời gian còn lại 45 ngày, Tổ chức tín dụng A bán lại tín phiếu kho bạc nói trên cho Tổ chức tín dụng B với lãi suất chiết khấu ( $i_{discount}$ ) 8%/năm, giá bán tín phiếu của tổ chức tín dụng A cho B được tính:

$$P = F \left( 1 - \frac{i_{discount} * n}{360} \right) = 1.000.000 \left( 1 - \frac{8\% * 45}{360} \right) = 990.000 \text{ đồng}$$

### Lãi suất đầu tư $i_{investment}$

Lãi suất chiết khấu của tín phiếu kho bạc thường được quy về lợi suất hàng năm dựa trên cơ sở một năm có 360 ngày, chứ không phải 365 ngày. Điều này gây khó khăn trong so sánh lợi suất của tín phiếu kho bạc với trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn, vốn trả lãi trên cơ sở một năm có 365 ngày. Tuy nhiên, việc sử dụng 360 ngày cho một năm vốn là một thông lệ tính toán của thị trường tiền tệ đối với một số công cụ thị trường tiền tệ. Đối với tín phiếu kho bạc, người ta hay sử dụng lãi suất đầu tư ( $i_{investment}$ ) để so sánh với lợi suất của các công cụ dài hạn khác. Nếu lãi suất chiết khấu được tính trên mệnh giá của tín phiếu kho bạc (lãi suất chiết khấu có thể được xem như lãi suất danh nghĩa trong so sánh với lãi suất danh nghĩa của các công cụ nợ) thì lãi suất đầu tư ( $i_{investment}$ ) được tính trên giá bán của tín phiếu kho bạc, dùng như chỉ tiêu các định lợi suất đầu tư thực sự của công cụ này trên cơ sở số tiền bỏ ra, số tiền thu về và thời hạn thực tế nắm giữ tín phiếu kho bạc.

Lãi suất đầu tư của tín phiếu kho bạc được xác định như sau:

$$i_{investment} = \frac{F - P}{P} * \frac{365}{n}$$

Trong đó:

$i_{investment}$ : Lãi suất đầu tư của tín phiếu kho bạc



Theo ví dụ trên ta có: lãi suất đầu tư của tín phiếu kho bạc mệnh giá 1.000.000 đồng, thời hạn 90 ngày, được bán với giá 980.000 đồng có lãi suất đầu tư là:

$$i_{\text{investment}} = \frac{1.000.000 - 980.000}{980.000} * \frac{365}{90} = 8,16\%$$

Như vậy, lãi suất đầu tư ( $i_{\text{investment}}$ ) luôn lớn hơn lãi suất chiết khấu ( $i_{\text{discount}}$ ) vì nó được tính trên giá mua và số ngày thực tế của 1 năm (365 ngày). Với lãi suất đầu tư cho trước, giá bán tín phiếu được tính bởi công thức:

$$P = \frac{F}{1 + \frac{i_{\text{investment}}}{365} * n}$$

#### 2.4.2 Chứng chỉ tiền gửi

Chứng chỉ tiền gửi (Certificate of deposit - CD) là một loại tài sản tài chính ngắn hạn được phát hành bởi một ngân hàng hay một tổ chức tiết kiệm, chứng nhận về một số tiền nhất định được ký gửi tại tổ chức phát hành chứng chỉ. Các ngân hàng và các tổ chức tiết kiệm phát hành chứng chỉ tiền gửi để huy động vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ. Trên chứng chỉ tiền gửi có qui định ngày đáo hạn, lãi suất cụ thể, và có thể được phát hành với bất kỳ mệnh giá nào (Fabozzi và Modigliani, 2009). Chứng chỉ tiền gửi được xem là một công cụ vay nợ ngắn hạn do ngân hàng (hoặc tổ chức tiết kiệm) bán cho người gửi tiền, được thanh toán lãi theo lãi suất đã định trước và khi đáo hạn sẽ được hoàn trả hết mệnh giá ban đầu. Tại Mỹ, các chứng chỉ tiền gửi ký danh do ngân hàng phát hành được bảo hiểm bởi Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) nhưng với giá trị đến 100.000 USD. Thời hạn tối đa của chứng chỉ tiền gửi không bị hạn chế, nhưng theo qui định của Cục dự trữ liên bang, chứng chỉ tiền gửi không được có thời hạn dưới 7 ngày.

Chứng chỉ tiền gửi được chia thành hai loại: không thể chuyển nhượng (Nonnegotiable) và có thể chuyển nhượng (Negotiable). Thông thường chứng chỉ tiền gửi không thể chuyển nhượng đi kèm với một mức lãi suất ưu đãi hoặc các khuyến mãi khác. Trong trường hợp chứng chỉ tiền gửi không



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

thể chuyển nhượng, người gửi tiền ban đầu phải đợi cho đến ngày đáo hạn của chứng chỉ thì mới thu lại được số tiền ký gửi. Nếu người gửi tiền quyết định rút tiền trước hạn thì phải chịu một khoản tiền phạt rút trước hạn hoặc chỉ tính lãi ở một mức rất thấp. Ngược lại, chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng cho phép người gửi tiền ban đầu (hay người chủ sở hữu tiếp theo của chứng chỉ) được bán chứng chỉ tiền gửi trên thị trường tiền tệ trước ngày đáo hạn. Hầu như các ngân hàng đều phát hành CD có thể chuyển nhượng được, điều này khiến CD trở nên hấp dẫn hơn so với các khoản tiền gửi thông thường và trở thành một hàng hóa quan trọng trên thị trường tiền tệ.

Ở Mỹ, chứng chỉ tiền gửi có thể được chia thành 4 loại: (i) Chứng chỉ tiền gửi được phát hành bởi các ngân hàng nội địa. (ii) Chứng chỉ tiền gửi bằng đồng USD nhưng được phát hành bên ngoài nước Mỹ, loại chứng chỉ tiền gửi này được gọi là chứng chỉ tiền gửi dollar ngoại biên (Euro CD), chủ yếu được phát hành ở London bởi các ngân hàng của Hoa Kỳ, Canada, châu Âu và Nhật Bản. (iii) Chứng chỉ tiền gửi Yankee (Yankee CD), là chứng chỉ tiền gửi bằng đồng USD nhưng được phát hành bởi một ngân hàng nước ngoài có chi nhánh tại Mỹ. (iv) Chứng chỉ tiền gửi tiết kiệm được phát hành bởi các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, và các ngân hàng tiết kiệm.

Các ngân hàng thương mại và các ngân hàng khu vực lớn là những đơn vị chính chuyên phát hành chứng chỉ tiền gửi nội địa. Những nhà đầu tư lớn nhất vào chứng chỉ tiền gửi là các công ty đầu tư, các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ. Đầu tư ít hơn nhiều là các ngân hàng và các bộ phận tín thác của ngân hàng, tiếp theo là các cơ quan tổ chức thuộc đô thị và các công ty khác. Tại Việt Nam, chứng chỉ tiền gửi được phát hành rộng rãi cho các tầng lớp dân cư, nhà đầu tư cá nhân là đối tượng chính nắm giữ chứng chỉ tiền gửi.

Phần lớn chứng chỉ tiền gửi được phát hành với thời hạn dưới 1 năm. Những chứng chỉ tiền gửi được phát hành với thời hạn dài hơn một năm được gọi là chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn (Term CD). Chứng chỉ tiền gửi có thời hạn một năm trở xuống được hưởng lãi khi đến hạn. Thông thường, lãi suất của chứng chỉ tiền gửi được tính theo năm thương mại. Chứng chỉ tiền gửi dài hạn (Term CD) phát hành ở Hoa Kỳ thường trả lãi bán niên, ở đây một năm cũng được tính theo năm thương mại.



THƯ VIỆN  
HUBT

**Ví dụ:** Ông A nếu nắm giữ một chứng chỉ tiền gửi mệnh giá 1.000.000 đồng, thời hạn 6 tháng (số ngày thực tế là 181 ngày) lãi suất 7,5%/năm đến khi đáo hạn sẽ nhận được số tiền (bao gồm mệnh giá và tiền lãi) vào ngày đáo hạn là:

$$S_{dh} = F * \left(1 + \frac{i}{360} * n\right) = 1.000.000 * \left(1 + \frac{7,5\%}{360} * 181\right) = 1.037.708 \text{ đồng}$$

Trong đó:

$S_{dh}$ : là số tiền nhà đầu tư nhận được khi nắm giữ CD cho đến khi đáo hạn

F: mệnh giá CD

i: lãi suất danh nghĩa tổ chức phát hành cam kết chi trả (trừ trường hợp CD thả nổi lãi suất)

n: thời hạn của CD (tính từ lúc phát hành cho đến khi đáo hạn)

Tuy nhiên, khi chưa đến thời gian đáo hạn, ông A muốn bán lại CD trên cho ông B, giá bán CD của ông A cho ông B sẽ được tính bởi công thức:

$$S_{gd} = F * \left(1 + \frac{i}{360} * n\right) * \left(1 - \frac{i_{discount}}{360} * n_1\right)$$

Hoặc

$$S_{gd} = \frac{F * \left(1 + \frac{i}{360} * n\right)}{\left(1 + \frac{r}{365} * n_1\right)}$$

Trong đó:

$S_{gd}$ : Giá bán lại CD

r: Lợi suất yêu cầu của CD (r được xem như  $i_{investment}$  trong đầu tư tín phiếu kho bạc)

$n_1$ : Thời hạn còn lại của CD cho đến khi đáo hạn

Lợi suất của chứng chỉ tiền gửi phụ thuộc vào 3 yếu tố: (1) xếp hạng tín nhiệm của ngân hàng phát hành, (2) thời hạn của chứng chỉ tiền gửi, (3) cung cầu của chứng chỉ tiền gửi trên thị trường. Đối với yếu tố cung - cầu, cung



chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng phát hành sẽ phụ thuộc vào cầu vay nợ của chính ngân hàng đó cũng như chi phí sử dụng các nguồn thay thế để tài trợ cho khoản vay này. Như vậy, khi cầu đi vay của ngân hàng thấp thì lợi suất của chứng chỉ tiền gửi sẽ giảm xuống gián tiếp thông qua lãi suất danh nghĩa cam kết chi trả lãi suất cho chứng chỉ tiền gửi, và ngược lại.

Lãi suất đầu tư của chứng chỉ tiền gửi thông thường cao hơn lãi suất đầu tư của chứng khoán kho bạc cùng thời hạn. Chênh lệch lãi suất là do rủi ro tín dụng mà một nhà đầu tư vào chứng chỉ tiền gửi phải chịu và thực tế là chứng chỉ tiền gửi kém thanh khoản hơn. Chênh lệch do rủi ro tín dụng thay đổi tùy theo tình hình kinh tế và niềm tin vào hệ thống ngân hàng, tăng lên khi các nhà đầu tư dịch chuyển nguồn tiền của mình vào những chứng khoán nợ có chất lượng cao, ít rủi ro, hay khi có một cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng.

### 2.4.3 Thương phiếu

Thương phiếu (Commercial paper) là giấy nợ ngắn hạn do các doanh nghiệp phát hành nhằm vay vốn ngắn hạn của các đối tác khác nhau trên thị trường tiền tệ. Thương phiếu thường được phát hành nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp. Thương phiếu ra đời từ năm 1920 trên cơ sở quan hệ tín dụng thương mại có thể do người bán chịu hoặc người mua chịu phát hành. Ngày nay thương phiếu được phát hành không phải trong quan hệ mua bán chịu hàng hóa mà các doanh nghiệp còn chủ động phát hành thương phiếu làm công cụ vay vốn ngắn hạn nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động theo thời vụ hoặc cho các mục đích khác. Thương phiếu cũng được sử dụng cho mục đích tài trợ bắc cầu (Bridge Financing<sup>10</sup>) (Fabozzi và Modigliani, 2009). Ví dụ, một công ty cần có nguồn tiền dài hạn để thực hiện một dự án mới. Với tình hình thị trường vốn chưa thuận lợi, công ty có thể trì hoãn việc huy động vốn dài hạn bằng cách phát hành thương phiếu huy động ngắn hạn cho đến khi nào tình hình thị trường vốn thuận lợi hơn. Tuy nhiên, trong trường hợp này công ty phải cân nhắc đến thời hạn tối đa có thể trì hoãn liên quan đến rủi ro trong việc sử dụng nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho đầu tư dài hạn.

<sup>10</sup> Doanh nghiệp huy động vốn chủ sở hữu hay nợ để tự tài trợ cho nhu cầu trong ngắn hạn nhằm bắc cầu cho một đợt huy động dài hạn hơn (khi thị trường vốn thuận lợi)

Ở Mỹ, từ khi ra đời cho đến khoảng năm 1969, thương phiếu là một công cụ phổ biến được công ty con của các ngân hàng Mỹ sử dụng huy động vốn để tài trợ cho các khoản cho vay mới. Những yêu cầu dự trữ của Cục dự trữ liên bang Mỹ năm 1970 đã loại bỏ những lợi thế lớn đối với các ngân hàng phát hành thương phiếu. Các công ty con ngân hàng sau đó vẫn phát hành thương phiếu nhưng chỉ để tài trợ cho thuê tài chính và cho vay tiêu dùng. Việc sử dụng thương phiếu tăng đáng kể vào đầu những năm 1980 do chi phí của các khoản vay ngân hàng tăng cao. Thương phiếu trở thành một công cụ thay thế quan trọng so với các khoản vay ngân hàng do chi phí rẻ hơn. Thị trường thương phiếu của các doanh nghiệp có tên tuổi ngoài ngân hàng tăng đáng kể, thương phiếu được sử dụng để tài trợ cho các khoản vay mà doanh nghiệp mở rộng cho khách hàng của họ. Ví dụ, công ty General Motor Acceptance (GMAC) vay tiền bằng cách phát hành thương phiếu và sử dụng tiền để cho vay đối với người mua sản phẩm của họ. Tương tự như vậy, Ford Credit, General Electric Capital và Chrysler Financial sử dụng thương phiếu để tài trợ các khoản cho vay tiêu dùng.

Thời hạn của thương phiếu tại Mỹ thường dưới 270 ngày, mà phổ biến nhất là dưới 90 ngày. Đạo luật chứng khoán năm 1933 qui định rằng chứng khoán phải được đăng ký với Ủy ban Chứng khoán và thị trường Mỹ (SEC). Các điều khoản đặc biệt trong Đạo luật miễn trừ việc đăng ký thương phiếu, miễn là thời hạn của thương phiếu không vượt quá 270 ngày. Vì thế, để tránh chi phí gắn liền với việc đăng ký thương phiếu ở Ủy ban chứng khoán, các công ty thường phát hành thương phiếu với thời hạn không vượt quá 270 ngày. Một yếu tố khác được xem xét khi xác định thời hạn là khả năng để thương phiếu có thể là một tài sản đảm bảo để vay vốn ngân hàng. Để có đủ điều kiện trở thành một tài sản đảm bảo, theo quy định, thời hạn của thương phiếu không được vượt quá 90 ngày. Với yếu tố này, các công ty thích phát hành thương phiếu có thời hạn dưới 90 ngày hơn.

Các công ty phát hành thương phiếu có thể được chia thành hai loại: công ty tài chính và công ty phi tài chính. Các công ty tài chính là những đơn vị phát hành thương phiếu chủ yếu. Ba loại công ty tài chính bao gồm: các công ty tài chính có quan hệ (công ty mẹ - công ty con) với một đơn vị sản xuất kinh





## Chương 2: Thị trường tiền tệ

doanh (thường tài trợ cho khách hàng của công ty mẹ), các công ty tài chính có liên quan đến ngân hàng (chuyên cho vay để giúp các cá nhân và doanh nghiệp có thể sử dụng được nhiều loại sản phẩm), và các công ty tài chính độc lập. Ở Mỹ, các công ty trong nước và nước ngoài đều có thể phát hành thương phiếu tại Mỹ. Thương phiếu được phát hành bởi một công ty nước ngoài trên đất Mỹ được gọi là thương phiếu Yankee. Ở Nhật, thương phiếu có thể được phát hành bởi các công ty Nhật trên thị trường nội địa, và thương phiếu bằng đồng Yên cũng có thể được phát hành bởi các công ty không phải của người Nhật. Loại thương phiếu này được gọi là thương phiếu Samurai. Một loại thương phiếu phổ biến khác là thương phiếu ngoại biên (Euro Commercial Paper - ECP), là loại thương phiếu được phát hành bên ngoài phạm vi lãnh thổ của quốc gia có đồng tiền mệnh giá phát hành. Ví dụ, thương phiếu bằng đồng USD được phát hành tại Anh hay thương phiếu bằng đồng EUR bán ở Anh. Thương phiếu ngoại biên thường có thời hạn dài hơn thương phiếu Mỹ vì không bị ràng buộc bởi các quy định như đã đề cập ở phần đầu. Thị trường giao dịch thương phiếu ngoại biên cũng được đánh giá là thường xuyên hơn so với thị trường thương phiếu Hoá Kỳ (Fabozzi và Modigliani, 2009).

Thương phiếu có thể được phát hành dưới hình thức trực tiếp hoặc hình thức gián tiếp. Khoảng 60% thương phiếu phát hành được bán trực tiếp cho người mua (gọi là thương phiếu phát hành trực tiếp), phần còn lại thường được bán qua các đại lý (thương phiếu phát hành qua trung gian) (Mishkin, 2011). Các đại lý sẽ mua lại thương phiếu nếu nhà đầu tư có nhu cầu tiền mặt, tuy nhiên điều này cũng không phổ biến vì hầu hết các nhà đầu tư vào thương phiếu thường có ý định giữ nó cho đến khi hết hạn. Với thời hạn ngắn, nhà đầu tư thường tìm kiếm thương phiếu phù hợp với thời gian đầu tư mong muốn. Do đó, không có một thị trường thứ cấp mạnh mẽ cho thương phiếu. Nếu điều kiện kinh tế của nhà đầu tư thay đổi, khiến họ có nhu cầu bán thương phiếu, họ có thể bán trở lại cho chính đại lý phát hành, hoặc trong trường hợp thương phiếu phát hành trực tiếp, đơn vị phát hành sẽ mua lại thương phiếu. Các nhà đầu tư vào thương phiếu thường là các nhà đầu tư có tổ chức. Nhà đầu tư chính vào thị trường thương phiếu là các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ (mua khoảng một phần ba lượng thương phiếu phát hành), sau đó là các quỹ



THƯ VIỆN  
103 HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



hưu bổng, các bộ phận tín thác của ngân hàng thương mại, chính quyền tiểu bang và địa phương, và các công ty phi tài chính đi tìm công cụ ngắn hạn thường mua phần còn lại.

Thương phiếu có thể được phát hành dưới hình thức chiết khấu hoặc hình thức hưởng lãi sau. Lợi suất thương phiếu thường đi theo lợi suất của các công cụ thị trường tiền tệ khác. Lợi suất thương phiếu cao hơn lợi suất tín phiếu kho bạc cùng thời hạn. Các lý do giải thích cho điều này gồm có (1) thương phiếu gánh chịu rủi ro tín dụng; (2) tiền lãi thu được từ đầu tư vào tín phiếu kho bạc có thể được miễn thuế thu nhập nên thông thường thương phiếu sẽ phải chào bán ở một mức lợi suất hơn để bù đắp cho bất lợi này; (3) thương phiếu kém thanh khoản hơn tín phiếu kho bạc, tuy nhiên lý do này là thứ yếu vì nhà đầu tư vào thương phiếu thường nắm giữ thương phiếu đến khi đáo hạn.

Vì thương phiếu là một giấy nợ không đảm bảo nên nó thường chỉ được phát hành bởi các doanh nghiệp uy tín, các tập đoàn lớn với định mức tín nhiệm cao. Các tổ chức Moody's Investors Service, Standard & Poor's, và Fitch là 3 tổ chức lớn nhất chuyên đánh giá xếp hạng tín dụng của các đơn vị phát hành các công cụ nợ dựa trên khả năng vỡ nợ của các tổ chức này. Các thứ hạng tín dụng của thương phiếu được trình bày trong bảng sau:

**Bảng 2.2: Thứ hạng tín dụng của thương phiếu**

Loại	Công ty xếp hạng thương phiếu		
	<i>Fitch</i>	<i>Moody's</i>	<i>S &amp; P</i>
Thương phiếu thượng hạng hoặc cao hơn	<i>F-1+</i>		<i>A-1+</i>
	<i>F-1</i>	<i>P-1</i>	<i>A-1</i>
Thương phiếu thượng hạng hoặc thấp hơn	<i>F-2</i>	<i>P-2</i>	<i>A-2</i>
	<i>F-3</i>	<i>P-3</i>	<i>A-3</i>
	<i>F-4</i>		
Đầu cơ dưới mức thượng hạng	<i>F-5</i>	<i>NP</i>	<i>B</i>
			<i>C</i>
Vỡ nợ	<i>D</i>	<i>NP</i>	

(NP: Not prime (Không thượng hạng))

Tại Mỹ, thương phiếu được các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ quan tâm thường sẽ phải là thương phiếu cấp 1 hoặc thương phiếu cấp 2. Đó là các thương phiếu phải có một trong 2 thứ hạng cao nhất (vị trí thứ 1 hoặc thứ 2) từ ít nhất hai trong số các tổ chức xếp hạng tín nhiệm được công nhận trên toàn nước Mỹ. Trong đó, thương phiếu cấp 1 là thương phiếu được xếp hạng 1 bởi 2 tổ chức xếp hạng tín nhiệm trở lên.

Các tổ chức phát hành thương phiếu có thể sử dụng một khoản tín dụng dự phòng tại một ngân hàng nhất định, trong trường hợp tổ chức phát hành thương phiếu không trả được nợ, ngân hàng sẽ giải ngân cho mục đích này. Điều này làm tăng tính an toàn cho người nắm giữ thương phiếu. Một số tổ chức phát hành thương phiếu quay vòng vốn khi thương phiếu đến hạn bằng việc phát hành gởi đầu một đợt thương phiếu mới, sử dụng tiền thu được từ đợt phát hành thương phiếu mới để chi trả cho các thương phiếu đến hạn. Quá trình này thường được gọi là quay vòng thương phiếu ngắn hạn (rolling over). Rủi ro mà người đầu tư vào thương phiếu phải đương đầu là đơn vị phát hành sẽ không thể bán được thương phiếu mới khi hết hạn thương phiếu cũ. Như một biện pháp phòng vệ trước rủi ro quay vòng này, thương phiếu thường được bảo lãnh bằng hạn mức tín dụng ngân hàng chưa sử dụng. Phí cam kết mà ngân hàng thu cho việc cung ứng hạn mức tín dụng làm tăng chi phí hiệu dụng của việc phát hành thương phiếu.

Tại Việt Nam, thương phiếu được định nghĩa trong Pháp lệnh thương phiếu số 17/1999/PL-UBTVQH10, ngày 24/12/1999 của Ủy ban thường vụ quốc hội khóa 10 như sau: "*Thương phiếu*" là chứng chỉ có giá ghi nhận lệnh yêu cầu thanh toán hoặc cam kết thanh toán không điều kiện một số tiền xác định trong một thời gian nhất định. Thương phiếu gồm hối phiếu và lệnh phiếu. Thương phiếu thường xuất hiện trong các quan hệ mua bán chịu hàng hóa (bán hàng trước, thu tiền sau) như một cam kết chắc chắn trong giao dịch thương mại. Theo đó, hối phiếu thường do người bán lập yêu cầu người mua thanh toán một số tiền vô điều kiện cho người thụ hưởng (có thể là người bán, hoặc một bên thứ 3 do người bán chỉ định); ngược lại, lệnh phiếu sẽ do người mua lập cam kết thanh toán một số tiền vô điều kiện cho người thụ hưởng.



Trong Luật các công cụ chuyển nhượng Số 49/2005/QH11 ngày 29/11/2005 (văn bản thay thế Pháp lệnh thương phiếu), từ “hối phiếu” và “lệnh phiếu” không được dùng để chỉ 2 loại thương phiếu như quy định trước đó. Hai loại thương phiếu được đề cập trong Luật các công cụ chuyển nhượng 2005 bao gồm:

- *Hối phiếu đòi nợ* là giấy tờ có giá do người ký phát lập, yêu cầu người bị ký phát thanh toán không điều kiện một số tiền xác định khi có yêu cầu hoặc vào một thời điểm nhất định trong tương lai cho người thụ hưởng.
- *Hối phiếu nhận nợ* là giấy tờ có giá do người phát hành lập, cam kết thanh toán không điều kiện một số tiền xác định khi có yêu cầu hoặc vào một thời điểm nhất định trong tương lai cho người thụ hưởng.

#### 2.4.4 Chấp phiếu ngân hàng

Chấp phiếu ngân hàng (Banker's Acceptances - BA) là giấy cam kết của một ngân hàng (gọi là ngân hàng chấp nhận) trả một khoản tiền nhất định cho người nắm giữ chấp phiếu vào một ngày nhất định được ghi rõ trên chấp phiếu. Chấp phiếu ngân hàng thực chất là thương phiếu do doanh nghiệp phát hành được ngân hàng cam kết thanh toán cho người thụ hưởng một số tiền nhất định khi đến hạn bằng cách đóng dấu đã chấp nhận (*Accepted*) lên thương phiếu. BA là một công cụ rất lâu đời, nó thường phát sinh trong các giao dịch thương mại quốc tế.

Chấp phiếu ngân hàng đã được sử dụng từ thế kỉ 12, tuy nhiên lúc đó, nó không phải là một trong những công cụ chính của thị trường tiền tệ cho đến khi khối lượng và giá trị giao dịch quốc tế tăng vọt vào những năm 1960. Lúc này, chấp phiếu ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong việc tài trợ cho các giao dịch mua bán chịu hàng hóa quốc tế. Khi mà các đối tác chưa biết rõ về nhau, chấp phiếu ngân hàng là một phương tiện đảm bảo chắc chắn cho khoản tiền thanh toán tiền hàng của bên bán sẽ được ngân hàng bên mua đảm bảo trả thay cho khách hàng của mình. Vì vậy, chấp phiếu ngân hàng còn được gọi là thuận nhận ngân hàng.

## Chương 2: Thị trường tiền tệ

### Bài đọc thêm

#### Ví dụ minh họa hình thành chấp phiếu ngân hàng

- Công ty Builtwell (Mỹ) (gọi tắt là Builwell) là một công ty chuyên nhập khẩu máy công cụ trong xây dựng, có trụ sở tại Texas.
- Chi nhánh Ngân hàng Wells Fargo tại Texas (gọi tắt là Wells Fargo), Ngân hàng mà Builtwell có quan hệ khách hàng.
- Công ty Komatsu (Nhật) (gọi tắt là Komatsu) là một công ty chuyên cung cấp máy công cụ uy tín tại Nhật Bản.
- Ngân hàng Japan Credit Bureau (gọi tắt là JCB), Ngân hàng của Komatsu.
- Quỹ thị trường tiền tệ High Caliber, một quỹ đầu tư tại Mỹ chuyên đầu tư vào các công cụ thị trường tiền tệ.

Builtwell (Mỹ) muốn mua 10 xe ủi đất từ Komatsu tại Nhật Bản, Komatsu đương nhiên muốn bán được hàng, nhưng nếu chuyển xe ủi đất đến Builtwell và thanh toán tiền hàng sau thì rủi ro về thanh toán có thể xảy ra với họ, vì Komatsu chưa bao giờ nghe nói về Builtwell. Ngược lại, Builtwell cũng rất miễn cưỡng nếu phải chuyển tiền sang Nhật thanh toán cho Komatsu trước khi nhận được hàng. Một ngân hàng có thể can thiệp giải quyết những bế tắc của giao dịch này bằng cách phát hành chấp phiếu ngân hàng từ một khoản tín dụng hoặc một hợp đồng thỏa thuận với bên mua.

Như vậy, việc tài trợ bằng chấp phiếu ngân hàng được đề xuất như một phương tiện tạo thuận lợi cho giao dịch. Komatsu đề nghị trả 50.000 USD cho 10 chiếc xe ủi cỡ trung. Điều khoản bán hàng qui định việc thanh toán cho Komatsu phải được thực hiện trong vòng 45 ngày sau khi Komatsu giao hàng cho Builtwell. Komatsu cân nhắc liệu có nên chấp nhận số tiền 50.000 USD cho 10 chiếc xe ủi hay không. Khi xem xét mức giá đề xuất cho đối tác, Komatsu phải tính giá trị hiện tại của 50.000 USD (đó chính là giá trị hợp đồng nếu được khách hàng thanh toán ngay sau khi giao hàng), vì mãi đến 45 ngày sau khi giao hàng, công ty mới nhận được số tiền này. Giả sử Komatsu đồng ý với các điều khoản này.

Builtwell thỏa thuận với ngân hàng của mình, ngân hàng Wells Fargo, để phát hành một thư tín dụng. Thư tín dụng cam kết rằng ngân hàng Wells Fargo sẽ thực hiện việc thanh toán số tiền 50.000 USD mà Builtwell phải trả cho Komatsu 45 ngày sau khi giao hàng. Thư tín dụng này sẽ được Wells Fargo gửi cho ngân



107

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

hàng của Komatsu, Japan Credit Bureau. Sau khi nhận được thư tín dụng, JCB sẽ thông báo cho Komatsu, sau đó Komatsu sẽ tiến hành giao 10 chiếc xe ủi cỡ trung cho Builtwell. Sau khi 10 xe ủi đã được đưa lên tàu, Komatsu xuất trình bộ chứng từ giao hàng cho JCB và nhận được giá trị hiện tại của 50.000 USD. Bây giờ Komatsu đã thực hiện xong công việc của họ.

JCB xuất trình thư tín dụng và chứng từ giao hàng cho ngân hàng Wells Fargo. Khi đó, ngân hàng Wells Fargo sẽ đóng dấu "chấp nhận" lên trên thư tín dụng. Làm như vậy, ngân hàng Wells Fargo đã tạo ra một chấp phiếu ngân hàng và đồng ý chi trả cho người giữ chấp phiếu ngân hàng 50.000 USD vào ngày đáo hạn. Builtwell nhận chứng từ giao hàng để họ có thể nhận được 10 chiếc xe ủi sau khi họ ký một phiếu nợ hay một loại thỏa thuận tài trợ nào đó với ngân hàng Wells Fargo.

Tới lúc này, đơn vị giữ chấp phiếu ngân hàng là ngân hàng JCB. JCB có hai chọn lựa: (1) họ có thể tiếp tục giữ chấp phiếu ngân hàng như một khoản đầu tư trong danh mục cho vay của họ; (2) họ có thể yêu cầu Wells Fargo thanh toán giá trị hiện tại của 50.000 USD. Ta hãy giả định rằng JCB yêu cầu thanh toán giá trị hiện tại của 50.000 USD.

Bây giờ, đơn vị giữ chấp phiếu ngân hàng là Wells Fargo. Wells Fargo cũng có hai chọn lựa: (1) giữ lại chấp phiếu ngân hàng như một khoản đầu tư trong danh mục cho vay của họ; (2) bán nó cho một nhà đầu tư. Giả sử Wells Fargo quyết định phương án (2), và Quỹ thị trường tiền tệ High Caliber đang tìm kiếm một phương án đầu tư chất lượng cao với cùng thời hạn như chấp phiếu ngân hàng. Wells Fargo sẽ bán chấp phiếu ngân hàng cho quỹ thị trường tiền tệ theo giá trị hiện tại của 50.000 USD. Thay vì bán chấp phiếu ngân hàng trực tiếp cho một nhà đầu tư, Wells Fargo cũng có thể bán nó cho một công ty giao dịch, công ty giao dịch này sau đó bán lại cho một nhà đầu tư như quỹ thị trường tiền tệ. Trong bất luận trường hợp nào, đến ngày đáo hạn, quỹ thị trường tiền tệ cũng sẽ xuất trình thuận nhận ngân hàng cho Wells Fargo, và nhận được 50.000 USD, số tiền mà Wells Fargo thu hồi từ Builtwell.

Những ngân hàng tạo ra chấp phiếu ngân hàng được gọi là ngân hàng chấp nhận. Chấp phiếu ngân hàng sau khi được phát hành cho đến khi đáo hạn có thể được giao dịch trên thị trường tiền tệ thông qua phương thức chiết khấu, tương tự như tín phiếu kho bạc hay thương phiếu. Tại Mỹ, chấp phiếu ngân hàng có thể được phân phối thông qua một thị trường của các đơn vị giao dịch,



bao gồm khoảng 15 đến 20 công ty lớn, phần lớn có trụ sở tại thành phố New York. Các ngân hàng khu vực lớn thường có lực lượng bán hàng riêng của họ để bán chấp phiếu ngân hàng mà họ tạo ra nhưng sẽ sử dụng các đơn vị giao dịch để phân phối những chấp phiếu ngân hàng nào mà họ không thể bán được. Nhà đầu tư chủ yếu vào chấp phiếu ngân hàng là các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ với mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận những khoản đầu tư ngắn hạn. Các ngân hàng chấp nhận cũng có thể giữ chấp phiếu ngân hàng trong danh mục cho vay của họ và có thể sử dụng nó làm tài sản thế chấp cho một khoản vay chiết khấu từ FED (Cục Dự trữ Liên bang Mỹ) nếu chấp phiếu ngân hàng đó đủ điều kiện<sup>11</sup>. Những chấp phiếu không đủ điều kiện được yêu cầu phải có một tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với lượng tiền huy động từ chấp phiếu ngân hàng, vì chấp phiếu ngân hàng được bán ra bởi một ngân hàng chấp nhận chính là nghĩa vụ nợ tiềm năng của ngân hàng đó. Điều này không quy định đối với những chấp phiếu ngân hàng đủ điều kiện. Mặc khác, Fed cũng quy định một giới hạn đối với giá trị của các chấp phiếu ngân hàng đủ điều kiện mà một ngân hàng được phép phát hành tại một thời điểm xác định.

Người nắm giữ chấp phiếu ngân hàng đương nhiên gánh chịu rủi ro tín dụng. Đó là rủi ro người vay (ngân hàng chấp nhận) sẽ không thể trả vốn gốc khi đến hạn. Lãi suất thị trường (lãi suất chiết khấu) mà chấp phiếu ngân hàng đưa ra cho nhà đầu tư phản ánh rủi ro này. Song, lãi suất này thường là thấp vì nguy cơ vỡ nợ trong ngắn hạn của các ngân hàng chấp nhận là rất thấp. Tuy nhiên, lãi suất của chấp phiếu ngân hàng vẫn cao hơn tín phiếu kho bạc cùng thời kỳ, công cụ luôn được xem là tài sản phi rủi ro. Lợi suất của chấp phiếu ngân hàng có thể bao gồm phần bù đắp rủi ro cho khả năng thanh khoản tương đối thấp và một thị trường giao dịch thứ cấp kém phát triển hơn nhiều so với tín phiếu kho bạc. Tuy nhiên, mức chênh lệch lợi suất này không cố định theo thời gian. Sự thay đổi của mức chênh lệch lợi suất cho thấy sự thay đổi kết quả đánh giá của nhà đầu tư về sự khác biệt rủi ro và thanh khoản giữa các tài sản.

<sup>11</sup> Điều kiện chi tiết do FED quy định trong từng thời kỳ, một trong những điều kiện quan trọng là chấp phiếu ngân hàng đủ điều kiện có thời hạn không vượt quá 6 tháng.



### 2.4.5 Hợp đồng Repo

Hợp đồng repo (Repurchase agreement, gọi tắt là Repo) hay còn gọi là thỏa thuận mua lại là hợp đồng mua bán chứng khoán với cam kết của người bán sẽ mua lại chứng khoán đó từ người mua với một mức giá cụ thể vào một ngày cụ thể trong tương lai. Cả giá bán và giá mua (mua lại) đều được xác định trong hợp đồng. Về mặt bản chất, thỏa thuận mua lại là một khoản vay có tài sản thế chấp, trong đó tài sản thế chấp là các công cụ thị trường tiền tệ, chứng khoán kho bạc, các chứng khoán bảo đảm bằng hợp đồng thế chấp, các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản, thậm chí là các loại cổ phiếu. Chênh lệch giữa giá mua lại và giá bán chính là tiền lãi của khoản vay. Việc xác định giá mua lại căn cứ trên lãi suất repo được thỏa thuận với khách hàng.

Công thức tính tiền lãi của giao dịch repo (xác định giá mua lại).

$$\text{Tiền lãi} = \text{Vốn gốc} * \frac{\text{Lãi suất Repo}}{365} * \text{Thời hạn Repo (ngày)}$$

Kỳ hạn của thỏa thuận mua lại thường là các kỳ hạn ngắn, trong đó phổ biến nhất là các thỏa thuận qua đêm hoặc vài ngày. Thỏa thuận mua lại qua đêm (Overnight Repo) là khoản vay trong một ngày; khoản vay theo hình thức Repo trong thời hạn lâu hơn một ngày được gọi là thỏa thuận mua lại có thời hạn (Term Repo). Các hợp đồng mua lại dài hạn hơn thường được ký kết theo các kỳ hạn tiêu chuẩn như 1 tuần, 2 tuần, 3 tuần hay 1, 2, 3 tháng hay 6 tháng. Thời hạn hợp đồng Repo có thể được thỏa thuận theo nguyên tắc “mở”, tùy thuộc vào nhu cầu vốn của bên đi vay và khả năng đáp ứng nguồn vốn của bên cho vay, hợp đồng có thể tiếp tục như hàng loạt các hợp đồng repo qua đêm. Chúng có thể được gia hạn mỗi ngày với mức giá (lãi suất) thay đổi theo điều kiện thị trường. Ví dụ, trong trường hợp giá thị trường của các chứng khoán làm tài sản đảm bảo giảm xuống, bên cho vay sẽ yêu cầu bên đi vay mua lại chứng khoán trước hạn hoặc đóng thêm tiền, hoặc bổ sung thêm chứng khoán cho hợp đồng Repo.

Về cơ bản hợp đồng Repo khác hợp đồng cầm cố chứng khoán ở đặc điểm: sẽ có sự thay đổi chủ sở hữu đối với chứng khoán làm tài sản thế chấp trong một giao dịch Repo, trong khi người cầm cố chứng khoán vẫn là chủ sở hữu





tài sản trong thời gian cầm cố. Điều này tạo ra sự khác biệt đối với việc ai là bên sẽ được hưởng các lợi ích phát sinh liên quan trong thời hạn hợp đồng còn hiệu lực. Ví dụ, nhà đầu tư X bán 2 triệu USD mệnh giá trái phiếu coupon cho nhà kinh doanh Y theo một hợp đồng Repo thời hạn 3 tháng, trong thời gian này, tổ chức phát hành chi trả trái tức định kỳ, chủ sở hữu trái phiếu tại thời điểm trả lãi là nhà kinh doanh Y sẽ được quyền nhận khoản trái tức do tổ chức phát hành chi trả. Điều này là ngược lại nếu hợp đồng được ký kết giữa nhà đầu tư X và nhà giao dịch Y là một hợp đồng cầm cố trái phiếu trên.

Cho dù có tài sản chất lượng cao làm bảo đảm cho một giao dịch repo, cả hai bên tham gia giao dịch đều vẫn có thể chịu rủi ro tín dụng. Ví dụ nhà đầu tư X nêu trên sử dụng 2 triệu USD trái phiếu coupon có mức tín nhiệm cao làm tài sản đảm bảo cho một hợp đồng Repo với nhà kinh doanh Y để có thể vay một khoản tiền 2 triệu USD và mua lại 2 triệu mệnh giá trái phiếu này sau 3 tháng nữa với mức giá cao hơn 2 triệu. Nếu nhà đầu tư X không thể mua lại trái phiếu trên, nhà kinh doanh Y đương nhiên có thể giữ tài sản đảm bảo; tuy nhiên, nếu lãi suất thị trường trái phiếu tăng cao sau khi giao dịch repo được ký kết, giá trị thị trường của trái phiếu sẽ giảm, và như vậy, nhà kinh doanh Y sở hữu trái phiếu với giá trị thị trường thấp hơn số tiền mà nhà kinh doanh Y đã cho nhà đầu tư X vay. Rủi ro lúc này thuộc về nhà kinh doanh Y. Ngược lại, giá trị thị trường của trái phiếu tăng lên, nhà đầu tư X sẽ lo lắng việc thu lại tài sản đảm bảo và mức lãi suất (thông qua mức giá mua lại cao hơn giá bán ban đầu) phải trả cho nhà kinh doanh Y, khi đó trái phiếu đã có giá trị thị trường cao hơn khoản vay.

Các thỏa thuận mua lại hiện nay đã được xây dựng cẩn thận để làm giảm rủi ro tín dụng. Số tiền cho vay thường thấp hơn giá trị thị trường của chứng khoán được sử dụng làm tài sản đảm bảo, điều này đem lại cho người cho vay một tấm đệm dự phòng nếu giá trị thị trường của chứng khoán giảm. Khoản chênh lệch cao hơn giữa giá trị thị trường của chứng khoán được sử dụng làm đảm bảo và số tiền cho vay này được gọi là tiền bảo chứng ("margin" hay "haircut"). Số tiền bảo chứng tùy thuộc mức độ uy tín của người vay, tính thanh khoản của chứng khoán làm tài sản đảm bảo và quy





định pháp luật của từng thị trường theo nguyên tắc hợp đồng rủi ro càng cao thì số tiền bảo chứng càng cao.

Một cách khác để hạn chế rủi ro, các nhà kinh doanh luôn theo dõi sự biến động giá thị trường của các chứng khoán làm tài sản đảm bảo một cách thường xuyên nhằm có phản ứng kịp thời. Khi giá trị thị trường thay đổi một tỉ lệ phần trăm nhất định, vị thế của repo sẽ được điều chỉnh tương ứng. Giả sử một nhà đầu tư vay 20 triệu USD, sử dụng chứng khoán đảm bảo có giá trị thị trường là 20,4 triệu USD - mức bảo chứng là 400.000 USD, tức là 2%. Giả sử sau đó giá trị thị trường của tài sản đảm bảo giảm còn 20,1 triệu USD. Thỏa thuận repo có thể qui định một lệnh nộp thêm tiền bảo chứng, hoặc định giá lại thỏa thuận repo. Trong trường hợp lệnh nộp thêm tiền bảo chứng, nhà đầu tư được yêu cầu phải bổ sung thêm tài sản thế chấp với giá trị thị trường là 300.000 USD nhằm đưa giá trị bảo chứng lên cho đủ 400.000 USD. Nếu trong thỏa thuận repo qui định việc định giá lại, giá trị vốn gốc của repo sẽ được thay đổi từ 20 triệu USD chỉ còn 19,7 triệu đô-la (giá trị thị trường 20,1 triệu USD). Khi đó, nhà đầu tư vẫn sẽ nộp thêm cho nhà kinh doanh 300.000 USD.

Ngày nay, tài sản đảm bảo trong các thỏa thuận mua lại được thành viên của các trung tâm lưu ký chứng khoán ghi nhận và chuyển quyền sở hữu một cách nhanh chóng. Ngân hàng hoặc tổ chức làm nhiệm vụ lưu ký sẽ đại diện cho người cho vay nắm giữ tài sản đảm bảo. Cách này giúp giảm chi phí giao nhận vì nó chỉ chuyển quyền sở hữu tài sản đảm bảo trong phạm vi hệ thống lưu ký mà thôi.

## 2.5. CÁC GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

### 2.5.1 Nghiệp vụ phát hành giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ

Với đặc tính ngắn hạn, các công cụ thị trường tiền tệ thường có tính thanh khoản cao và độ an toàn khá tốt. Tùy thuộc vào từng loại công cụ mà cách phát hành có thể khác nhau. Chi tiết đặc điểm các công cụ thị trường tiền tệ được đề cập trong mục 2.4 giáo trình này. Tùy thuộc vào đặc tính riêng, các công cụ thị trường tiền tệ có thể phát hành trực tiếp đến người sở hữu với giá xác định hay thỏa thuận, hoặc phát hành thông qua đấu thầu.



### • Phát hành theo giá xác định hoặc thỏa thuận

Chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu không gắn kết với giao dịch thương mại được bán trực tiếp cho người mua thông qua các chi nhánh ngân hàng hoặc doanh nghiệp phát hành với giá bán cố định (thường bằng mệnh giá) và cam kết mức chi trả lãi vào thời điểm đáo hạn.

Thương phiếu gắn kết với giao dịch thương mại như hối phiếu (hối phiếu đòi nợ) và lệnh phiếu (hối phiếu nhận nợ) hay chấp phiếu ngân hàng thường được phát hành trong giao dịch mua bán chịu hàng hóa và người bán là sở hữu chủ đầu tiên của công cụ này khi phát hành, giá trị đáo hạn của các công cụ này phụ thuộc vào giá trị hợp đồng thương mại.

Các hợp đồng repo cũng được phát hành khi phát sinh nhu cầu tiền của chủ thể cần vốn trong một thời gian ngắn được chủ thể cho vay chấp thuận mua có thời hạn một loại giấy tờ có giá nào đó, giá cả sẽ là thương lượng thỏa thuận giữa 2 bên nhưng giá phát hành (giá mua của chủ thể cho vay) thường nhỏ hơn giá thị trường của công cụ tại thời điểm giao dịch (*Chi tiết tính giá hợp đồng Repo sẽ được đề cập trong mục 2.5.2*).

Hình thức bán các loại giấy tờ có giá trong trường hợp này có thể ngang mệnh giá hoặc hình thức chiết khấu.

### • Phát hành thông qua đấu thầu

Đối với tín phiếu kho bạc, là công cụ thị trường tiền tệ phổ biến nhất có thể được Kho bạc nhà nước bán trực tiếp với giá thỏa thuận cho Ngân hàng trung ương hoặc được phát hành theo hình thức đấu thầu. Trong trường hợp phát hành theo hình thức đấu thầu, có thể thực hiện một trong 2 hình thức sau:

- **Đấu thầu khối lượng:** là việc đấu thầu không dựa vào lãi suất dự thầu mà dựa vào khối lượng đăng ký dự thầu. Do đó, các tổ chức tham gia đấu thầu không đưa ra mức lãi suất dự thầu mà đăng ký mua trái phiếu theo mức lãi suất cho trước.
- **Đấu thầu lãi suất:** là việc đấu thầu dựa vào lãi suất dự thầu của các tổ chức tham dự đấu thầu. Đấu thầu lãi suất có thể đấu thầu cạnh tranh, có thể đấu thầu phi cạnh tranh hoặc đồng thời cả hai



- **Đấu thầu cạnh tranh lãi suất:** là việc các thành viên tham gia đấu thầu tín phiếu đưa ra các mức lãi suất dự thầu của mình để chủ thể phát hành lựa chọn mức lãi suất trúng thầu.
- **Đấu thầu kết hợp cạnh tranh và không cạnh tranh lãi suất:** theo hình thức này các thành viên tham gia đấu giá có thể tham gia đấu thầu cạnh tranh lãi suất hoặc đấu thầu không cạnh tranh lãi suất. Trong trường hợp tham gia đấu thầu không cạnh tranh lãi suất các tổ chức tham gia dự thầu không đưa ra mức lãi suất dự thầu mà đăng ký mua tín phiếu theo mức lãi suất trúng thầu được xác định theo kết quả đấu thầu cạnh tranh lãi suất. Khối lượng dành cho phần đấu thầu không cạnh tranh lãi suất thường thấp hơn rất nhiều so với khối lượng dành cho phần cạnh tranh lãi suất và các tổ chức tham gia đấu thầu không cạnh tranh lãi suất sẽ rủi ro hơn vì phải chấp nhận một cách bị động vào kết quả xét thầu cạnh tranh lãi suất. Tỷ lệ dành cho phần không cạnh tranh lãi suất và cạnh tranh lãi suất tùy thuộc quyết định của Bộ tài chính trong từng thời kỳ.

Kết quả được xác định theo một trong hai phương thức gồm:

- **Đấu thầu đơn giá:** là phương thức xác định kết quả đấu thầu mà theo đó, mức lãi suất phát hành tín phiếu là mức lãi suất trúng thầu cao nhất và được áp dụng chung cho các thành viên trúng thầu<sup>12</sup>.
- **Đấu thầu đa giá:** là phương thức xác định kết quả đấu thầu mà theo đó, mức lãi suất phát hành tín phiếu đối với mỗi thành viên trúng thầu đúng bằng mức lãi suất dự thầu của thành viên đó<sup>13</sup>.

Hình thức bán tín phiếu kho bạc sau khi đấu thầu chủ yếu là hình thức chiết khấu. Giá bán tín phiếu kho bạc được tính theo công thức:

$$P = \frac{F}{(1+i.n)}$$

Hoặc:  $P = F(1 - i.n)$

<sup>12</sup> Theo Khoản 12, Điều 2, Thông tư số 17/2012/TT-BTC.

<sup>13</sup> Theo Khoản 13, Điều 2, Thông tư số 17/2012/TT-BTC.



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

Trong đó:

- P: Giá bán tín phiếu kho bạc cho tổ chức trúng thầu
- F: mệnh giá tín phiếu kho bạc.
- i: lãi suất phát hành tín phiếu kho bạc (% /năm) (lãi suất chiết khấu trúng thầu của từng thành viên dự thầu)
- n: thời hạn của tín phiếu kho bạc

Trong trường hợp tín phiếu kho bạc được phát hành theo hình thức kết hợp giữa cạnh tranh lãi suất và không cạnh tranh lãi suất theo phương thức đơn giá. Giá bán tín phiếu là như nhau cho các thành viên trúng thầu.

Trong trường hợp tín phiếu kho bạc được phát hành theo hình thức kết hợp giữa cạnh tranh lãi suất và không cạnh tranh lãi suất theo phương thức đa giá. Giá bán tín phiếu cho các thành viên trúng thầu phần cạnh tranh lãi suất tùy thuộc vào lãi suất thầu của các thành viên. Giá bán tín phiếu cho các thành viên trúng thầu phần không cạnh tranh lãi suất là như nhau và được tính theo lãi suất trúng thầu bình quân của các thành viên trúng thầu phần cạnh tranh lãi suất (bình quân gia quyền trọng số là khối lượng trúng thầu)

### **Bài đọc thêm**

#### **Dấu thầu tín phiếu kho bạc tại Việt Nam**

##### **► Chủ thể phát hành**

Chủ thể phát hành: Bộ Tài chính, ủy quyền cho Kho bạc Nhà nước tiến hành.

##### **► Điều kiện và điều khoản phát hành**

Kỳ hạn: dưới 1 năm, cụ thể là 13 tuần, 26 tuần và 52 tuần.

Mệnh giá: 100.000 đồng và bội số của 100.000 đồng.

Hình thức: bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử.

Phương thức phát hành:

- Đấu thầu qua Sở giao dịch ngân hàng nhà nước (BTC quy định khung lãi suất và Kho bạc lựa chọn và quyết định lãi suất phát hành).

- Bán trực tiếp cho ngân hàng nhà nước theo quyết định của Thủ tướng (lãi suất thỏa thuận).



**THƯ VIỆN  
HUBT**

## Chương 2: Thị trường tiền tệ

**Phát hành và thanh toán:** được bán thấp hơn mệnh giá và được thanh toán một lần bằng mệnh giá vào ngày đáo hạn.

**Ngày phát hành:** thứ 3 trong tuần (cũng là ngày thanh toán tiền mua tín phiếu).

**Ngày tổ chức đấu thầu:** ngày làm việc liền kề ngày phát hành.

### ► Đối tượng tham gia đấu thầu<sup>14</sup>

Phải là thành viên đấu thầu trái phiếu chính phủ do Bộ Tài chính lựa chọn căn cứ theo các điều kiện được quy định, bao gồm: các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty tài chính và các định chế tài chính khác.

Nếu các đối tượng trên không mua hết, ngân hàng nhà nước được quyền mua một phần hoặc toàn bộ khối lượng tín phiếu còn lại phù hợp với mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ sau khi thỏa thuận với Bộ Tài chính.

Một số lưu ý đối với thành viên đấu thầu: có nghĩa vụ phải đăng ký tham gia mua trái phiếu trong tất cả các phiên phát hành, phải tham gia mua hàng năm với số lượng tối thiểu; các thành viên bị rút tư cách sẽ không được xem xét chấp thuận làm thành viên trong 2 năm liền kề tiếp theo.

Điều kiện là thành viên đấu thầu<sup>15</sup>:

- Là các ngân hàng thương mại, công ty tài chính, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư và các định chế tài chính khác thành lập và hoạt động tại Việt Nam.
- Có vốn điều lệ thực góp tối thiểu bằng mức vốn pháp định.
- Đáp ứng các tỉ lệ an toàn vốn.
- Có thời gian hoạt động tối thiểu 3 năm.
- Là thành viên thị trường trái phiếu chính phủ chuyên biệt tại HNX.

### ► Hình thức đấu thầu

- Theo một trong hai hình thức như sau: Đấu thầu cạnh tranh lãi suất hoặc Đấu thầu kết hợp cạnh tranh và không cạnh tranh lãi suất.
- Tổng khối lượng phát hành theo hình thức không cạnh tranh không được vượt quá 30% tổng khối lượng tín phiếu gọi thầu.

<sup>14</sup> Theo Khoản 1, Điều 12, Nghị định số 01/2011/NĐ-CP.

<sup>15</sup> Theo Điều 11, Thông tư số 17/2012/TT-BTC.



THU VIỆN  
HUBT  
116

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

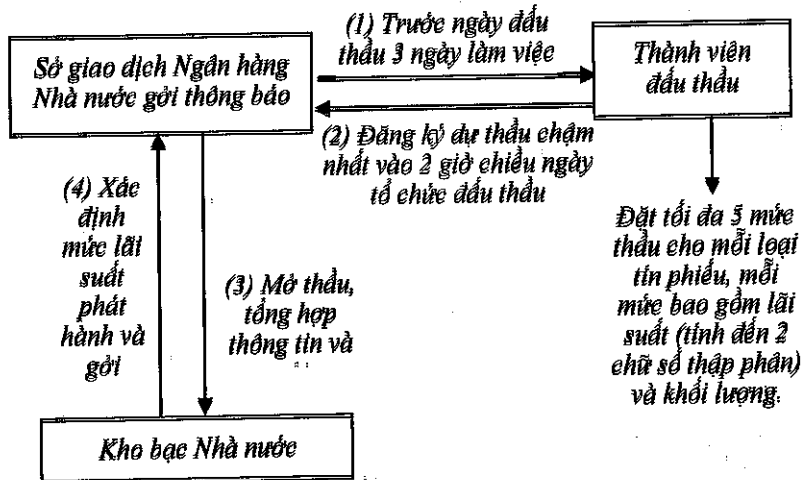
## Chương 2: Thị trường tiền tệ

+ Trường hợp khối lượng đăng ký dự thầu không cạnh tranh nhỏ hơn hoặc bằng 30% tổng khối lượng gọi thầu  $\Rightarrow$  khối lượng dự thầu cạnh tranh = tổng KL gọi thầu - khối lượng dự thầu không cạnh tranh.

+ Trường hợp khối lượng đăng ký dự thầu không cạnh tranh lớn hơn 30% tổng khối lượng gọi thầu  $\Rightarrow$  khối lượng dự thầu không cạnh tranh là 30%, khối lượng dự thầu cạnh tranh là 70% tổng khối lượng gọi thầu<sup>16</sup>.

- Kết quả được xác định theo một trong hai phương thức gồm: Đấu thầu đơn giá hoặc Đấu thầu đa giá.

### ► Quy trình và thủ tục đấu thầu



### ► Kết quả đấu thầu

<b>LÃI SUẤT TRÚNG THẦU, ĐẤU THẦU CẠNH TRANH</b>	
<b>ĐƠN GIÁ</b>	<b>ĐA GIÁ</b>
Là mức lãi suất dự thầu cao nhất. Áp dụng chung cho các thành viên dự thầu.	Là mức lãi suất dự thầu của từng thành viên trúng thầu. Được xét chọn từ thấp đến cao.

<sup>16</sup> Theo Điểm a, Khoản 2, Điều 14, Quyết định số 935/2004/QĐ-NHNN.

## Chương 2: Thị trường tiền tệ

<p><i>Xét theo thứ tự từ thấp đến cao.</i></p> <p><b>Đồng thời thỏa mãn 2 điều kiện:</b></p> <p>(i) Trong khung lãi suất phát hành do Bộ Tài chính quy định.</p> <p>(ii) Khối lượng tín phiếu lũy kế đến mức lãi suất trúng thầu không vượt quá khối lượng tín phiếu gọi thầu.</p>	<p><b>Đồng thời thỏa mãn 2 điều kiện:</b></p> <p>(i) Bình quân gia quyền các mức lãi suất trúng thầu không vượt quá khung lãi suất phát hành tín phiếu do BTC quy định.</p> <p>(ii) Khối lượng tín phiếu lũy kế đến mức lãi suất trúng thầu không vượt quá khối lượng tín phiếu gọi thầu.</p>
<p><i>Trường hợp tại mức lãi suất trúng thầu cao nhất, khối lượng tín phiếu dự thầu cao hơn khối lượng tín phiếu gọi thầu còn lại, phần dư còn lại này sẽ được phân bổ cho các thành viên theo tỉ lệ tương ứng với khối lượng tín phiếu dự thầu, làm tròn xuống tới hàng đơn vị.</i></p>	
<p><b>LÃI SUẤT TRÚNG THẦU, ĐẤU THẦU KHÔNG CẠNH TRANH</b></p>	
<p><i>Là mức lãi suất trúng thầu cao nhất.</i></p>	<p><i>Là bình quân gia quyền của các mức lãi suất trúng thầu, làm tròn 2 chữ số thập phân.</i></p>
<p><i>Khối lượng phân bổ cho từng thành viên dự thầu tương ứng với khối lượng thành viên đã đăng ký.</i></p> <p><i>Trường hợp tổng khối lượng đăng ký dự thầu lớn hơn khối lượng dự kiến bán ⇒ phân bổ theo tỉ lệ.</i></p> <p><i>Trường hợp tổng khối lượng đăng ký dự thầu nhỏ hơn khối lượng dự kiến bán ⇒ ngân hàng nhà nước mua phần còn lại. Nếu không có lãi suất trúng thầu, ngân hàng nhà nước mua theo lãi suất thỏa thuận giữa Bộ Tài chính và ngân hàng nhà nước.</i></p>	

### 2.5.2 Nghiệp vụ chiết khấu giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ

Sau khi được phát hành trên thị trường sơ cấp, các giấy tờ có giá ngắn hạn tiếp tục được chuyển nhượng trên thị trường thứ cấp. Giao dịch các giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ là ngắn hạn nên lãi suất thường tính theo phương pháp lãi suất đơn và căn cứ theo số ngày thực tế còn lại của công cụ. Ngoài ra, việc thanh toán lãi đối với các công cụ thị trường tiền tệ thường chỉ có hai trường



**THƯ VIỆN  
HUBT**

118

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

hợp, hoặc lãi được trả trước, hoặc lãi được trả vào thời điểm đáo hạn và không có công cụ nào trên thị trường tiền tệ trả lãi định kỳ (trừ những trường hợp giao dịch trái phiếu thời gian còn lại dưới 1 năm và giao dịch repo trái phiếu thường cũng với thời hạn ngắn) Giá giao dịch mua bán lại các giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ phụ thuộc vào lãi suất thị trường và nhu cầu vốn của các bên tại thời điểm giao dịch nhưng luôn nhỏ hơn giá trị đáo hạn của các công cụ đó, hay nói cách khác giá mua đi bán lại của các công cụ thị trường tiền tệ được tính theo hình thức chiết khấu trên giá trị đáo hạn.

Nghiệp vụ chiết khấu giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ có thể xảy ra một số trường hợp sau:

- ✓ Ngân hàng trung ương thực hiện nghiệp vụ chiết khấu, tái chiết khấu giấy tờ có giá của các ngân hàng thương mại<sup>17</sup>.
- ✓ Ngân hàng thương mại thực hiện nghiệp vụ chiết khấu giấy tờ có giá của khách hàng<sup>18</sup> hoặc các ngân hàng thương mại khác
- ✓ Các nhà đầu tư mua đi bán lại các công cụ ngắn hạn như bán thương phiếu trước hạn hay chuyển nhượng lại các chứng chỉ tiền gửi khi chưa tới thời điểm đáo hạn...

**Bảng 2.3: Cách xác định giá chiết khấu giấy tờ có giá**

<b>TRƯỜNG HỢP MUA BÁN HẸN THEO QUY ĐỊNH VIỆT NAM (CHIẾT KHẤU TOÀN BỘ THỜI HẠN CÒN LẠI)</b>		
<i>Giá thực hiện thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng trúng thầu được tính như sau:</i>		
	<i>Giấy tờ có giá ngắn hạn</i>	<i>Giấy tờ có giá dài hạn</i>
<i>Thanh toán lãi ngay khi</i>	$P_0 = \frac{F}{1 + \frac{r \times n}{365}}$	$P_0 = \frac{F}{(1+r)^{n/365}}$

<sup>17</sup> Theo Thông tư số 01/2012/TT-NHNN.

<sup>18</sup> Theo Thông tư số 04/2013/TT-NHNN.





Chương 2: Thị trường tiền tệ

<p>phát hành</p>	<p>Trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>+ <math>P_0</math>: Giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng trúng thầu</li> <li>+ <math>F</math>: mệnh giá giấy tờ có giá.</li> <li>+ <math>n</math>: thời hạn còn lại của giấy tờ có giá (số ngày).</li> <li>+ <math>r</math>: lãi suất trúng thầu (thống nhất hoặc riêng lẻ - đấu thầu lãi suất) hoặc lãi suất do Ngân hàng Nhà nước thông báo (đấu thầu khối lượng) tại phiên đấu thầu (%/năm).</li> </ul>	
<p>Thanh toán lãi đều định kỳ, vốn trả khi đáo hạn</p>	<p><b>Không tồn tại công cụ loại này</b></p>	$P_0 = \sum_j \frac{CF_j}{\left(1 + \frac{r}{k}\right)^{(T_j \times k)/365}}$
	<p>Trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>+ <math>P_0</math>: Giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng trúng thầu</li> <li>+ <math>CF_j</math>: Số tiền thanh toán gốc, lãi lần thứ <math>j</math> (thời gian còn lại tính từ lúc giao dịch cho đến khi đáo hạn)</li> </ul> <p>Với <math>CF_j = (F \cdot i)/k + (F^*)</math></p> <p>(<math>F^*</math>: Tại kỳ đáo hạn, người nắm giữ giấy tờ có giá được hoàn lại mệnh giá)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>+ <math>F</math>: mệnh giá giấy tờ có giá,</li> <li>+ <math>i</math>: lãi suất danh nghĩa cam kết chi trả của tổ chức phát hành %/năm,</li> <li>+ <math>k</math>: số lần thanh toán lãi trong 1 năm</li> <li>+ <math>r</math>: lãi suất trúng thầu (thống nhất hoặc riêng lẻ - đấu thầu lãi suất) hoặc lãi suất do Ngân hàng Nhà nước thông báo (đấu thầu khối lượng) tại phiên đấu thầu (%/năm).</li> <li>+ <math>T_j</math>: Thời hạn tính từ ngày xác định giá đến ngày thanh toán gốc, lãi lần thứ <math>j</math> (số ngày)</li> </ul>	



Chương 2: Thị trường tiền tệ

Thanh toán gốc, lãi một lần khi đến hạn	$P_0 = \frac{F}{1 + \frac{r \times n}{365}}$ Trong đó:	Trường hợp lãi không nhập gốc: $P_0 = \frac{P_{DH}}{1 + \frac{r \times n}{365}}$ Trong đó: $P_{DH} = F \times [1 + (i \times N)]$
	$P_{DH} = F \times \left(1 + \frac{i \times N}{365}\right)$	Trường hợp lãi nhập gốc: $P_0 = \frac{P_{DH}}{(1+r)^{n/365}}$ Trong đó: $P_{DH} = F \times (1+i)^N$
Trong đó: <ul style="list-style-type: none"> <li>+ <math>P_0</math>: Giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng trúng thầu</li> <li>+ <math>P_{DH}</math>: Số tiền tổ chức phát hành phải thanh toán cho người nắm giữ giấy tờ có giá khi đến hạn (gồm vốn gốc và lãi)</li> <li>+ <math>N</math>: Kỳ hạn của giấy tờ có giá tính từ khi phát hành cho đến lúc đáo hạn (giấy tờ có giá ngắn hạn: <math>N</math> tính theo ngày; giấy tờ có giá dài hạn: <math>N</math> tính theo năm)</li> <li>+ <math>F</math>: mệnh giá giấy tờ có giá.</li> <li>+ <math>i</math>: lãi suất danh nghĩa cam kết chi trả của tổ chức phát hành %/năm</li> <li>+ <math>n</math>: thời hạn còn lại của giấy tờ có giá (số ngày).</li> <li>+ <math>r</math>: lãi suất trúng thầu (thống nhất hoặc riêng lẻ - đấu thầu lãi suất) hoặc lãi suất do Ngân hàng Nhà nước thông báo (đấu thầu khối lượng) tại phiên đấu thầu (%/năm).</li> </ul>		



THƯ VIỆN  
HUBT

121

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Bài đọc thêm**

**Một số vấn đề liên quan đến nghiệp vụ chiết khấu giấy tờ có giá của Ngân hàng Nhà nước đối với các tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng Nước ngoài tại Việt Nam**

► **Khái niệm chiết khấu giấy tờ có giá**

Chiết khấu giấy tờ có giá là nghiệp vụ Ngân hàng Nhà nước mua ngắn hạn (có kỳ hạn dưới 1 năm) các giấy tờ có giá còn thời hạn thanh toán của các tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng Nước ngoài trước khi đến hạn thanh toán (sau đây gọi tắt là chiết khấu)<sup>19</sup>.

Ngân hàng Nhà nước thực hiện nghiệp vụ chiết khấu nhằm thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội.

► **Hình thức chiết khấu.**

Chiết khấu toàn bộ thời hạn còn lại của giấy tờ có giá: là hình thức Ngân hàng Nhà nước mua hẳn giấy tờ có giá của các tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng Nước ngoài theo giá chiết khấu.

Chiết khấu có kỳ hạn: là hình thức Ngân hàng Nhà nước chiết khấu kèm theo yêu cầu tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng Nước ngoài cam kết mua lại toàn bộ giấy tờ có giá đó sau một thời gian nhất định trước khi đến hạn thanh toán của giấy tờ có giá. Kỳ hạn chiết khấu tối đa là 91 ngày. (Được đề cập ở mục 2.5.3. giáo trình này)

► **Các loại giấy tờ có giá được chiết khấu:**

Tiêu chuẩn giấy tờ có giá được chiết khấu tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam: (i) Được phát hành bằng đồng Việt Nam. (ii) Được phép chuyển nhượng. (iii) Thuộc sở hữu hợp pháp của tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng Nước ngoài đề nghị chiết khấu. Không phải là giấy tờ có giá do tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng Nước ngoài đề nghị chiết khấu phát hành. (iv) Thời hạn còn lại của giấy tờ có giá tối đa là 91 ngày đối với chiết khấu toàn bộ thời hạn còn lại của giấy tờ có giá. (v) Thời hạn còn lại của giấy tờ có giá phải dài hơn thời hạn Ngân hàng Nhà nước

<sup>19</sup> Theo Khoản 4, Điều 2, Thông tư số 01/2012/TT-NHNN.



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

chiết khấu đối với chiết khấu có kỳ hạn. (vi) Các giấy tờ có giá này phải được lưu ký tại Ngân hàng Nhà nước<sup>20</sup>.

\* Danh mục giấy tờ có giá được chiết khấu toàn bộ thời hạn (theo quy định hiện hành của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam): Tín phiếu Ngân hàng Nhà nước, Trái phiếu Chính phủ (Bao gồm: Tín phiếu Kho Bạc, Trái phiếu Kho Bạc, Công trái xây dựng tổ quốc)

### 2.5.3 Nghiệp vụ mua, bán có kỳ hạn các giấy tờ có giá

Như đã đề cập ở phần trên, các loại giấy tờ có giá ngoài giao dịch mua bán hần có thể được giao dịch thông qua nghiệp vụ mua bán có kỳ hạn. Nghiệp vụ này diễn ra trên cả thị trường mở (Ngân hàng trung ương tổ chức các phiên nghiệp vụ thị trường mở mua bán có kỳ hạn giấy tờ có giá), thị trường liên ngân hàng (các tổ chức tín dụng mua bán có kỳ hạn giấy tờ có giá ngắn hạn với nhau) và thị trường tín dụng ngân hàng (Ngân hàng thương mại mua có kỳ hạn giấy tờ có giá với khách hàng). Chi tiết nghiệp vụ Repo được đề cập trong mục 2.4.5. Về cơ bản, cách tính giá cho nghiệp vụ repo cơ bản là giống nhau cho các thị trường.

Lấy ví dụ về một hợp đồng Repo 20 ngày giữa nhà đầu tư X (cần vốn) và nhà kinh doanh Y (cho vay) với tài sản repo là một trái phiếu có giá trị tại thời điểm Repo là 7,2 triệu đồng, lãi suất cho hợp đồng repo là 15%/năm (tính theo năm lịch). Giá mà Y đồng ý mua trái phiếu trên của X thông thường sẽ thấp hơn 7,2 triệu đồng. Mức giá thấp hơn nhiều hay ít tùy thuộc mức độ rủi ro của công cụ repo. Ví dụ mức giá chấp nhận repo trong hợp đồng trên chỉ 95% giá trị trái phiếu tại thời điểm repo, giá repo sẽ là 6,84 triệu đồng. Trong trường hợp trên ta nói tỉ lệ h (hair cut) là 5%. Nhà đầu tư X bán trái phiếu trên cho nhà kinh doanh Y trong 20 ngày và nhận về 6,84 triệu đồng.

$$P_d = P_0 \times (1 - h) = 7,2 (1 - 5\%) = 6,84 \text{ triệu đồng}$$

Trong đó:

$P_d$ : Giá repo (giá bán bên repo – hay giá mua của bên nhận repo)

<sup>20</sup> Theo Khoản 2, Điều 1, Quyết định số 11/QĐ-NHNN năm 2010.



$P_0$ : Giá trị công cụ repo tại thời điểm repo (thường là giá thị trường)

$h$ : tỉ lệ an toàn (hair cut) (tùy thuộc rủi ro của từng công cụ, thường do bên nhận repo quy định)

20 ngày sau, nhà đầu tư X sẽ phải mua lại trái phiếu trên với mức giá cao hơn 6,84 triệu đồng tùy thuộc vào lãi suất repo và thời hạn repo đã thỏa thuận. Giá mua lại sẽ được tính theo công thức:

$$P_v = P_d \times \left( 1 + \frac{r \times n_{\text{repo}}}{365} \right)$$

Trong đó:

+  $P_v$ : Giá mua lại của bên repo / Giá bán lại của bên nhận repo (tại thời điểm đáo hạn hợp đồng)

+  $P_d$ : Giá repo (giá bán của bên repo – hay giá mua của bên nhận repo) (tại thời điểm thực hiện repo)

+  $n_{\text{repo}}$ : thời hạn mua/bán có kỳ hạn (số ngày)

+  $r$ : lãi suất repo

Vậy:

$$P_v = 6,84 * \left( 1 + \frac{15\% * 20}{365} \right) = 6,896 \text{ triệu đồng}$$

Như vậy trong hợp đồng repo này, nhà đầu tư X có thể nhận được một số tiền 6,84 triệu cho nhu cầu vốn ngắn hạn của mình từ việc bán có kỳ hạn trái phiếu do mình sở hữu cho nhà kinh doanh Y trong 20 ngày và phải mua lại với giá cao hơn, nhà kinh doanh Y lời được số tiền chênh lệch là  $(6,896 - 6,84) = 0,056$  triệu đồng trong 20 ngày. Trong trường hợp 20 ngày sau, nhà đầu tư X vì lý do nào đó không mua lại trái phiếu mà X đã thực hiện repo 20 ngày trước, nhà kinh doanh Y vẫn là chủ sở hữu của trái phiếu trên với giá trị khoảng 7,2 triệu đồng và mức thu lợi có thể lớn hơn nếu bán trái phiếu này ra thị trường. Việc xác định giá repo thấp hơn giá trị của công cụ repo tại thời điểm repo tạo áp lực mua lại cho bên repo.



**Bài đọc thêm**

**Nghiệp vụ mua bán có kỳ hạn giấy tờ có giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam**

► Các loại giấy tờ có giá cho phép chiết khấu có kỳ hạn:

- Tín phiếu Ngân hàng Nhà nước.
- Trái phiếu Chính phủ, bao gồm: Tín phiếu Kho Bạc, Trái phiếu Kho Bạc, Trái phiếu công trình trung ương, Công trái xây dựng tổ quốc, Trái phiếu Chính phủ do Ngân hàng Phát triển Việt Nam (trước đây là Quỹ hỗ trợ phát triển) được Thủ tướng Chính phủ chỉ định phát hành.
- Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, bao gồm: Trái phiếu do Ngân hàng phát triển Việt Nam phát hành được Chính phủ bảo lãnh thanh toán 100% giá trị gốc, lãi khi đến hạn và Trái phiếu do Ngân hàng Chính sách xã hội phát hành được Chính phủ bảo lãnh thanh toán 100% giá trị gốc, lãi khi đến hạn.
- Trái phiếu Chính quyền địa phương do Ủy ban nhân dân Thành phố Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh phát hành.

► Xác định giá chiết khấu có kỳ hạn

Giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và tổ chức tín dụng:

$$P_d = P_0 \times (1 - h)$$

Trong đó:

- +  $P_d$ : Giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng trúng thầu trong hợp đồng mua/bán có kỳ hạn
- +  $P_0$ : Giá trị của giấy tờ có giá tại thời điểm định giá, cách tính  $P_0$  phụ thuộc vào từng loại giấy tờ có giá cụ thể (được tính như đã trình bày ở phần mua/bán hần ở trên)
- +  $h$ : là tỉ lệ chênh lệch giữa giá trị giấy tờ có giá tại thời điểm định giá và giá thanh toán(\*\*).

Giá bán/mua lại giấy tờ có giá giữa Ngân hàng Nhà nước và tổ chức tín dụng:

$$P_v = P_d \times \left( 1 + \frac{r \times n_{\text{tậpo}}}{365} \right)$$



THƯ VIỆN  
HUBT

125

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## Chương 2: Thị trường tiền tệ

Trong đó:

- +  $P_v$ : Giá bán/mua lại giấy tờ có giá giữa Ngân hàng Nhà nước và tổ chức tín dụng tại thời điểm hết hạn hợp đồng repo
- +  $P_a$ : Giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng trúng thầu trong hợp đồng mua/bán có kỳ hạn (tại thời điểm thực hiện repo)
- +  $n_{repo}$ : thời hạn mua/bán có kỳ hạn (số ngày).

Giải thích (\*\*): Tỷ lệ chênh lệch giữa giá trị giấy tờ có giá tại thời điểm định giá và giá thanh toán  $h$  (haircut): Là tỷ lệ phần trăm chênh lệch giữa giá trị giấy tờ có giá tại thời điểm định giá trong giao dịch mua / bán có kỳ hạn và giá thanh toán giữa Ngân hàng Nhà nước với các tổ chức tín dụng trúng thầu. Tỷ lệ này do Ngân hàng Nhà nước công bố trong từng thời kỳ trên cơ sở xem xét mức độ rủi ro và thời hạn còn lại của từng loại giấy tờ có giá. Đây là tỷ lệ đảm bảo tính an toàn cho các hợp đồng Repo.

Theo quy định hiện hành, tỷ lệ haircut –  $h$  được quy định như sau<sup>21</sup>:

Giấy tờ có giá giao dịch trên thị trường mở	Tỷ lệ $h$		
	Dưới 1 năm	Từ 1 – 5 năm	Trên 5 năm
1. Tín phiếu Ngân hàng Nhà nước.	0%	5%	10%
2. Trái phiếu Chính phủ.			
3. Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh.			
4. Trái phiếu chính quyền địa phương do Ủy ban nhân dân thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh phát hành.	20%		

<sup>21</sup> Theo khoản 3, điều 2, Quyết định số 01/QĐ-NHNN năm 2010



## TÓM TẮT CHƯƠNG 2

- Thị trường tiền tệ là một bộ phận của thị trường tài chính diễn ra việc trao đổi, mua bán các công cụ tài chính ngắn hạn (thường có thời hạn dưới 1 năm). Thông qua thị trường tiền tệ, các nguồn vốn nhàn rỗi ngắn hạn được chuyển từ nơi thừa vốn sang những nơi thiếu vốn. Thị trường tiền tệ còn là “nơi” để ngân hàng trung ương thực thi các chính sách tiền tệ, điều tiết vĩ mô nền kinh tế.
- Có nhiều chủ thể tham gia trên thị trường tiền tệ với vai trò khác nhau: Ngân hàng trung ương là chủ thể giám sát, quản lý thị trường tiền tệ; bộ tài chính, chính quyền địa phương có thể tham gia với tư cách của người đi vay; các ngân hàng thương mại, các tổ chức tài chính, doanh nghiệp và các cá nhân, hộ gia đình có thể vừa là chủ thể đi vay vừa là chủ thể cho vay trên thị trường này, trong đó hệ thống các ngân hàng thương mại là nhóm chủ thể tích cực nhất, nhóm còn có thể đóng vai của một nhà môi giới trung gian trên thị trường tiền tệ.
- Thị trường tiền tệ có một số cách phân loại gần giống như thị trường tài chính, bao gồm: thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp, thị trường nội tệ và thị trường ngoại tệ, thị trường giao dịch tài chính trực tiếp và thị trường giao dịch tài chính gián tiếp... Trong chương này tập trung làm rõ cấu trúc thị trường tiền tệ căn cứ vào phạm vi thị trường. Dựa vào căn cứ này, cấu trúc của thị trường tiền tệ bao gồm: thị trường tiền gửi, thị trường tín dụng ngắn hạn và thị trường liên ngân hàng. Thị trường mở là một khái niệm rộng hơn của thị trường liên ngân hàng, thực chất thị trường mở là thị trường mà ở đó ngân hàng trung ương thực hiện nghiệp vụ mua bán các giấy tờ có giá ngắn hạn nhằm thực thi chính sách tiền tệ quốc gia.
- Giao dịch các giấy tờ có giá có thời hạn 1 năm trở xuống tính từ thời điểm phát hành, các công cụ phổ biến giao dịch trên thị trường tiền tệ có thể kể đến như: Tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, các thương phiếu, chấp phiếu ngân hàng, các hợp đồng Repo.... chi tiết đặc điểm công cụ, chủ thể





phát hành và cách tính giá, lợi suất của từng công cụ được đề cập chi tiết trong phần 2.4.

▪ Phần cuối của chương là nội dung các nghiệp vụ phát hành các loại giấy tờ có giá trên thị trường tiền tệ (chi tiết cho trường hợp phát hành tín phiếu kho bạc tại Việt Nam), cũng như nghiệp vụ giao dịch, mua đi bán lại các giấy tờ có giá ngắn hạn trong hai trường hợp: mua bán hần và mua bán có kỳ hạn. Cách tính toán chi tiết giá cả và lợi suất trong các giao dịch cũng được đề cập đến trong phần này.

## CÂU HỎI & BÀI TẬP

1. Những đặc điểm gì xác định một thị trường tiền tệ (khác với các thị trường tài chính khác)? Phân tích các đặc điểm đó.
2. Vì sao có thể xem tín phiếu kho bạc là loại tài sản phi rủi ro và lãi suất kho bạc được xem là lãi suất phi rủi ro?
3. Phân biệt lãi suất chiết khấu ( $i_{discount}$ ) và lãi suất đầu tư ( $i_{investment}$ ) của trái phiếu kho bạc. Khi tính toán tỉ suất sinh lời thực sự, nhà đầu tư quan tâm đến chỉ tiêu nào hơn trong 2 chỉ tiêu trên?
4. Một trái phiếu chính phủ được phát hành 20 năm trước với thời hạn còn lại 6 tháng có là một công cụ thị trường tiền tệ không? Vì sao?
5. Phân biệt hối phiếu (hối phiếu đòi nợ) và lệnh phiếu (hối phiếu nhận nợ)?
6. Hãy chỉ ra sự giống nhau và khác nhau giữa thương phiếu và chấp phiếu ngân hàng (thuận nhận ngân hàng)?
7. Giá của một thương phiếu kỳ hạn 182 ngày là 7.860 USD. Cho biết dòng tiền mà nhà đầu tư sẽ nhận được nếu biết lãi suất đầu tư là 4,093%/năm.
8. Một tín phiếu kho bạc mệnh giá 1.000.000 USD, thời gian đáo hạn là 90 ngày, giá bán tín phiếu là 980.000. Hãy cho biết tỉ suất sinh lợi của tín phiếu?



## Chương 2: Thị trường tiền tệ

9. Hãy cho biết những điểm giống và khác nhau cơ bản của một hợp đồng repo và một hợp đồng cầm cố? Theo bạn, hợp đồng thế chấp và hợp đồng cầm cố khác nhau như thế nào?
10. Eurodollar là gì? Hãy nêu lý do Eurodollar được xếp vào nhóm công cụ thị trường tiền tệ?
11. Hãy sắp xếp các công cụ sau đây theo mức rủi ro tín dụng giảm dần: Tín phiếu kho bạc; Hợp đồng repo tín phiếu kho bạc; Thương phiếu; Chứng chỉ tiền gửi;
12. Công ty GXZ phát hành thương phiếu thời hạn 270 ngày, giao dịch này thuộc thị trường nào sau đây? [(i) Thị trường tiền tệ, (ii) Thị trường vốn, (iii) Thị trường công cụ nợ; (iv) Thị trường công cụ vốn; (v) Thị trường sơ cấp; (vi) Thị trường thứ cấp]
13. Chứng chỉ tiền gửi (CDs) được ngân hàng thương mại CP ACB phát hành theo phương thức ngang mệnh giá,  $F = 1.000.000$  đồng, lãi suất 10%, thời hạn 180 ngày.
  - a. A mua CDs của ACB tại thời điểm phát hành, sau khi nắm giữ 30 ngày, A bán lại cho B với lãi suất chiết khấu 10,25%/năm. Tính giá giao dịch giữa A và B.
  - b. Sau khi B nắm giữ 15 ngày, B bán cho C với giá 1.032.000 đồng. Tính lãi suất chiết khấu của B cho C.
  - c. C nắm giữ CDs đến khi đáo hạn, hỏi:
    - (i) lãi suất đầu tư của C
    - (ii) số tiền C nhận được từ ACB trên 1 CDs.
14. Trình bày quy trình phát hành và lưu hành chấp phiếu ngân hàng? Vì sao chấp phiếu ngân hàng thường được sử dụng trong các giao dịch quốc tế?
15. Nhà đầu tư mua chứng chỉ tiền gửi mệnh giá 100tr thời hạn 180 ngày với giá 96tr đồng. Trong năm tới lạm phát dự kiến là 5,6%/năm. Hãy tính lãi suất thực của khoản đầu tư này?



## CHƯƠNG 3

# THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

*Mục tiêu của chương 3 là giúp cho người đọc có thể: (i) Hiểu những vấn đề chung liên quan đến trái phiếu, một loại công cụ nợ phổ biến trên thị trường tài chính Việt Nam cũng như trên thế giới; (ii) Đánh giá lợi nhuận và rủi ro mà trái phiếu mang lại cho nhà đầu tư, từ đó làm cơ sở cho những nhận định chính xác hơn về loại công cụ này và ra quyết định đầu tư; (iii) Phân biệt những loại trái phiếu khác nhau theo từng đặc tính, từ đó có góc nhìn khác nhau về lợi nhuận, rủi ro mà loại trái phiếu đó mang lại; (iv) Hiểu cơ chế giao dịch trái phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam; (v) Hiểu về cơ chế hình thành của những công cụ được chứng khoán hóa từ các khoản vay.*

### 3.1 NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ TRÁI PHIẾU

#### 3.1.1 Khái niệm và đặc điểm trái phiếu

Trên thị trường tài chính, hai loại tài sản tài chính khá phổ biến và được các nhà đầu tư quan tâm đó là chứng khoán vốn và chứng khoán nợ. Đối với chứng khoán nợ, người phát hành được gọi là người đi vay, người mua các chứng khoán nợ được gọi là người cho vay. Thông thường, ta có các loại chứng khoán nợ (debt obligations) như sau: (i) trái phiếu (bonds); (ii) các trái phiếu được chứng khoán hoá, bao gồm: trái phiếu được chứng khoán hóa từ các khoản vay bất động sản (MBS - mortgage backed securities) và trái phiếu được chứng khoán hóa từ tài sản tài chính (ABS - asset backed securities); (iii) các khoản vay ngân hàng (bank loans).

Trong đó, trái phiếu (bonds) là loại chứng khoán có thu nhập cố định, nó đại diện cho một nghĩa vụ tài chính của chủ thể phát hành, với lời hứa sẽ thanh toán một khoản tiền xác định vào một ngày cụ thể trong tương lai. Tại Việt



Nam, trái phiếu<sup>22</sup> được định nghĩa là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành. Như vậy, trái phiếu có thể có những đặc điểm sau:

*Thứ nhất*, trái phiếu là một loại chứng khoán nợ, vì vậy, trái phiếu có thời hạn và có quy định lãi suất. Người sở hữu trái phiếu là người cho tổ chức phát hành trái phiếu vay nợ gọi là trái chủ, vốn gốc của khoản nợ đó chính là mệnh giá trái phiếu, lãi của trái phiếu còn gọi là trái tức sẽ được tính dựa trên mệnh giá trái phiếu và lãi suất coupon phiếu còn gọi là lãi suất danh nghĩa. Thông thường vốn gốc của khoản nợ tương ứng với mệnh giá của nó sẽ được hoàn trả một lần tại thời điểm trái phiếu đáo hạn.

*Thứ hai*, trái phiếu có thể phát hành dưới hình thức chứng chỉ (giấy tờ có giá), bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử. Vì thị trường trái phiếu là một bộ phận của thị trường vốn, cho nên trái phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán thông thường có thời hạn từ 1 năm trở lên (trung và dài hạn).

*Thứ ba*, trái phiếu có ba thuộc tính nổi trội của một tài sản tài chính đó là tính sinh lời, tính rủi ro và tính thanh khoản.

### 3.1.2 Phân loại trái phiếu

#### 3.1.2.1 Phân loại theo chủ thể phát hành

##### • Trái phiếu chính phủ

Là một loại chứng khoán do chính phủ phát hành nhằm mục đích huy động vốn trung và dài hạn cho chính phủ. Nguồn thu từ trái phiếu có thể được sử dụng để bù đắp thiếu hụt tạm thời cho ngân sách nhà nước, dùng để thực hiện dự án công trình quốc gia hoặc tài trợ cho các mục đích khác của chính phủ theo kế hoạch phân bổ ngân sách từng năm. Thông thường, chính phủ phát hành trái phiếu với mệnh giá sẽ hoàn trả vào thời điểm đáo hạn; cũng có những chính phủ đã từng phát hành loại trái phiếu với thời hạn vĩnh viễn gọi là trái phiếu vĩnh viễn (perpetual bonds), người mua sẽ không bao giờ được nhận lại phần vốn gốc mà chỉ nhận tiền lãi đều đặn định kỳ mãi mãi. Theo một số tài liệu lịch sử, năm 1814, nhằm mục đích tài trợ cho cuộc chiến

<sup>22</sup> Theo Khoản 3, Điều 6, Luật Chứng khoán năm 2006.

chống lại Hoàng đế Napoléon Bonaparte, chính phủ Anh Quốc đã phát hành trái phiếu vĩnh viễn. Với loại trái phiếu này, chính phủ sẽ không bị áp lực phải hoàn trả khoản vốn gốc lớn vào ngày đáo hạn.

Tại Việt Nam, trái phiếu chính phủ là một loại chứng khoán nợ, do chính phủ phát hành nhằm mục đích huy động vốn cho ngân sách nhà nước, tài trợ cho các công trình công ích hoặc làm công cụ điều tiết tiền tệ. Thông thường, chính phủ uỷ quyền cho Bộ Tài chính phát hành. Đây là loại chứng khoán có rủi ro thấp, tính thanh khoản cao nên lãi suất của trái phiếu chính phủ thường được lấy làm lãi suất chuẩn để ấn định lãi suất của các công cụ nợ khác có cùng kỳ hạn. Trái phiếu chính phủ Việt Nam có ba loại sau đây<sup>23</sup>: Tín phiếu kho bạc, Trái phiếu kho bạc và Công trái xây dựng tổ quốc.

*Tín phiếu kho bạc*: là loại Trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 13 tuần, 26 tuần hoặc 52 tuần và đồng tiền phát hành là đồng Việt Nam. Các kỳ hạn khác của tín phiếu kho bạc do Bộ Tài chính quyết định tùy theo nhu cầu sử dụng vốn và tình hình thị trường nhưng không vượt quá 52 tuần. Vì tín phiếu kho bạc được quy định về thời hạn dưới 1 năm nên trên thực tế nó được phát hành và giao dịch trên thị trường tiền tệ.

*Trái phiếu kho bạc*: là loại Trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn từ một (01) năm trở lên và đồng tiền phát hành là đồng tiền Việt Nam hoặc ngoại tệ tự do chuyển đổi.

*Công trái xây dựng tổ quốc*: là loại Trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn từ một (01) năm trở lên, đồng tiền phát hành là đồng Việt Nam và được phát hành nhằm huy động nguồn vốn để đầu tư xây dựng những công trình quan trọng quốc gia và các công trình thiết yếu khác phục vụ sản xuất, đời sống, tạo cơ sở vật chất, kỹ thuật cho đất nước.

Ba loại trái phiếu chính phủ Việt Nam được quy định tương tự như trái phiếu chính phủ ở Mỹ, cũng có ba loại như sau: tín phiếu kho bạc (treasury bill), trái phiếu kho bạc trung hạn (treasury note), trái phiếu kho bạc dài hạn (treasury bond):

<sup>23</sup> Theo Điều 10, Nghị định số 01/2011/NĐ-CP



*Tín phiếu kho bạc (treasury bill):* là loại chứng khoán có tính thanh khoản cao, do Kho bạc Mỹ phát hành với giá chiết khấu từ mệnh giá bằng phương thức đấu thầu cạnh tranh, không nhận lãi định kỳ. Nó được phát hành dưới hình thức ghi sổ, thông thường là loại ký danh, có thời hạn là một năm hoặc ngắn hơn (13 tuần, 26 tuần hoặc 52 tuần). Khi đáo hạn, nhà đầu tư có thể yêu cầu nhận tiền mặt hoặc nhận lại kỳ phiếu kho bạc khác bằng mệnh giá.

*Trái phiếu kho bạc trung hạn (treasury note):* là loại trái phiếu trung hạn, thời hạn từ 1 đến 10 năm, lãi được trả sáu tháng một lần, phát hành dưới dạng ghi sổ. Khi đáo hạn, nhà đầu tư có thể nhận tiền mặt hoặc nhận bằng tín phiếu kho bạc khác.

*Trái phiếu kho bạc dài hạn (treasury bond):* có thời hạn trên 10 năm, lãi cũng được trả 6 tháng một lần, phát hành dưới dạng ghi sổ. Một số trái phiếu kho bạc khi phát hành có ấn định ngày thu hồi từ 3 đến 5 năm trước ngày đáo hạn (mua lại trước khi đáo hạn). Thông thường, trước khi thu hồi Kho bạc phải thông báo đến người nắm giữ trái phiếu trước 4 tháng và được thu hồi đúng theo mệnh giá. Kể từ năm 1984, Kho bạc Mỹ đã không phát hành trái phiếu với điều khoản thu hồi nữa. Thời hạn trái phiếu chính phủ Mỹ dài nhất là 30 năm.

#### • Trái phiếu chính quyền địa phương

Là loại trái phiếu do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương (sau đây gọi là Ủy ban nhân dân cấp tỉnh) phát hành nhằm huy động vốn cho công trình, dự án đầu tư của địa phương.

#### Trái phiếu được chính phủ bảo lãnh

Là loại trái phiếu do doanh nghiệp, tổ chức tài chính, tín dụng, ngân hàng chính sách của nhà nước thuộc đối tượng quy định tại Luật Quản lý nợ công phát hành và được Chính phủ bảo lãnh thanh toán.

#### • Trái phiếu doanh nghiệp

Là loại chứng khoán nợ được phát hành bởi các công ty hoặc các định chế tài chính có nhu cầu huy động vốn cho hoạt động kinh doanh. Ở Mỹ, trái phiếu doanh nghiệp có thể có thời hạn dài hơn trái phiếu chính phủ ví dụ như Walt Disney (Mỹ) tháng 7/1993 phát hành trái phiếu và đến năm 15/7/2093



mới đáo hạn, tạo ra thời hạn 100 năm tính từ thời điểm phát hành, hay Tennessee Valley Authority (tập đoàn của chính phủ liên bang Hoa Kỳ thành lập năm 1933) đã phát hành trái phiếu vào tháng 12/1993 và đáo hạn ngày 15/12/2043 (thời hạn 50 năm).

Ngoài những đặc điểm chung của chứng khoán nợ, trái phiếu doanh nghiệp còn có một số đặc điểm khác như:

*Một là*, khi công ty bị phá sản, trái chủ được ưu tiên trả nợ trước người nắm giữ cổ phiếu.

*Hai là*, trái chủ không được quyền tham gia hoạch định chính sách công ty, không được quyền bỏ phiếu biểu quyết, không được quyền kiểm soát công ty. Trái chủ không có quyền tiên mãi (còn gọi là quyền mua trước cổ phần – Right).

*Ba là*, tiền lãi (trái tức) được hưởng ở mức cố định (ngoại trừ trái phiếu có lãi suất thả nổi), không phụ thuộc vào tình hình hoạt động của công ty nên ít rủi ro hơn so với chứng khoán vốn (cổ phiếu, cổ phiếu ưu đãi). Lãi trái phiếu được coi là chi phí tài chính của doanh nghiệp, do đó, được tính vào chi phí và được trừ khi tính thu nhập chịu thuế của thuế thu nhập doanh nghiệp.

### 3.1.2.2 Phân loại theo phương thức hoàn trả

#### • Trái phiếu coupon

Đây là loại trái phiếu được trả lãi định kỳ, thông thường là 6 tháng một lần (Mỹ) hoặc một năm một lần (Châu Âu và các nước khác) theo lãi suất đã được ấn định (lãi suất cuống phiếu). Khi phát hành, trái phiếu được bán bằng mệnh giá, khoản vốn gốc này sẽ được nhận một lần khi đáo hạn.

Về mặt hình thức khi phát hành dưới dạng chứng chỉ trái phiếu coupon sẽ có phần phiếu lãi - cuống phiếu (Coupon), khi tới kỳ lĩnh lãi người nắm giữ trái phiếu sẽ được nhận tiền lãi tương ứng theo từng phiếu lãi, số phiếu lãi là tương ứng với số lần trả lãi.

Nếu phát hành trái phiếu dưới dạng chứng chỉ (hình thái vật chất) thì thông thường là trái phiếu vô danh (trên tờ trái phiếu không ghi tên người sở hữu) theo đó ai cầm nó sẽ là người sở hữu nên trái phiếu vô danh còn được gọi





theo thuật ngữ tiếng Anh là bearer bonds, loại trái phiếu này dễ dàng chuyển nhượng.

Hình 3.1: Trái phiếu Coupon



Phần  
cuống  
phiếu  
(coupon)

(Nguồn: internet)

### • Trái phiếu zero-coupon

Đây là loại không được trả lãi định kỳ, có hai cách trả lãi: tiền lãi sẽ được trả trước tại thời điểm phát hành (chiết khấu) hoặc trả gộp một lần khi trái phiếu đáo hạn.

*Trái phiếu trả lãi trước (còn gọi là trái phiếu chiết khấu):* khi phát hành trái phiếu được bán với giá thấp hơn mệnh giá, người mua trái phiếu không nhận lãi định kỳ, khi đáo hạn chỉ nhận phần vốn gốc tương ứng với mệnh giá trái phiếu. Như vậy, tiền lãi là phần chênh lệch giữa mệnh giá với giá mua tại thời điểm phát hành, coi như là đã nhận lãi rồi.

*Trái phiếu trả lãi sau (còn gọi là trái phiếu gộp):* với loại này, khi phát hành người mua trái phiếu sẽ mua với giá bằng mệnh giá, tiền lãi có phát sinh định kỳ, trái chủ không nhận lãi định kỳ, lãi sẽ được nhập vào vốn gốc (phần mệnh giá) để tính lãi cho kỳ tiếp theo. Đến khi trái phiếu đáo hạn, trái chủ sẽ nhận một lần cả lãi và vốn gốc, phần lãi được tính gộp vào.

Tương tự như trái phiếu coupon, nếu phát hành dưới dạng chứng chỉ thì thông thường trái phiếu zero-coupon được phát hành thuộc loại trái phiếu vô danh (bearer bonds). Trên tờ trái phiếu zero-coupon không có phần cuống



phiếu (coupons), lãi suất in trên bề mặt của tờ trái phiếu là lãi suất danh nghĩa, được dùng làm căn cứ tính lãi, ví dụ như tờ Công trái xây dựng tổ quốc (Hình 3.2) có lãi suất danh nghĩa  $i = 8\%/năm$  với mệnh giá (phần vốn gốc) là 200.000 đồng/trái phiếu.

Hình 3.2: Công trái xây dựng tổ quốc



Không  
có phần  
cưỡng  
phiếu

(Nguồn: internet0)

### 3.1.2.3 Phân loại theo phương thức đảm bảo

#### • Trái phiếu có đảm bảo

Trái phiếu có đảm bảo (secured bonds) là loại trái phiếu được bảo đảm thanh toán toàn bộ hoặc một phần gốc, lãi khi đến hạn bằng tài sản của doanh nghiệp phát hành hoặc tài sản của bên thứ ba; hoặc bảo lãnh thanh toán của tổ chức tài chính, tín dụng có chức năng cung cấp dịch vụ bảo lãnh thanh toán.

Ở Mỹ, thông thường khi phát hành loại trái phiếu đảm bảo bằng tài sản, công ty phát hành phải ký một hợp đồng ủy thác (trust indenture or trust agreement) trong đó xác định rõ một tổ chức được ủy thác (trustee) có thể là ngân hàng thương mại hoặc một công ty ủy thác nào đó. Tổ chức được ủy thác là đại diện cho các chủ sở hữu trái phiếu và độc lập với nhà phát hành. Những tài sản đảm bảo này sẽ do người được ủy thác nắm giữ. Ngoài ra, ở Mỹ còn có loại trái phiếu được bảo lãnh (guaranteed bonds), là loại trái phiếu mà khi phát hành nó được đảm bảo thanh toán gốc và lãi bởi một công ty khác (ví dụ như là công ty mẹ của công ty phát hành), điều này làm tăng độ an toàn của việc phát hành trái phiếu.

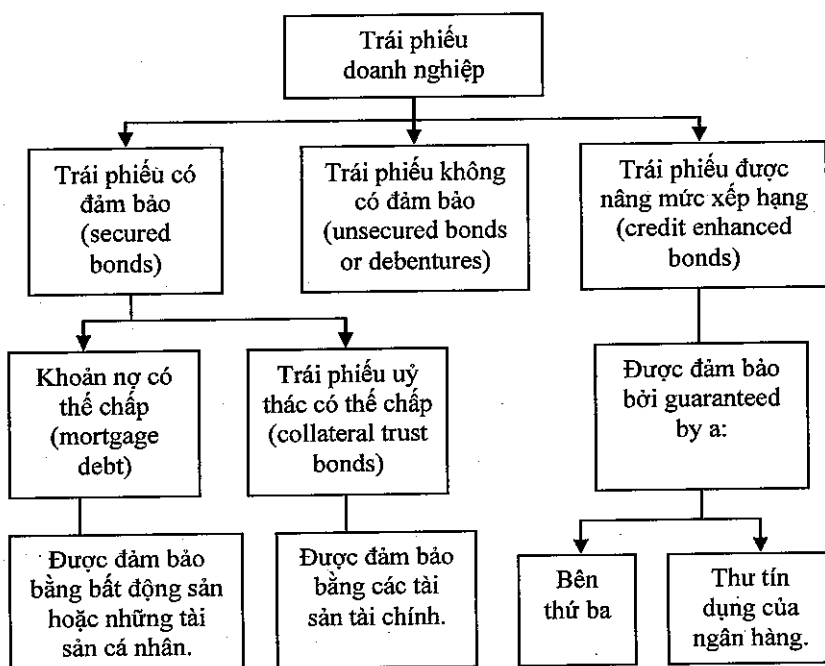
• **Trái phiếu không có đảm bảo**

Trái phiếu không có đảm bảo (debentures or unsecured bonds): là loại trái phiếu khi phát hành không có kèm tài sản đảm bảo hoặc sự bảo lãnh của bên thứ ba, mà chủ yếu dựa vào uy tín và thương hiệu của chủ thể phát hành. Đây là loại trái phiếu được coi là có độ an toàn thấp hơn so với trái phiếu được đảm bảo vì công ty chỉ thanh toán gốc và lãi sau khi đã hoàn trả cho trái phiếu có đảm bảo trước.

Đối với trái phiếu doanh nghiệp, thông thường khi phát hành trái phiếu không đảm bảo doanh nghiệp có thể thêm vào một số điều kiện như lãi suất thả nổi, điều kiện chuyển đổi, điều kiện mua lại, điều kiện bán lại.

Tại Mỹ, vì thị trường trái phiếu đã phát triển khá hoàn thiện nên việc các doanh nghiệp huy động vốn (vay mượn) thông qua phát hành trái phiếu là rất phổ biến. sau đây là mô hình về các loại trái phiếu doanh nghiệp ở Mỹ.

**Sơ đồ 3.1: Phân loại trái phiếu doanh nghiệp ở Mỹ**



[Nguồn: CFA (2013, 375)]



3.1.2.4 Phân loại theo các điều kiện kèm theo

• **Trái phiếu chuyển đổi**

Trái phiếu chuyển đổi (convertible bonds) là loại trái phiếu do công ty cổ phần phát hành, cho phép người sở hữu trái phiếu có thể chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu thường của doanh nghiệp phát hành theo những điều kiện đã được xác định trong phương án phát hành trái phiếu. Trái phiếu chuyển đổi có thể là trái phiếu có bảo đảm hoặc trái phiếu không có bảo đảm, trái phiếu kèm theo chứng quyền hoặc trái phiếu không kèm theo chứng quyền.

Thông thường, trong điều kiện thị trường chứng khoán đang lên mạnh, nhà đầu tư thường quan tâm đến cổ phiếu nhiều hơn trái phiếu. Để tăng thêm sự chú ý của nhà đầu tư và dễ dàng bán được trái phiếu hơn, nhà phát hành sẽ đính kèm thêm điều kiện chuyển đổi. Với đặc tính này, trái phiếu trở nên hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư và họ sẽ phải chấp nhận mức lãi suất thấp hơn để sở hữu nó. Phát hành trái phiếu chuyển đổi cũng giống như việc công ty tăng vốn cổ phần trên cơ sở trì hoãn. Khi (hoặc nếu) trái phiếu được chuyển đổi, công ty sẽ giảm được nợ và phần vốn chủ sở hữu tăng lên làm cho bảng cân đối kế toán an toàn hơn.

Khi phát hành, trái phiếu chuyển đổi, những thông tin bắt buộc phải được xác định trong phương án phát hành là: giá chuyển đổi (hay tỉ lệ chuyển đổi) và thời gian chuyển đổi.

*Giá chuyển đổi (conversion price)*: là giá trị mệnh giá của trái phiếu chuyển đổi để đổi thành một cổ phiếu thường. Ví dụ: trái phiếu chuyển đổi mệnh giá 1.000 USD, giá chuyển đổi 40 USD suy ra trái phiếu mệnh giá 1.000 USD sẽ chuyển thành 25 cổ phiếu thường. Thông thường, giá chuyển đổi của trái phiếu luôn cao hơn giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường tại thời điểm phát hành. Trái phiếu có thể chỉ có một giá chuyển đổi hoặc nhiều giá chuyển đổi khác nhau; trường hợp có nhiều giá chuyển đổi thì giá chuyển đổi sẽ tăng dần cho đến khi gần thời gian đáo hạn.



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

**Tỉ lệ chuyển đổi (conversion ratio or conversion rate):** biểu thị cho số lượng cổ phiếu thường sẽ được chuyển đổi ra tương ứng với mệnh giá một trái phiếu. Với ví dụ mệnh giá 1.000 USD, giá chuyển đổi 40 USD ta có tỉ lệ chuyển đổi là 25:1 có nghĩa là 1 trái phiếu đổi thành 25 cổ phiếu thường.

Nếu thực hiện quyền chuyển đổi thì giá trị chuyển đổi sẽ phụ thuộc vào giá trị của cổ phiếu thường trên thị trường tại thời điểm chuyển đổi, giá cổ phiếu cao thì tổng giá trị chuyển đổi cũng cao và ngược lại, nên giá của trái phiếu chuyển đổi bị ảnh hưởng bởi giá của cổ phiếu thường trên thị trường. Tuy nhiên, nếu giá trị chuyển đổi mang lại cho trái chủ ít hơn so với giá trị của trái phiếu thông thường thì nhà đầu tư sẽ chọn phương án là không chuyển đổi.

Một số ưu điểm của trái phiếu chuyển đổi đối với chủ thể phát hành: i) Thông thường trái phiếu chuyển đổi có thể được bán với lãi suất thấp hơn những trái phiếu không chuyển đổi. ii) Khi trái phiếu được chuyển đổi, công ty có thể giảm được chi phí trả lãi cố định, vì vậy giảm nợ. iii) Nếu phát hành cổ phiếu, làm tăng số lượng cổ phần lập tức sẽ ảnh hưởng quyền lợi hiện hữu của cổ đông, giá cổ phiếu trên thị trường sẽ bị điều chỉnh giảm. Nhưng phát hành trái phiếu chuyển đổi thì đến thời điểm chuyển đổi, giá của cổ phiếu trên thị trường bị ảnh hưởng ít hơn, vì nó đã xảy ra trong một khoảng thời gian dài.

Một số bất lợi của trái phiếu chuyển đổi đối với chủ thể phát hành: i) Khi trái phiếu chuyển đổi, giá trị thực của cổ phiếu vẫn bị giảm, thu nhập trên một cổ phần cũng bị giảm vì số lượng cổ phần thường tăng lên. ii) Tỉ lệ sở hữu của các cổ đông hiện hữu cũng bị pha loãng khi trái phiếu được chuyển đổi, làm ảnh hưởng đến quyền kiểm soát hiện tại của các cổ đông. iii) Chi phí trả lãi giảm xuống, cũng đồng nghĩa là thu nhập chịu thuế thu nhập doanh nghiệp của công ty tăng lên làm cho tiền thuế phải nộp nhiều hơn.



THƯ VIỆN  
HUBT

139

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Bài đọc thêm**

**Trái phiếu tăng vốn của Ngân hàng Ngoại thương năm 2005**

*Trích nội dung: quy định về trái phiếu tăng vốn của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (NHNT) ban hành ngày 23/11/2005 như sau:*

- Ngày phát hành: 26/12/2005                      Ngày đáo hạn: 26/12/2012.
- Trả lãi hàng năm, lãi suất cố định, hình thành từ phần đầu thầu dành cho nhà đầu tư tổ chức. Bán bằng mệnh giá 100.000 đồng/trái phiếu.
- Chủ sở hữu trái phiếu tăng vốn NHNT năm 2005 được quyền sử dụng 100% giá trị trái phiếu (gồm mệnh giá và lãi phát sinh trong kỳ trả lãi nhưng chưa đến hạn trả) để mua cổ phiếu thường của NHNT khi NHNT tiến hành cổ phần hoá, phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.
- Trước ngày bán đầu giá cổ phần lần đầu 1 ngày, NHNT kết hợp với trung tâm lưu ký chốt danh sách chủ sở hữu trái phiếu. Chủ sở hữu trái phiếu sẽ đăng ký mua cổ phiếu ngay sau khi có thông báo về hệ số chuyển đổi và trong thời hạn quy định. Chủ sở hữu trái phiếu có quyền chọn chuyển đổi hoặc không.

• **Trái phiếu có thể mua lại**

Trái phiếu có thể mua lại hay còn gọi là trái phiếu thu hồi (callable bonds) là loại trái phiếu được phát hành với điều khoản cho phép người phát hành có thể mua lại toàn bộ hay một phần những trái phiếu đã phát hành trước ngày đáo hạn với một mức giá nhất định vào một ngày quy định (thường được ấn định trước tại thời điểm phát hành). Trước đây, trái phiếu thu hồi được các công ty cổ phần phát hành khá phổ biến ở Mỹ, đến giữa những năm 1990, các công ty với mức xếp hạng tín nhiệm cao phát hành trái phiếu thu hồi ít dần, ngược lại các công ty có mức xếp hạng tín nhiệm thấp vẫn phát hành. Trái phiếu thu hồi ở Châu Âu không phổ biến như ở Mỹ.

Tại Việt Nam, doanh nghiệp phát hành trái phiếu chỉ được thực hiện mua lại trái phiếu trước hạn (hoặc hoán đổi trái phiếu) để cơ cấu lại nợ, khi có phương án mua lại (hoặc hoán đổi) được cấp có thẩm quyền phê duyệt trên



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

cơ sở thoả thuận giữa doanh nghiệp phát hành và chủ sở hữu trái phiếu được nêu rõ trong các điều khoản phát hành trái phiếu<sup>24</sup>.

Giá mua lại (call price or redemption price): có thể là một trong ba mức giá sau tùy vào nhà phát hành xác định và công bố tại thời điểm phát hành:

*Giá cố định (single call price regardless of call date):* là một mức giá xác định trước và cố định không phụ thuộc vào ngày thu hồi. Ví dụ, công ty ABC phát hành trái phiếu với điều khoản thu hồi, giá thu hồi bằng mệnh giá cộng với lãi tích lũy tính đến ngày trái phiếu được thu hồi, thời gian trì hoãn thu hồi là 5 năm.

*Giá biến đổi phụ thuộc vào lịch trình thu hồi (call price based on call Schedule):* nghĩa là giá thu hồi có những mức giá khác nhau được xác định trong lịch trình từ ngày thu hồi đầu tiên cho đến khi kết thúc đợt thu hồi. Trong trường hợp này, giá thu hồi cao hơn mệnh giá và giảm dần theo thời gian cho đến gần bằng với mệnh giá. Hoặc có những trường hợp giá thu hồi cao hơn mệnh giá và giảm dần đến mức bằng mệnh giá. Ví dụ, trái phiếu phát hành tháng 7/1997 đáo hạn 1/7/2012 sẽ được thu hồi vào hoặc kể từ sau ngày 1/7/2007 với mức giá được quy định cụ thể trong Bảng 3.1 và mức giá đó cố định trong vòng 12 tháng kể từ ngày 1/7, thời gian trì hoãn thu hồi là 10 năm kể từ ngày phát hành:

**Bảng 3.1: Ví dụ về thời gian thu hồi và giá thu hồi của trái phiếu**

12 tháng kể từ ngày 1/7	Giá mua lại (redemption price)	12 tháng kể từ ngày 1/7	Giá mua lại (redemption price)
2007	103.026 đồng	2010	101.513 đồng
2008	102.723 đồng	2011	100.098 đồng
2009	101.816 đồng	2012	100.303 đồng

*Giá thu hồi cao hơn mệnh giá (call price based on make-whole premium):* còn được gọi là điều khoản thu hồi giá cao nhằm duy trì lợi suất (a yield-maintenance premium provision). Mục đích của mức giá này là nhằm bảo vệ

<sup>24</sup> Theo Điều 22, Nghị định số 90/2011/NĐ-CP.

lợi suất (yield) cho các trái chủ khi trái phiếu được thu hồi. Mức giá được xác định là một giá trị cao hơn mệnh giá sao cho khi tái đầu tư nó với khoảng thời gian tương ứng thời hạn còn lại của trái phiếu thu hồi sẽ mang lại lợi suất bằng với mức lợi suất cũ (là lợi suất của trái phiếu bị mua lại).

Lợi ích đối với chủ thể phát hành trái phiếu thu hồi: i) Khi lãi suất thị trường giảm, người phát hành có thể mua lại trái phiếu đã phát hành với lãi suất cao và thay thế bằng việc phát hành trái phiếu mới có lãi suất thấp hơn; ii) Chủ thể phát hành có thể giảm nợ bằng cách mua lại trái phiếu; iii) Người phát hành có thể thay thế các trái phiếu ngắn hạn đã phát hành bằng các trái phiếu dài hạn hoặc ngược lại.

Rủi ro cho nhà đầu tư khi mua trái phiếu thu hồi: i) Đối với trái chủ thì việc sở hữu trái phiếu thu hồi làm cho dòng thu nhập của trái phiếu trong tương lai không chắc chắn và kết thúc sớm hơn so với thời hạn; ii) Trái phiếu thu hồi được phát hành với lãi suất cao và thường được mua lại lúc lãi suất thị trường sụt giảm, trái chủ sẽ gặp rủi ro khi tái đầu tư số tiền nhận được (do bán số trái phiếu thu hồi) với lãi suất thấp, gọi là rủi ro thu hồi (call risk).

#### • Trái phiếu có thể bán lại

Là loại trái phiếu cho phép người mua trái phiếu (trái chủ) trong những điều kiện nhất định có thể bán lại trái phiếu cho người phát hành trước thời gian đáo hạn. Giá bán lại (put price) thông thường bằng mệnh giá nếu trái phiếu lúc phát hành được bán bằng mệnh giá của nó. Trường hợp là trái phiếu zero-coupon, giá bán lại sẽ thấp hơn mệnh giá. Để có được quyền này, thông thường người mua trái phiếu sẽ phải chấp nhận mua với một mức lãi suất thấp.

Trái phiếu có thể bán lại mang lại lợi thế cho trái chủ ở chỗ nếu lãi suất thị trường tăng lên và cao hơn lãi suất coupon nghĩa là giá trái phiếu giảm và đang thấp hơn so với mệnh giá, trái chủ sẽ buộc người phát hành phải mua lại trái phiếu với giá bán lại bằng mệnh giá, sau đó dùng số tiền đó tái đầu tư theo lãi suất thị trường hiện hành. Việc bán lại có thể được thực hiện vào một ngày ấn định cụ thể, hoặc vào một khoảng thời gian được ấn định trước hoặc là vào bất kỳ thời điểm nào tùy thuộc vào nhà đầu tư.





### 3.1.3 Các yếu tố trong nội dung của trái phiếu

Thông thường, nội dung của trái phiếu luôn chứa đựng các yếu tố sau: Chủ thể phát hành (chính phủ hay doanh nghiệp); Loại trái phiếu (vô danh, ký danh, trả lãi định kỳ hay không); Số vốn phát hành trên mỗi tờ trái phiếu (mệnh giá); Ngày phát hành, ngày đáo hạn; Lãi suất cuống phiếu, nơi thanh toán lãi; Phương thức trả lãi; Điều kiện mua lại, bán lại hoặc chuyển đổi (nếu có); Các vấn đề liên quan khác (trường hợp mất, rách hoặc trái chủ không đến nhận lãi định kỳ v.v...).

#### 3.1.3.1 Mệnh giá của trái phiếu

Mệnh giá của trái phiếu (Par Value) là khoản tiền mà người phát hành sẽ hoàn trả cho trái chủ (bondholder) tại hoặc vào thời điểm đáo hạn. Mệnh giá còn được gọi là vốn gốc của trái phiếu (principal value), giá trị danh nghĩa (face value), giá trị mua lại (redemption value) hay giá trị trái phiếu đáo hạn (maturity value). Trái phiếu có nhiều mệnh giá khác nhau. Ở Việt Nam, mệnh giá trái phiếu tối thiểu là 100.000 đồng và bội số của 100.000 đồng<sup>25</sup>. Ở Mỹ, mệnh giá trái phiếu chính phủ là 1.000 USD, 5.000 USD, 10.000 USD, 100.000 USD và 1.000.000 USD.

Vì trái phiếu có nhiều mệnh giá khác nhau nên ở Mỹ trái phiếu thường được yết giá là tỉ lệ phần trăm theo mệnh giá. Ví dụ, trái phiếu giá 100 nếu mệnh giá là 1.000 USD có nghĩa là 100% theo mệnh giá 1.000 USD; nếu trái phiếu bán giá 900 USD sẽ được yết là giá 90 (90% theo mệnh giá); nếu trái phiếu có mệnh giá 5.000 USD bán với giá 5.500 USD sẽ được yết là giá 110 (110% theo mệnh giá 5.000 USD). Ở Việt Nam, tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trái phiếu chính phủ được yết giá theo mệnh giá là 100.000 đồng.

#### 3.1.3.2 Thời hạn của trái phiếu

Thời hạn của trái phiếu rất quan trọng, nó cho nhà đầu tư thấy được khoảng thời gian họ kỳ vọng để nhận được tiền lãi trên trái phiếu và bao lâu nữa họ sẽ nhận được phần vốn gốc nếu nắm giữ cho đến khi đáo hạn. Ngoài ra, thời hạn của trái

<sup>25</sup> Theo Khoản 2, Điều 10, Luật Chứng khoán năm 2006.





phiếu cũng quyết định lãi suất (yield) của trái phiếu, thường trái phiếu có thời hạn càng dài nhà đầu tư yêu cầu lãi suất phải càng cao hơn so với những trái phiếu có thời hạn ngắn, mối quan hệ giữa lãi suất và thời hạn được biểu diễn bằng đường cong lãi suất (yield curve).

Thời hạn của trái phiếu là số năm trái phiếu lưu hành trên thị trường, hay số năm còn lại cho đến trước thời điểm thanh toán phần vốn gốc và lãi kỳ cuối. Thời hạn được chia thành 3 loại: Trái phiếu ngắn hạn (short-term) (từ 1 đến 5 năm); Trái phiếu trung hạn (intermediate-term) (từ 5 đến 10 năm); Trái phiếu dài hạn (long-term) (trên 10 năm trở lên).

Tại Mỹ, Châu Âu hay một số quốc gia khác, phổ biến nhất vẫn là loại trái phiếu được thanh toán phần vốn gốc (tương ứng mệnh giá) một lần khi đáo hạn, trường hợp này gọi là trái phiếu có một kỳ hạn (a bullet maturity). Một số công cụ nợ khác thanh toán phần vốn gốc chia đều theo lịch trình hàng tháng (như các công cụ chứng khoán hoá), gọi là chứng khoán trả dần (amortizing securities).

Đặc điểm trả dần vốn gốc cũng có ở trái phiếu nếu tại thời điểm phát hành trái phiếu có điều khoản về quỹ chìm (a sinking fund provision). Ví dụ như một số đợt phát hành trái phiếu không đảm bảo (debentures) có kèm theo điều khoản cho phép người phát hành mua lại một số lượng xác định trái phiếu mỗi năm. Mục đích của điều khoản quỹ chìm là nhằm giảm rủi ro tín dụng (credit risk) của trái phiếu<sup>26</sup>, vì nhà phát hành phải thanh toán một khoản vốn lớn (tổng mệnh giá trái phiếu đã phát hành) tại thời điểm đáo hạn.

Trái phiếu đáo hạn chuỗi (serial bonds): vốn gốc được chia thành nhiều kỳ hoàn trả. Khi một trái phiếu được thiết kế đáo hạn chuỗi, tỉ lệ hoàn trả sẽ đáo hạn theo từng khoản cho đến khi toàn bộ nợ gốc được thanh toán. Ví dụ, trái phiếu phát hành 14/7/1994, đáo hạn năm 2015, tổng giá trị phát hành: 2.875.000 USD, lãi suất cố định 8,75%, có lịch trình hoàn trả phần vốn gốc như sau: bắt đầu từ 2004 đến 2015.

<sup>26</sup> Xem chi tiết tại Mục 3.3.1

**Bảng 3.2: Ví dụ lịch hoàn trả vốn gốc của trái phiếu**

Đáo hạn	Tổng số	Đáo hạn	Tổng số
2004	350.000 USD	2012	650.000 USD
2008	550.000 USD	2015	675.000 USD
2010	650.000 USD		

Nguồn: Michael G. LeQuang (1996, 40)

### 3.1.3.3 Lãi suất trái phiếu

Vì trái phiếu là một chứng khoán nợ, do đó trái phiếu có quy định lãi suất. Tùy thuộc vào loại trái phiếu và phương thức trả lãi của trái phiếu mà lãi suất của trái phiếu có thể ghi trên bề mặt của trái phiếu hoặc không ghi.

- **Trả lãi không định kỳ (trái phiếu zero-coupon)**

Loại trái phiếu này thường được bán với giá chiết khấu hoặc không trả lãi định kỳ mà tiền lãi phát sinh được gộp trả một lần khi đáo hạn. Đối với loại trái phiếu chiết khấu thì thường không ghi rõ lãi suất trên bề mặt trái phiếu.

- **Trả lãi định kỳ**

Lãi có thể được trả 6 tháng một lần hoặc một năm một lần, loại trái phiếu này gọi là trái phiếu coupon. Ở Mỹ, trái phiếu chính phủ thường trả lãi 6 tháng một lần. Trái phiếu chính phủ ở Việt Nam thường trả lãi một năm một lần. Lãi suất coupon sẽ được ghi rõ trên bề mặt trái phiếu. Lãi suất coupon có thể có nhiều loại:

*Trả lãi cố định:* gọi là trái phiếu coupon, lãi suất cố định sẽ được cố định cho đến khi đáo hạn.

*Trả lãi tăng dần theo lịch trình:* gọi là trái phiếu coupon tăng dần (step-up notes), lãi suất coupon tăng dần theo lịch trình đã định tại thời điểm phát hành. Ví dụ, trái phiếu có thời hạn 5 năm, 2 năm đầu lãi suất coupon là 6%, 1 năm tiếp theo lãi suất là 6,5%, 2 năm còn lại lãi suất là 7%.

*Trả lãi trì hoãn:* gọi là trái phiếu coupon hoãn lại (deferred coupon bonds), với loại này coupons được thanh toán một số kỳ, sau đó hoãn lại một thời



gian không thanh toán, hết thời gian hoãn coupons lại được thanh toán tiếp cho đến khi đáo hạn. Thông thường coupons được thanh toán sau thời gian hoãn sẽ cao hơn trước đó nhằm bù đắp cho trái chủ phần tiền lãi bị thiếu trong thời kỳ trì hoãn thanh toán.

*Trà lãi theo lãi suất thị trường:* gọi là trái phiếu có lãi suất thả nổi, lãi suất trái phiếu không cố định theo đời sống của trái phiếu mà được tái định theo chu kỳ (6 tháng hoặc một năm) dựa trên lãi suất tham chiếu nào đó cộng với mức phụ trội được xác định tại thời điểm phát hành, công thức như sau:

$$\text{Lãi suất coupon} = \text{Lãi suất tham chiếu} + \text{Mức phụ trội}$$

Mức phụ trội (quoted margin) là phần thêm vào mà người phát hành đồng ý trả cao hơn (hoặc thấp hơn) so với lãi suất tham chiếu. Mức phụ trội không nhất thiết phải là giá trị dương. Ví dụ, lãi suất tham chiếu là lãi suất bình quân liên ngân hàng London LIBOR = 5%, mức phụ trội là 100 điểm cơ bản (basis points) tương đương 1%, suy ra, lãi suất coupon = 5% + 1% = 6%. Hay giả sử nhà phát hành tham chiếu lãi suất của trái phiếu kho bạc kỳ hạn 5 năm là 7%, mức phụ trội là -90 điểm cơ bản; suy ra, lãi suất coupon = 7% - 0,9% = 6,1%.

Lãi suất coupon được tái định có thể bị hạn chế tối đa ở một mức nào đó. Mức lãi suất trái phiếu tối đa bị hạn chế gọi là lãi suất trần “**Cap**”. Ví dụ, nếu lãi suất trần là 9%, mức phụ trội là 50 điểm cơ bản, lãi suất tham chiếu tại thời điểm tái định là 9%, suy ra, lãi suất trái phiếu vẫn là 9%. Đây là điều khoản không hấp dẫn lắm đối với nhà đầu tư trong trường hợp lãi suất thị trường tăng. Ngược lại, cũng có mức tối thiểu cho lãi suất tái định gọi là lãi suất sàn “**Floor**”.

Ta thấy, trong trường hợp trên, lãi suất tham chiếu tăng thì lãi suất tái định cũng tăng, lãi suất tham chiếu giảm thì lãi suất trái phiếu cũng giảm. Tuy nhiên, cũng có trường hợp phát hành trái phiếu lãi suất thả nổi theo xu hướng ngược lại với lãi suất tham chiếu gọi là trái phiếu thả nổi đảo ngược (inverse floaters or reverse floaters), có nghĩa là lãi suất tham chiếu càng giảm thì mức lãi suất trái phiếu tái định lại càng cao. Công thức như sau:

$$\text{Lãi suất coupon} = K - L \times \text{Lãi suất tham chiếu}$$



## 3.2 ĐO LƯỜNG LÃI SUẤT TRÁI PHIẾU

Thông thường, trái phiếu được yết giá bằng lãi suất (yield) hơn là đưa ra mức giá cụ thể như cổ phiếu hay các công cụ đầu tư khác. Trong nội dung này, ta cùng tìm hiểu một số thuật ngữ về lãi suất (lợi suất) của trái phiếu, ý nghĩa của từng loại lãi suất này và sự khác nhau của chúng, cụ thể: lãi suất danh định, lãi suất hiện hành và lãi suất đáo hạn. Ngoài ra, trong trường hợp trái phiếu bị thu hồi trước hạn thì lãi suất thu hồi (yield to call) của nhà đầu tư sẽ được tính toán như thế nào?, nội dung này cũng sẽ được đề cập.

### 3.2.1 Lãi suất danh định

Lãi suất được in trên bề mặt của tờ trái phiếu dùng để tính lãi cho trái chủ trên cơ sở mệnh giá của trái phiếu, được gọi là lãi suất danh định của trái phiếu (nominal yield). Lãi suất danh định của trái phiếu là tỉ lệ phần trăm (%) lãi hàng năm tính trên mệnh giá trái phiếu mà chủ thể phát hành phải thanh toán cho chủ sở hữu trái phiếu vào các kỳ trả lãi theo các điều kiện, điều khoản của trái phiếu hoặc đến khi đáo hạn.

Tiền lãi mà trái chủ nhận được tính theo công thức như sau:

$$\text{Lãi coupon} = \text{Lãi suất danh định} \times \text{Mệnh giá}$$

### 3.2.2. Lãi suất hiện hành

Lãi suất hiện hành (Current Yield) là thước đo tỉ suất sinh lợi tức thời, được tính bằng cách lấy số tiền lãi hàng năm nhận được chia cho số tiền thực sự đầu tư (giá mua trái phiếu).

$$\text{Lãi suất hiện hành (\%)} = \frac{\text{Lãi suất coupon} \times \text{Mệnh giá} \times 100}{\text{Giá thị trường hiện hành}}$$

Như vậy, lãi suất hiện hành cho nhà đầu tư thấy được sự khác nhau giữa hai trái phiếu có cùng mệnh giá, cùng lãi suất danh định nhưng khác nhau ở mức giá mua vào, làm cho tỉ suất sinh lợi tức thời cũng khác nhau.

Ví dụ: Trái phiếu mệnh giá 1.000 USD, lãi suất coupon phiếu 3,25% nhưng được mua với giá 750 USD, suy ra lãi suất hiện hành =  $32,5 / 750 = 4,33\%$ ;



Nếu được mua với giá 1.200 USD ta có lãi suất hiện hành =  $32,5 / 1.200 = 2,71\%$

Lãi suất hiện hành sẽ lớn hơn lãi suất coupon nếu trái phiếu được mua với giá thấp hơn mệnh giá (at a discount), ngược lại sẽ nhỏ hơn lãi suất coupon nếu trái phiếu được mua với giá cao hơn mệnh giá (at a premium). Trường hợp cuối cùng là hai mức lãi suất này bằng nhau nếu giá trái phiếu bằng mệnh giá (at par).

### 3.2.3. Lãi suất đáo hạn

Lãi suất đáo hạn (Yield to Maturity) đo lãi suất hiện hành cho thấy được tỉ suất lợi nhuận tức thời nhưng lại không tính đến thời hạn còn lại của trái phiếu, không tính đến khoản chênh lệch giữa giá mua và mệnh giá. Vì vậy, ta xem xét một phép đo thứ ba về lãi suất trái phiếu, gọi là lãi suất đáo hạn (YTM – yield to maturity). Đây là thước đo lợi suất phổ biến trên thị trường trái phiếu, YTM là lãi suất phản ánh toàn bộ thu nhập của nhà đầu tư nếu nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn. Cách tính YTM theo công thức gần đúng như sau:

$$\text{Thu nhập hàng năm} = \text{Lãi coupon} + \frac{\text{Mệnh giá} - \text{Giá mua}}{\text{Thời hạn còn lại}}$$

$$\text{Giá trung bình} = \frac{\text{Mệnh giá} + \text{giá mua}}{2}$$

$$\Rightarrow \text{YTM} = \frac{\text{Thu nhập hàng năm}}{\text{Giá trung bình}}$$

Ví dụ: một trái phiếu có lãi suất coupon 3,25%, mệnh giá 1000 USD được mua với (i) giá 1.200 USD; (ii) giá 750 USD, thời hạn còn lại là 10 năm, ta có lãi suất đáo hạn (YTM) bằng:

### Chương 3: Thị trường trái phiếu

Trường hợp 1: giá 1.200 USD	Trường hợp 2: giá 750 USD
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Thu nhập hàng năm = <math>3,25\% \times 1.000 - (1000-1200)/10 = 12,5</math> USD</li> <li>• Giá trung bình = <math>(1.000 + 1.200) / 2 = 1.100</math> USD</li> </ul> <p>⇒ YTM = <math>12,5 / 1.100 = 1,14\%</math>.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Thu nhập hàng năm = <math>3,25\% \times 1.000 - (1000-750)/10 = 57,5</math> USD</li> <li>• Giá trung bình = <math>(1.000 + 750) / 2 = 875</math> USD</li> </ul> <p>⇒ YTM = <math>57,5 / 875 = 6,57\%</math>.</p>

Thước đo lãi suất đáo hạn cho nhà đầu tư thấy được tỉ suất lợi nhuận thực tế họ sẽ có được nếu nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn. Với hai trái phiếu có thể có cùng lãi suất hiện hành nhưng lãi suất đáo hạn của chúng sẽ không bằng nhau nếu thời gian đáo hạn khác nhau. Như ví dụ trên, nếu một trái phiếu khác có thời gian đáo hạn còn lại 2 năm, cũng được bán với giá 750 USD rõ ràng là YTM = 18% cao hơn trái phiếu có thời hạn còn lại là 10 năm (YTM = 6,57%) vì phần thu nhập chênh lệch 250 USD được phân bổ nhiều hơn (2 năm còn lại mỗi năm phân bổ 125 USD, trong khi 10 năm còn lại thì mỗi năm phân bổ 25 USD, ít hơn).

Thời hạn còn lại 10 năm	Thời hạn còn lại 2 năm
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Thu nhập hàng năm = <math>3,25\% \times 1.000 - (1000-750)/10 = 57,5</math> USD</li> <li>• Giá trung bình = <math>(1.000 + 750)/2 = 875</math> USD</li> </ul> <p>⇒ YTM = <math>57,5 / 875 = 6,57\%</math>.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Thu nhập hàng năm = <math>3,25\% \times 1.000 - (1000-750)/2 = 157,5</math> USD</li> <li>• Giá trung bình = <math>(1.000 + 750)/2 = 875</math> USD</li> </ul> <p>⇒ YTM = <math>157,5 / 875 = 18\%</math>.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lãi suất hiện hành = <math>32,5/750 = 4,33\%</math></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lãi suất hiện hành = <math>32,5/750 = 4,33\%</math></li> </ul>

### Chương 3: Thị trường trái phiếu

Công thức tính gần đúng của YTM có thể được viết lại như sau:

$$YTM = \frac{CF + (F - P) / n}{(F + P) / 2}$$

Trong đó: CF: tiền lãi coupon nhận được hàng năm.

n: thời hạn còn lại của trái phiếu.

P: giá mua trái phiếu.

F: mệnh giá trái phiếu.

Tuy nhiên, công thức tính YTM như trên chỉ thể hiện giá trị gần đúng của lãi suất đáo hạn. Trên thực tế, YTM chính là suất chiết khấu làm cho giá trị hiện tại của dòng tiền thu được sẽ đúng bằng với giá thị trường trái phiếu (bao gồm lãi tích lũy nếu có), đó cũng chính là tỉ suất sinh lời nội bộ của khoản đầu tư trái phiếu (Internal Rate of Return – IRR).

$$P = \frac{C}{(1 + YTM)^1} + \frac{C}{(1 + YTM)^2} + \dots + \frac{C}{(1 + YTM)^n} + \frac{F}{(1 + YTM)^n}$$

Có ba cách tìm được YTM trong phương trình trên:

(i) Giải phương trình bậc n tìm YTM với CF, n, F và P cho trước.

(ii) Coi YTM như IRR trong một dự án đầu tư, dùng phương pháp nội suy tìm YTM sao cho NPV bằng 0.

(iii) Dùng phần mềm Microsoft Office Excel hỗ trợ, hàm Yield.

Cách tính lãi suất đáo hạn (YTM) có một hạn chế đó là ta giả định các khoản lãi coupons được hưởng định kỳ đều phải được tái đầu tư với lãi suất đúng bằng YTM. Nghĩa là với YTM là 6,78% như ví dụ trên, để có được lợi suất 6,78% này thì các khoản lãi nhận định kỳ đều phải được tái đầu tư với lãi suất đúng bằng 6,78% cho đến khi trái phiếu đáo hạn.

**Bài đọc thêm**

**MINH HOẠ TÍNH YTM BẰNG PHƯƠNG PHÁP NỘI SUY**

- Trái phiếu mệnh giá 1.000 USD, lãi suất coupon 3,25%
- Thời hạn còn lại 10 năm, bán với giá 750 USD. Lãi hàng năm  $C = 32,5$  USD.
- Thời điểm tính toán cách kỳ nhận lãi gần nhất là 12 tháng  $\Rightarrow$  không có lãi tích lũy (no accrued interest).

Giải: Ta có dòng tiền vào là giá trị hiện tại của các khoản thu nhập trong tương lai (gồm lãi hàng năm và vốn gốc khi đáo hạn), dòng tiền ra là giá mua trái phiếu tại thời điểm hiện tại, nên:

$$NPV = -750 + \frac{32,5}{YTM} \times \left( 1 - \frac{1}{(1 + YTM)^{10}} \right) + \frac{1.000}{(1 + YTM)^{10}}$$

- Dùng công thức tính gần đúng để tìm YTM gần đúng, từ đó có cơ sở ước lượng  $y_1$  và  $y_2$ . Ta có  $YTM \approx 6,57\%$

- Cho  $y_1 = 6\% \Rightarrow NPV_1 = 47,60$  USD

- Cho  $y_2 = 7\% \Rightarrow NPV_2 = -13,38$  USD (nếu  $NPV_1$  âm thì  $y_2 < y_1$  để  $NPV_2$  dương).

$$\Rightarrow YTM = y_1 + (y_2 - y_1) \times \frac{NPV_1}{(NPV_1 - NPV_2)}$$

$$YTM = 6\% + 1\% \times 47,6 / (47,6 + 13,38) = 6,78\%$$

(chênh lệch so với cách tính gần đúng là 0,21%)

- TÍNH BẰNG MICROSOFT EXCEL KẾT QUẢ:  $YTM = 6,77\%$

**3.2.4 Lãi suất thu hồi**

Ta xem xét tính lãi suất trong trường hợp trái phiếu thu hồi (callable bonds), với loại này trái phiếu có thể được mua bất kỳ thời gian nào kể từ sau ngày mua lại được ấn định, nên dòng tiền của trái chủ rút ngắn lại sớm hơn so với dự kiến (ngày đáo hạn) vì vậy lãi suất thu hồi (YTC) sẽ khác với lãi suất đáo hạn (YTM).





Công thức tính lãi suất thu hồi (YTC)

$$\text{Thu nhập hàng năm} = \text{Lãi coupon} + \frac{(\text{Giá thu hồi} - \text{Giá mua})}{\text{Thời hạn còn lại}}$$

$$\text{Giá trung bình} = \frac{\text{Giá thu hồi} + \text{giá mua}}{2}$$

$$\Rightarrow \text{YTC} = \frac{\text{Thu nhập hàng năm}}{\text{Giá trung bình}}$$

Đây cũng là công thức tính gần đúng tương tự như YTM, tính một cách chính xác YTC là suất chiết khấu làm cho giá trị hiện tại của dòng tiền thu được từ trái phiếu bằng với giá mua trái phiếu đó.

Dòng tiền thu được gồm có: các khoản tiền lãi coupon nhận được cho đến khi trái phiếu bị thu hồi (tính đến ngày thu hồi đầu tiên – first call date) và giá mua lại (call price). Lợi suất thu hồi được tính toán với hai giả định là: (i) nhà đầu tư sẽ nắm giữ trái phiếu cho đến ngày thu hồi đã định và (ii) nhà phát hành sẽ mua trái phiếu vào ngày đó.

**Ví dụ:** Một nhà đầu tư mua trái phiếu thu hồi có lãi suất coupon 6% giá 1.200 USD, mệnh giá 1000 USD, đến khi thời hạn còn lại 10 năm, trái phiếu có thể được mua lại theo ngày mua lại đã được ấn định với giá thu hồi là 1.100 USD. Giả sử ngày mua lại đầu tiên cách thời hạn còn lại của trái phiếu là 5 năm.

- Lãi hàng năm (annual interest) =  $6\% \times 1.000 = 60$  USD
- Chênh lệch từ giá mua lại (discount from call) =  $1.100 - 1.200 = -100$  USD
- Thời hạn còn lại cho đến khi bị thu hồi (years to call) = 5
- Giá trung bình (average price) =  $(1.100 + 1.200) / 2 = 1.150$  USD
- YTC =  $(60 - 100/5) / 1.150 = 3,48\%$  (trong khi đó YTM = 3,64%).



### 3.3 ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

Mệnh giá ghi trên trái phiếu chỉ là giá danh nghĩa, giá trị thực của trái phiếu có thể cao hơn, nhỏ hơn hoặc bằng với mệnh giá, điều này sẽ phụ thuộc vào mặt bằng lãi suất trên thị trường. Vì vậy, định giá trái phiếu là tìm ra giá trị thực của trái phiếu, nhằm hỗ trợ nhà đầu tư mua bán với mức giá hợp lý hoặc hỗ trợ tổ chức phát hành trong việc chọn giá phát hành.

Trái phiếu được định giá dựa trên phương pháp chiết khấu dòng thu nhập. Trong đó lãi suất chiết khấu chính là lãi suất bình quân của thị trường hay lãi suất mong đợi của nhà đầu tư tại thời điểm định giá

#### 3.3.1 Định giá trái phiếu coupon

- Định kỳ hàng năm

$$P = \frac{CF}{1+y} + \frac{CF}{(1+y)^2} + \dots + \frac{CF}{(1+y)^n} + \frac{F}{(1+y)^n} = \frac{CF}{y} \left(1 - \frac{1}{(1+y)^n}\right) + \frac{F}{(1+y)^n}$$

Trong đó:

*CF*: tiền lãi hàng năm

*F*: mệnh giá trái phiếu

*y*: lãi suất chiết khấu

*n*: Kỳ hạn của trái phiếu

- Định kỳ bán niên

$$P = \frac{CF/2}{1+y/2} + \frac{CF/2}{(1+y/2)^2} + \dots + \frac{CF/2}{(1+y/2)^{2n}} + \frac{F}{(1+y/2)^{2n}}$$

$$= \frac{CF}{y} \left(1 - \frac{1}{(1+y/2)^{2n}}\right) + \frac{F}{(1+y/2)^{2n}}$$



### 3.3.2 Định giá trái phiếu vĩnh viễn

$$P = \frac{CF}{1+y} + \frac{CF}{(1+y)^2} + \dots + \frac{CF}{(1+y)^n} + \dots = \frac{CF}{y}$$

### 3.3.3 Định giá trái phiếu zero coupon

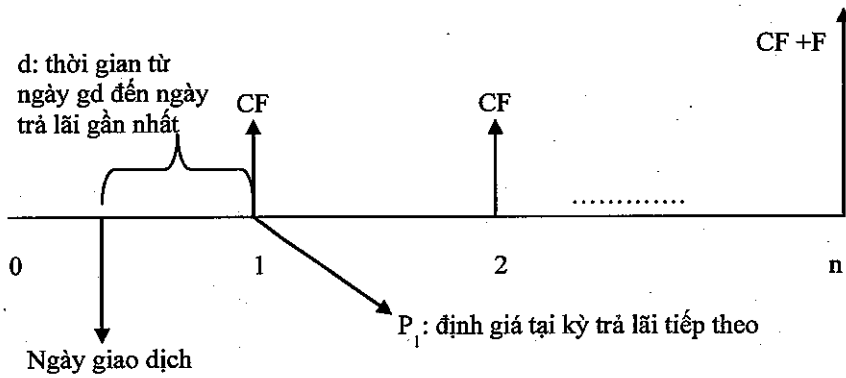
- Trái phiếu chiết khấu

$$P = \frac{F}{(1+y)^n}$$

- Trái phiếu trả lãi gộp

$$P = \frac{nCF + F}{(1+y)^n}$$

### 3.3.4 Định giá trái phiếu tại thời điểm khác ngày trả lãi



Bước 1: tính  $P_1$

$$\begin{aligned} P_1 &= CF + \frac{CF}{1+y} + \frac{CF}{(1+y)^2} + \dots + \frac{CF}{(1+y)^{n-1}} + \frac{F}{(1+y)^{n-1}} \\ &= \frac{CF(1+y)}{y} \left(1 - \frac{1}{(1+y)^n}\right) + \frac{F}{(1+y)^{n-1}} \end{aligned}$$

Bước 2: chiết khấu  $P_1$  về thời điểm giao dịch

$$P = \frac{P_1}{(1 + y)^{d/365}}$$

Giá  $P$  mà chúng ta tính toán được ở bước 2, dựa trên cơ sở chúng ta xem dòng CF ở năm 1 thuộc hoàn toàn của người mua. Tuy nhiên, trong thời kỳ trả lãi đầu tiên, người bán cũng nắm giữ một khoảng thời gian, nên họ xứng đáng hưởng một khoản lãi, mức lãi này được gọi là lãi tích tụ (*Accrued Interest*), tính theo công thức:

$$I_a = CF * \frac{d_1}{365}$$

Vì vậy, khi tính toán giá trị thực của trái phiếu, chúng ta phải dựa vào dòng tiền mà người mua thực hưởng, tức phải loại trừ mức lãi tích tụ của người bán. Mức giá này ( $P_c$ ) là mức giá được yết trên bảng điện hoặc tính toán trong Excel, có tên gọi là giá yết hoặc giá sạch (clean price);  $P$  được gọi là giá thanh toán hay giá toàn bộ (full price) hay giá bẩn (dirty price).

$$P = P_c + I_a$$

### 3.4 CÁC LOẠI RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU

Rủi ro là một sự không chắc chắn xảy ra trong tương lai đối với những ý định, những mục tiêu, những kỳ vọng của chúng ta. Khi đầu tư vào cổ phiếu, nhà đầu tư sẽ gặp rủi ro tổng thể thường được nhận diện gồm có rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống. Đối với trái phiếu, rủi ro có thể xem xét trong từng trường hợp cụ thể bao gồm: Rủi ro lãi suất (interest rate risk); Rủi ro thu hồi và rủi ro trả trước (call and prepayment Risk); Rủi ro cấu trúc kỳ hạn lãi suất (yield curve risk); Rủi ro tái đầu tư (reinvestment risk); Rủi ro tín dụng (credit risk); Rủi ro thanh khoản (liquidity risk); Rủi ro tỉ giá hối đoái (exchange-rate risk); Rủi ro về mức độ biến động (volatility risk); Rủi ro lạm phát hay sức mua (inflation or purchasing power risk); Rủi ro sự kiện (event risk); Rủi ro nhà nước (sovereign risk).



THƯ VIỆN  
HUBT

155

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Trong nội dung mục này, sẽ tập trung xem xét cụ thể một số rủi ro phổ biến đó là rủi ro tín dụng, rủi ro tái đầu tư, rủi ro lãi suất, rủi ro thanh khoản, rủi ro lạm phát và rủi ro tỉ giá. Những loại rủi ro còn lại không được đề cập chi tiết trong nội dung này.

### 3.4.1 Rủi ro tín dụng

Vì trái phiếu là chứng khoán nợ, sở hữu trái phiếu tương tự như việc cho vay nợ với số tiền cho vay tương ứng là mệnh giá trái phiếu, nên nhà đầu tư thường quan tâm rất nhiều đến khả năng hoàn trả của người phát hành (người đi vay). Họ có trả lãi và vốn gốc đúng hạn không? Nếu trễ hạn, liệu họ có bị mất khả năng thanh toán hay không? Đó chính là rủi ro tín dụng hay còn gọi là rủi ro thanh toán đối với trái chủ. Rủi ro này là cao hay thấp tùy thuộc vào người phát hành là ai, chính phủ hay doanh nghiệp? Nếu là doanh nghiệp thì doanh nghiệp này có uy tín, thương hiệu như thế nào, hoạt động trong lĩnh vực gì vv...?

Rủi ro tín dụng của chính phủ coi như bằng 0 (không). Trên thực tế, trái phiếu do chính phủ phát hành vẫn có rủi ro tín dụng, tuy nhiên xác suất xảy ra rất thấp nên các nhà phân tích tài chính coi như rủi ro bằng 0 (không) và sử dụng lãi suất của trái phiếu chính phủ như là một thước đo thu nhập của loại tài sản phi rủi ro.

Để lượng hoá rủi ro tín dụng, tổ chức xếp hạng tín nhiệm tiến hành phân tích và ấn định mức xếp hạng đối với chủ thể phát hành căn cứ vào những điều khoản phát hành trái phiếu, khả năng thu nhập và hệ số nợ, khả năng thanh khoản, khả năng quản lý v.v...Mức xếp hạng này có thể thay đổi sau khi đợt phát hành đã diễn ra, nên rủi ro tín dụng được xem xét trên hai góc độ: (i) rủi ro vỡ nợ (default risk), (ii) rủi ro xuống cấp hạng mức tín nhiệm (downgrade risk).

#### 3.4.1.1 Rủi ro vỡ nợ

Là rủi ro xảy ra khi người phát hành trái phiếu không thực hiện đúng các cam kết hoàn trả lãi và vốn gốc cho trái chủ. Nếu nhà phát hành mất khả năng thanh toán, điều đó không có nghĩa là trái chủ sẽ mất toàn bộ số tiền đã đầu tư, họ vẫn có thể thu hồi được một phần nào đó. Tỉ lệ vỡ nợ (default rate) và tỉ lệ thu hồi (recovery rate), mức thua lỗ kỳ vọng (the estimated



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

expected loss) đều có thể tính toán được. Bên cạnh đó, các công ty xếp hạng tín nhiệm có thể thẩm định và đưa ra bảng xếp hạng về rủi ro tín dụng, như là Moody's Investors Service Inc. (Tập đoàn tư vấn đầu tư Moody), Standard & Poor's Corporation (công ty S&P) hay Fitch Ratings là những công ty xếp hạng tín nhiệm khá nổi tiếng ở Mỹ.

Nếu mức xếp hạng tín nhiệm càng thấp thì tỉ lệ vỡ nợ của nhà phát hành đó càng cao. Nói cách khác, triển vọng thanh toán của người phát hành là tốt và sẽ thanh toán đúng hạn thì trái phiếu sẽ được xếp hạng cao.

Thông thường những trái phiếu được xếp hạng dưới BBB / Baa trở xuống có rủi ro đầu cơ (speculative risk) tăng cao, nhà đầu tư cần phải có mức chấp nhận rủi ro cao (high risk tolerance) cũng có nghĩa là đòi hỏi mức lợi suất cao để đầu tư vào những trái phiếu này. Moody's thêm vào con số (1, 2, 3) để chỉ ra chất lượng thanh toán nằm ở đầu hay cuối của mức xếp hạng đó. S&P và Fitch thêm vào dấu cộng (+) hoặc (-) với ý nghĩa tương tự.

**Bảng 3.3: Ký hiệu các mức xếp hạng tín nhiệm trái phiếu và diễn giải  
vấn tắt**

S & P	Fitch	Moody's	Diễn giải
Khả năng thanh toán cao, hạng mức để đầu tư (investment grade-high credit worthiness)			
AAA	AAA	Aaa	Xếp hạng cao nhất, khả năng thanh toán lãi & vốn gốc hoàn hảo, mức độ an toàn lớn nhất.
AA+	AA+	Aa1	Rất mạnh, mức độ an toàn chỉ thua loại cao nhất một ít, chất lượng tín dụng cao.
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	Xếp hạng ở mức trên trung bình, hơi nhạy cảm với sự thay đổi của các điều kiện kinh tế.
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	Xếp hạng ở mức dưới trung bình, đủ khả năng thanh toán lãi & vốn gốc, hơi có tính đầu cơ.
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	



THƯ VIỆN  
HUBT

157

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

### Chương 3: Thị trường trái phiếu

S & P	Fitch	Moody's	Diễn giải
Khả năng thanh toán thấp hơn, mang tính đầu cơ (speculative-lower credit worthiness)			
BB+	BB+	Ba1	Mức xếp hạng thấp, mang tính đầu cơ, có thể người phát hành không thanh toán một kỳ lãi.
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B	B+	B1	Người phát hành có thể không thanh toán nhiều kỳ lãi hay vốn, mang tính đầu cơ cao.
	B	B2	
	B-	B3	
Chủ yếu là đầu cơ, rủi ro đáng kể hoặc sắp mất khả năng thanh toán (vỡ nợ) (predominantly speculative, substantial risk, or in default)			
CCC+	CCC+	Caa	Không có khả năng thanh toán trái phiếu kỳ này, rủi ro đáng kể, đang trong tình trạng tồi tệ (poor).
CCC	CCC		
CC	CC	Ca	Có thể mất khả năng thanh toán (vỡ nợ), đầu cơ cao
C	C	C	Hoàn toàn là đầu cơ
CI			Trái phiếu thu nhập – không có khoản lãi nào được thanh toán
		DDD	
D		DD	Người phát hành vỡ nợ, không thanh toán được lãi và vốn gốc (default).
		D	

Nguồn: CFA (2013, 334)

#### 3.4.1.2 Rủi ro xuống cấp hạng mức tín nhiệm

Một khi xếp hạng tín nhiệm được công bố đối với các khoản nợ, công ty xếp hạng sẽ giám sát chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành, nếu có sự cải thiện trong chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành, mức xếp hạng có thể thay đổi tăng lên (upgrade); Ngược lại, nếu chất lượng thanh toán giảm xuống, mức xếp hạng sẽ giảm theo (downgrade). Xếp hạng tín nhiệm là thước đo của rủi ro vỡ nợ tiềm ẩn, từ đó cho thấy được rủi ro tín dụng của



THƯ VIỆN  
HUYẾT

158

### Chương 3: Thị trường trái phiếu

nhà phát hành. Nếu mức xếp hạng bị giảm xuống đồng nghĩa với rủi ro tín dụng sẽ tăng lên, nhà đầu tư sẽ yêu cầu lợi suất cao hơn để bù vào phần rủi ro đó làm cho giá trái phiếu trên thị trường sẽ bị giảm xuống.

Thông thường, nhà quản lý danh mục đầu tư sẽ xem khả năng (xác suất) xuống cấp hạng mức tín nhiệm của một đợt phát hành trái phiếu bằng thông tin thống kê cung cấp từ các công ty xếp hạng tín nhiệm. Những tổ chức xếp hạng này sẽ thống kê trong năm với các đợt phát hành đã diễn ra và số lượng các công ty đã phát hành xuống hạng hoặc lên hạng trong năm đó, được biểu diễn bằng ma trận các mức xếp hạng.

**Bảng 3.4: Thống kê số lượng các đợt phát hành trong năm ở các mức xếp hạng**

ĐẦU NĂM	XẾP HẠNG TÍN NHIỆM TẠI THỜI ĐIỂM CUỐI NĂM								Tổng cộng
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D	
AAA	93,20	6,00	0,60	0,12	0,08	0,00	0,00	0,00	100
AA	1,60	92,75	5,07	0,36	0,11	0,07	0,03	0,01	100
A	0,18	2,65	91,91	4,80	0,37	0,02	0,02	0,05	100
BBB	0,04	0,30	5,20	87,70	5,70	0,70	0,16	0,20	100
BB	0,03	0,11	0,61	6,80	81,65	7,10	2,60	1,10	100
B	0,01	0,09	0,55	0,88	7,90	75,67	8,70	6,20	100
CCC	0,00	0,01	0,31	0,84	2,30	8,10	62,54	25,90	100

Nguồn: CFA (2013, 336)

Bảng 3.4 cho thấy tại cột đầu tiên (rating at start of year) là các mức xếp hạng tại thời điểm đầu năm, dòng đầu tiên (rating at end of year) thể hiện các mức xếp hạng tại thời điểm cuối năm. Ta hãy xem mức ô có xếp hạng AA vào đầu năm và vào cuối năm, đây là ô đại diện cho tỉ lệ % các đợt phát hành vào đầu năm và không thay đổi mức xếp hạng cho đến cuối năm. Vậy là 92,75% các đợt phát hành được xếp hạng AA vào đầu năm và vẫn là mức AA vào cuối năm.





Ta xem ô có xếp mức hạng AA vào đầu năm nhưng cuối năm lại là mức A, kết quả cho thấy 5,07% các đợt phát hành có mức xếp hạng AA đã bị xuống hạng (downgrade) vào cuối năm. Đây cũng chính là xác suất cho thấy khả năng xuống hạng của các đợt phát hành có mức AA, nghĩa là rủi ro xuống cấp hạng mức tín nhiệm (Downgrade Risk) là bao nhiêu phần trăm từ AA xuống A). Ta có thể ước tính tổng mức rủi ro xuống hạng của mức AA vào thời điểm cuối năm bằng cách cộng lại theo dòng các mức từ A cho đến D vào thời điểm cuối năm, cụ thể  $\text{Total Downgrade Risk of Issues rated AA} = 5,07\% + 0,36\% + 0,11\% + 0,07\% + 0,03\% + 0,01\% = 5,65\%$ . Vậy là khả năng 5,65% mức xếp hạng AA sẽ bị xuống hạng vào cuối năm. Ngoài ra, ta có thể thấy khả năng lên hạng (upgrade) từ AA thành AAA vào thời điểm cuối năm là 1,60%. Cột có mức hạng D cho thấy khả năng vỡ nợ (mất khả năng thanh toán) của bất kỳ mức xếp hạng nào trong năm. Ví dụ, xác suất để đợt phát hành có mức xếp hạng AA bị vỡ nợ (default) vào cuối năm là 0,01%; hoặc xác suất để mức xếp hạng CCC vỡ nợ vào cuối năm là 25,90%.

### 3.4.2 Rủi ro tái đầu tư

Với công cụ có thu nhập cố định (được thanh toán lãi định kỳ) như trái phiếu, ta có thể tái đầu tư các khoản lãi coupons sẽ nhận được định kỳ trong tương lai, trái chủ hoàn toàn có thể ước lượng được dòng thu nhập dự kiến từ các khoản lãi tái đầu tư này, gọi là lãi của lãi. Tuy nhiên, khả năng thay đổi của lãi suất thị trường tại thời điểm tái đầu tư hoàn toàn có thể xảy ra dẫn đến tính không chắc chắn của lợi tức dự kiến nhận được chẳng hạn lãi suất để tái đầu tư các dòng tiền giữa kỳ giảm xuống, tạo nên rủi ro tái đầu tư. Ví dụ, nếu ta có trái phiếu thời hạn 20 năm, nhận lãi nửa năm có lợi suất (yield) 6%, để lợi suất vẫn là 6%, tiền lãi mỗi năm nhận được buộc phải tái đầu tư với cùng lợi suất là 6% cho đến khi trái phiếu đáo hạn; nghĩa là lãi coupon đầu tiên phải tái đầu tư trong 19 năm rưỡi tiếp theo ở mức 6%, lãi coupon kế tiếp phải tái đầu tư trong 19 năm và tương tự như vậy. Rủi ro tái đầu tư xảy ra khi lãi suất tại thời điểm tái đầu tư các khoản coupons nhỏ hơn 6%.

Ngoài ra, đối với trái phiếu thu hồi, thường được nhà phát hành mua lại lúc lãi suất thị trường suy giảm, nên nhà đầu tư có thể gặp rủi ro phải tái đầu tư số tiền nhận được từ đợt thu hồi với lãi suất thấp. Những trái phiếu có điều



khoản về trả dần (trả trước – Repay) khoản gốc (Principal) định kỳ thì rủi ro tái đầu tư càng cao hơn.

- **Đặc điểm của trái phiếu tác động đến rủi ro tái đầu tư:**

*Một là*, trái phiếu có thời hạn càng dài, rủi ro tái đầu tư càng cao.

*Hai là*, trái phiếu zero-coupon không có rủi ro tái đầu tư.

*Ba là*, trái phiếu có lãi suất coupon càng cao làm cho tổng thu nhập dự kiến của trái phiếu sẽ phụ thuộc càng nhiều vào việc tái đầu tư các khoản lãi để đảm bảo lãi suất đáo hạn (YTM) không thay đổi, dẫn đến rủi ro tái đầu tư cao hơn những trái phiếu có lãi suất coupon thấp mà có cùng kỳ hạn và lợi suất (YTM).

*Bốn là*, nếu nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn với mong muốn tỉ suất lợi nhuận không thay đổi kèm theo trái phiếu được mua với giá cao hơn mệnh giá, thì thu nhập từ các khoản lãi tái đầu tư càng quan trọng hơn đối với trái chủ vì khoản thu nhập dự kiến này phải bù đắp vào phần lỗ vốn (chênh lệch giữa giá mua và mệnh giá) của trái chủ. Do đó, rủi ro tái đầu tư của loại trái phiếu này sẽ cao hơn trái phiếu chiết khấu (trái chủ có phần lãi vốn từ giá chiết khấu).

### 3.4.3 Rủi ro lãi suất

Giá trái phiếu chịu tác động bởi nhiều yếu tố trong đó yếu tố lãi suất là nhạy cảm nhất. Nếu lãi suất thị trường tăng, giá trái phiếu trên thị trường sẽ có xu hướng giảm, khi lãi suất thị trường giảm giá trái phiếu sẽ tăng. Nghĩa là lãi suất thị trường biến động ngược chiều với giá trái phiếu nên rủi ro lãi suất còn được gọi là rủi ro thị trường. Điều này xảy ra là vì có thể những trái phiếu mới được phát hành với lãi suất cao làm cho những trái phiếu đang lưu hành kém hấp dẫn đi, tạo nên sự điều chỉnh về lợi suất (yield) của những trái phiếu đang lưu hành.

- **Tác động của các yếu tố của trái phiếu đến rủi ro lãi suất**

*Thời hạn (maturity)*: Nếu những yếu tố khác không đổi, những trái phiếu thời hạn càng dài, một sự thay đổi nhỏ của lãi suất cũng có thể tác động mạnh tới giá trái phiếu. Khi lãi suất tăng, giá trái phiếu dài hạn sẽ giảm mạnh hơn trái phiếu ngắn hạn.



**Lãi suất coupon:** Nếu những yếu tố khác không đổi, lãi suất coupon càng thấp thì sự nhạy cảm của giá trái phiếu càng cao khi lãi suất thị trường thay đổi. Ví dụ, hai trái phiếu đều có thời hạn 20 năm, mệnh giá 100, lãi suất coupon lần lượt là 6% và 9%, lợi suất (yield) đều là 6%. Khi lãi suất thị trường tăng 50 điểm cơ bản lên 6,5% thì trái phiếu có lãi suất coupon 6% sẽ giảm 5,55% từ 100 xuống còn 94,4479; còn trái phiếu có coupon 9% sẽ giảm 5,13% từ 134,6722 xuống còn 127,7605. Khi lãi suất thị trường thay đổi, giá trái phiếu zero-coupon nhạy cảm với lãi suất hơn giá trái phiếu coupon nếu cả hai trái phiếu đều có cùng kỳ hạn.

**Những quyền chọn đính kèm (embedded options):** Ta thấy, trong một đợt phát hành, có thể trái phiếu được đưa vào thêm một số quyền lựa chọn như mua lại (callable) hay bán lại (puttable). Giá trái phiếu có đính kèm quyền chọn sẽ thay đổi phụ thuộc vào giá trị của các quyền chọn này thay đổi như thế nào khi lãi suất thị trường tăng / giảm. Giả sử lãi suất thị trường suy giảm, giá của trái phiếu thu hồi (callable bonds) không thể tăng nhiều như những trái phiếu không có quyền chọn khác (other option-free bonds), lý giải vấn đề này dựa trên công thức như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trái phiếu thu hồi} \\ \text{(Price of callable} \\ \text{bond)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trái phiếu không có} \\ \text{quyền chọn (Price of} \\ \text{option-free bond)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Giá của quyền chọn mua} \\ \text{(Price of embedded call} \\ \text{option)} \end{array}$$

Suy luận tương tự cho trái phiếu có thể bán lại với công thức như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trái phiếu có thể} \\ \text{bán lại (Price of puttable} \\ \text{bond)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trái phiếu không có} \\ \text{quyền chọn (Price of} \\ \text{option-free bond)} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Giá của quyền chọn bán} \\ \text{(Price of embedded put} \\ \text{option)} \end{array}$$

**Lợi suất (the yield level):** Nếu những yếu tố khác không đổi, trái phiếu có lợi suất cao hơn (yield), độ nhạy cảm của giá sẽ ít hơn khi lãi suất thị trường thay đổi. Ví dụ, ta có hai trái phiếu cùng lãi suất coupon 6%, cùng kỳ hạn 20 năm, cùng mệnh giá 100, trái phiếu 1 có lợi suất 6% phát hành bằng mệnh giá, trái phiếu 2 có lợi suất 9% phát hành với giá 65,68. Nếu lãi suất thị trường tăng 100 điểm (1%) thì giá trái phiếu 1 giảm 10,68% còn 89,32 trong khi giá của trái phiếu 2 giảm 8,82% (ít hơn) còn 59,88.



Rủi ro lãi suất và rủi ro tái đầu tư có những hiệu ứng triệt tiêu nhau, rủi ro lãi suất xảy ra khi lãi suất tăng làm giảm giá trái phiếu, còn rủi ro tái đầu tư xảy ra khi lãi suất giảm làm ảnh hưởng đến tổng thu nhập và tỉ suất lợi nhuận dự kiến của trái chủ.

#### 3.4.4 Một số rủi ro khác

Một số rủi ro khác liên quan đến trái phiếu cần xem xét như: (i) rủi ro lạm phát, (ii) rủi ro thanh khoản và (iii) rủi ro tỉ giá.

*Rủi ro lạm phát (inflation risk or purchasing power risk):* còn gọi là rủi ro sức mua, rủi ro này xảy ra khi tỉ lệ lạm phát gia tăng làm cho sức mua của dòng tiền thu được bị giảm sút vì lãi suất được cố định trong suốt đời sống của trái phiếu, hay nói cách khác lạm phát tăng cao làm cho tỉ suất lợi nhuận thực tế của nhà đầu tư bị giảm xuống. Ngoại trừ loại trái phiếu được bảo vệ khỏi lạm phát (inflation protection bonds), tất cả còn lại đều bị tác động bởi rủi ro này. Đối với trái phiếu có lãi suất thả nổi thì rủi ro lạm phát thấp hơn, vì lãi suất thị trường trong chừng mực nào đó cũng đã phản ánh được tỉ lệ lạm phát dự đoán. Nếu lạm phát cao, nhà đầu tư sẽ yêu cầu lợi suất tăng cao hơn để bù đắp cho phần lạm phát, làm cho giá trái phiếu có xu hướng giảm.

*Rủi ro thanh khoản:* là rủi ro liên quan đến việc nhà đầu tư phải bán trái phiếu với giá thấp hơn giá trị thực của nó, hoặc không thể thanh lý trái phiếu được. Rủi ro này chịu tác động bởi nhiều yếu tố: do hoạt động của thị trường sơ cấp tác động đến thị trường thứ cấp, do chủ thể phát hành, do chi phí giao dịch cao, do chính sách thuế của nhà nước v.v... Đo lường thanh khoản trên thị trường sơ cấp chính là sự chênh lệch giữa các mức giá chào mua và chào bán (the bid - ask spread) của các nhà đầu tư, nhà môi giới. Sự chênh lệch (spread) này càng lớn thì rủi ro thanh khoản càng cao. Đối với các nhà đầu tư định nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn thì rủi ro thanh khoản là không đáng kể. Tuy nhiên, với các nhà quản lý danh mục đầu tư vì phải thường xuyên theo dõi và đánh giá lại các khoản đầu tư theo giá thị trường, nên rủi ro thanh khoản có thể dẫn tới những kết quả không như mong đợi, họ buộc phải tạo ra những vị thế mua bán các tài sản khác nhau để đảm bảo cho danh mục được đầu tư hiệu quả nhất. Rủi ro thanh khoản có thể thay đổi theo thời gian.



*Rủi ro tỉ giá (exchange rate risk or currency risk):* là rủi ro liên quan đến việc sở hữu trái phiếu mà đồng tiền nhà đầu tư được thanh toán là ngoại tệ. Khi có sự thay đổi của tỉ giá, nhà đầu tư có thể bị thiệt hơn. Giả sử nhà đầu tư trên lãnh thổ Việt Nam sở hữu trái phiếu mệnh giá ghi bằng đồng đô la Mỹ thì khi nhận lãi và vốn gốc bằng đô la Mỹ, nếu đồng đô la Mỹ yếu hơn so với đồng Việt Nam, quy đổi ra đồng Việt Nam nhà đầu tư sẽ bị thiệt hơn (nhận được đồng Việt Nam ít hơn), đây gọi là rủi ro tỉ giá.

## 3.5 PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU

### 3.5.1 Chủ thể phát hành

Tại Việt Nam hiện nay, các loại hình doanh nghiệp được quyền phát hành trái phiếu huy động vốn ngoại trừ doanh nghiệp tư nhân và công ty hợp danh. Trái phiếu do doanh nghiệp phát hành có mức độ rủi ro cao hơn chính phủ phát hành nên lãi suất yêu cầu cũng cao hơn và có nhiều đặc tính hơn trái phiếu chính phủ. Thông thường chính phủ ở các nước ủy quyền cho Bộ tài chính, Kho bạc nhà nước phát hành trái phiếu theo kế hoạch phân bổ ngân sách từng năm, trái phiếu chính phủ phát hành thuộc loại không có đảm bảo và không phải xin cấp giấy phát hành.

Trong thị trường trái phiếu, trái phiếu do chính phủ phát hành chiếm tỉ trọng lớn nhất, chính phủ có thể phát hành và niêm yết trái phiếu trong nước hoặc phát hành ra nước ngoài như thị trường trái phiếu Châu Âu hoặc khu vực trái phiếu nước ngoài của quốc gia khác. Đồng tiền yết của trái phiếu chính phủ thường là đồng tiền của nước phát hành, tuy nhiên cũng có thể là bất kỳ đồng tiền nào.

**Bảng 3.5: Chủ thể phát hành trái phiếu tại Việt Nam**

Theo Nghị định số 90/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ và phát hành ra thị trường quốc tế		
CHỦ THỂ PHÁT HÀNH		ĐƯỢC PHÁT HÀNH
1	Công ty cổ phần	Trái phiếu chuyển đổi
		Trái phiếu không chuyển đổi



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

2	Công ty trách nhiệm hữu hạn	Trái phiếu không chuyển đổi
<b>Theo Nghị định số 01/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu Chính phủ</b>		
<b>CHỦ THỂ PHÁT HÀNH</b>		<b>ĐƯỢC PHÁT HÀNH</b>
1	Doanh nghiệp, ngân hàng chính sách, tổ chức tài chính tín dụng thuộc đối tượng được cấp bảo lãnh Chính phủ  Theo Điều 32 Luật quản lý nợ công.	Trái phiếu được chính phủ bảo lãnh
2	Ủy ban nhân dân cấp tỉnh	Trái phiếu chính quyền địa phương
3	Bộ Tài chính	Trái phiếu chính phủ

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

#### 3.5.2 Hình thức phát hành trái phiếu

Có nhiều cách thức phân loại các hình thức phát hành (chào bán) trái phiếu:

- **Căn cứ vào phạm vi phát hành**

Căn cứ vào phạm vi, phát hành trái phiếu được thực hiện dưới hai hình thức: phát hành trái phiếu riêng lẻ và phát hành trái phiếu ra công chúng. Phát hành ra công chúng (public offering) là hình thức chào bán trái phiếu rộng rãi ra công chúng đầu tư, trong tổng lượng phát hành phải dành một tỉ lệ nhất định cho các nhà đầu tư nhỏ. Phát hành riêng lẻ (private placement) là hình thức chào bán trái phiếu cho một số lượng hạn chế nhất định các nhà đầu tư (thường là các tổ chức).

Trước năm 2010, hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam chưa có quy định một cách chi tiết trong các văn bản pháp luật, chỉ dừng lại ở việc hiểu khái niệm phát hành riêng lẻ là chào bán trong phạm vi hạn chế các nhà đầu tư, chủ yếu là nhà đầu tư tổ chức và nó không phải là đợt chào bán ra công chúng theo quy định của pháp luật về chứng khoán. Từ khi Luật chứng khoán được sửa đổi, bổ sung năm 2010 được ban hành, đã làm rõ ràng hơn quy định về phát hành riêng lẻ chứng khoán (trong đó bao gồm cả trái phiếu) tại Việt Nam, theo đó bán cho dưới 100 nhà đầu tư và không sử dụng



165

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

phương tiện thông tin đại chúng hoặc internet gọi là chào bán riêng lẻ. Chào bán trái phiếu riêng lẻ có lợi cho nhà phát hành ở chỗ thủ tục đơn giản, chi phí phát hành thấp hơn chào bán ra công chúng.

- **Căn cứ vào phương thức phát hành**

Căn cứ vào phương thức phát hành, hình thức phát hành trái phiếu bao gồm: phát hành trực tiếp và phát hành gián tiếp. Đối với phát hành trực tiếp, chủ thể phát hành tự bán trái phiếu ra công chúng hoặc tổ chức đầu tư, cách phát hành này đòi hỏi phải am hiểu thị trường, có hệ thống bán khá ổn định, nhu cầu vốn huy động không cấp bách. Đối với phát hành gián tiếp, chủ thể phát hành nhờ tới các tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc đại lý phát hành. Phương pháp này tạo ra khả năng bán chứng khoán tốt, bởi các tổ chức bảo lãnh phát hành và đại lý phát hành thường có hệ thống bán tốt, có kinh nghiệm và có khả năng về vốn

*Bảo lãnh phát hành trái phiếu:* là phương thức phát hành trái phiếu mà chủ thể phát hành bán trái phiếu thông qua tổ chức bảo lãnh phát hành. *Đại lý phát hành trái phiếu:* Là phương thức phát hành trái phiếu mà chủ thể phát hành ủy thác cho một tổ chức khác thực hiện bán trái phiếu cho các đối tượng mua trái phiếu.

### 3.5.3 Điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Tùy thuộc vào hình thức phát hành trái phiếu riêng lẻ hay phát hành trái phiếu ra công chúng, tùy thuộc vào quy định của mỗi quốc gia trong từng thời kỳ mà điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng khác nhau. Theo quy định của Việt Nam, điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp như sau:

- **Điều kiện phát hành trái phiếu riêng lẻ**

Điều kiện chào bán chứng khoán (trái phiếu doanh nghiệp) riêng lẻ của công ty đại chúng<sup>27</sup>:

<sup>27</sup> Theo Khoản 6, Điều 1, Luật Chứng khoán sửa đổi bổ sung năm 2010.



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

*Một là*, có quyết định của Đại hội đồng cổ đông hoặc Hội đồng quản trị thông qua phương án chào bán và sử dụng số tiền thu được từ đợt chào bán, xác định rõ đối tượng, số lượng nhà đầu tư.

*Hai là*, việc chuyển nhượng cổ phần, trái phiếu chuyển đổi chào bán riêng lẻ bị hạn chế tối thiểu một năm, kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán, trừ trường hợp chào bán riêng lẻ theo chương trình lựa chọn cho người lao động trong công ty, chuyển nhượng chứng khoán đã chào bán của cá nhân cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, chuyển nhượng chứng khoán giữa các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, theo quyết định của Toà án hoặc thừa kế theo quy định của pháp luật.

*Ba là*, các đợt chào bán cổ phần hoặc trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ phải cách nhau ít nhất 6 tháng.

Điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ<sup>28</sup>: (áp dụng cho doanh nghiệp không phải là công ty đại chúng)

**Bảng 3.6: So sánh trái phiếu không chuyển đổi và trái phiếu chuyển đổi**

Đối với trái phiếu không chuyển đổi	Đối với trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm chứng quyền
(i) Doanh nghiệp có thời gian hoạt động tối thiểu là một năm kể từ ngày doanh nghiệp chính thức đi vào hoạt động.	<i>Ngoài những quy định như đối với trái phiếu không chuyển đổi, còn phải đáp ứng các điều kiện sau:</i>
(ii) Kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh năm liền kề trước năm phát hành phải có lãi theo báo cáo tài chính được kiểm toán bởi Kiểm toán Nhà nước hoặc tổ chức kiểm toán độc lập được phép hoạt động hợp pháp tại Việt Nam. Báo cáo tài chính được kiểm toán của doanh nghiệp phát hành phải là báo cáo kiểm toán nêu ý kiến chấp nhận toàn phần.	(v) Thuộc đối tượng được phát hành trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm theo chứng quyền.

<sup>28</sup> Theo Điều 13, Nghị định số 90/2011/NĐ-CP.





### Chương 3: Thị trường trái phiếu

Đối với trái phiếu không chuyển đổi	Đối với trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm chứng quyền
(iii) Đáp ứng yêu cầu về tỉ lệ an toàn vốn và các hạn chế khác về đảm bảo an toàn trong hoạt động đối với các ngành nghề kinh doanh có điều kiện quy định tại pháp luật chuyên ngành.	(vi) Đảm bảo tỉ lệ tham gia của bên nước ngoài trong các doanh nghiệp Việt Nam theo quy định của pháp luật hiện hành.
(iv) Có phương án phát hành trái phiếu được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt và chấp thuận quy định tại Điều 14, 15 Nghị định số 90/2011/NĐ-CP.	(vii) Các đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi phải cách nhau ít nhất 6 tháng.

#### • Điều kiện phát hành trái phiếu ra công chúng

*Một là*, doanh nghiệp có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ 10 tỉ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.

*Hai là*, hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm.

*Ba là*, có phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt chào bán được Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua.

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

#### 3.5.4 Phương pháp phát hành trái phiếu

##### 3.5.4.1 Phát hành theo lãi suất xác định

Với phương pháp này, lãi suất của trái phiếu được chủ thể phát hành xác định trước và công bố cho công chúng, các tổ chức đầu tư hoặc các đại lý để thực hiện giao dịch.



#### 3.5.4.2 Phát hành theo phương thức thoả thuận

Trên cơ sở thoả thuận hợp đồng giữa tổ chức phát hành và các nhà bảo lãnh phát hành, theo đó tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ giúp cho tổ chức phát hành chuẩn bị các thủ tục, thiết lập ra mức giá và những quyền lợi dành cho tổ chức phát hành để bán trái phiếu.

Thông thường ngân hàng đầu tư (the investment banker) sẽ bảo lãnh cho một đợt phát hành bằng cách mua toàn bộ các trái phiếu trong đợt phát hành đó với mức giá cụ thể, giải phóng tổ chức phát hành khỏi rủi ro và trách nhiệm bán, phân phối trái phiếu. Sau đó ngân hàng đầu tư sẽ bán trái phiếu ra cho công chúng đầu tư. Đối với trái phiếu đô thị, chức năng bảo lãnh này có thể được thực hiện bởi ngân hàng đầu tư hoặc ngân hàng thương mại. Chức năng bảo lãnh phát hành có thể bao gồm 3 dịch vụ: lập kế hoạch toàn bộ cho đợt phát hành (origination), mua hết toàn bộ đợt phát hành tại một mức giá được xác định thông qua đấu thầu lãi suất hoặc thoả thuận sau đó bán lại cho nhà đầu tư (risk-bearing: rủi ro nắm giữ), bán trái phiếu đến nhà đầu tư nhờ sự giúp đỡ của tổ hợp bảo lãnh hoặc các ngân hàng thương mại (distribution). Với phương pháp thoả thuận (negotiation) nhà bảo lãnh thực hiện cả ba dịch vụ trên.

#### 3.5.4.3 Phát hành thông qua đấu thầu

Phát hành trái phiếu thông qua đấu thầu là phương thức phát hành mà chủ thể phát hành lựa chọn các tổ chức đủ điều kiện trúng thầu mua trái phiếu đáp ứng yêu cầu của chủ thể phát hành. Có hai phương pháp đấu thầu: đấu thầu khối lượng và đấu thầu lãi suất.

- **Đấu thầu khối lượng:** là việc đấu thầu không dựa vào lãi suất dự thầu mà dựa vào khối lượng đăng ký dự thầu. Do đó, các tổ chức tham gia đấu thầu không đưa ra mức lãi suất dự thầu mà đăng ký mua trái phiếu theo mức lãi suất cho trước.
- **Đấu thầu lãi suất:** là việc đấu thầu dựa vào lãi suất dự thầu của các tổ chức tham dự đấu thầu. Đấu thầu lãi suất có thể đấu thầu cạnh tranh, có thể đấu thầu phi cạnh tranh hoặc đồng thời cả hai.



*Đấu thầu cạnh tranh* là phương thức đấu thầu mà các thành viên dự thầu đưa ra các mức lãi suất dự thầu của mình để sở giao dịch chứng khoán lựa chọn mức lãi suất trúng thầu. Trái phiếu sẽ được bán cho tổ chức dự thầu nào chào giá tương ứng với lãi suất thấp nhất, cạnh tranh lãi suất theo nguyên tắc ưu tiên phân phối cho người trả lãi suất từ thấp đến cao.

*Đấu thầu phi cạnh tranh* là phương thức đấu thầu mà các tổ chức dự thầu không đưa ra mức lãi suất dự thầu mà đăng ký mua trái phiếu theo mức lãi suất trúng thầu được xác định theo kết quả của đấu thầu cạnh tranh lãi suất.

Ở Mỹ, trái phiếu chính phủ (government bonds) được bán dựa trên hệ thống đấu giá của Cục dự trữ liên bang Mỹ (Ngân hàng Trung ương), trái phiếu đô thị (Municipal Bonds) có thể được phát hành bằng ba phương pháp: đấu thầu cạnh tranh lãi suất, thoả thuận hoặc phát hành riêng lẻ. Trái phiếu công ty thường được phát hành bằng phương pháp thoả thuận.

### 3.5.5 Hình thức bán trái phiếu

#### 3.5.5.1 Hình thức ngang mệnh giá

Là hình thức bán trái phiếu với giá bằng 100% mệnh giá của trái phiếu.

- Đối với trái phiếu tích lũy (là loại trái phiếu thanh toán gốc, lãi một lần khi đến hạn): Giá bán trái phiếu bằng 100% mệnh giá và số tiền thanh toán trái phiếu khi đến hạn được tính theo công thức:

$$T = F \times (1+i)^n \quad (\text{tính theo phương pháp lãi suất kép})$$

hoặc  $T = F \times (1+i.n)$  (tính theo phương pháp lãi suất đơn)

Trong đó:

*T*: Tổng số tiền (gốc, lãi) được thanh toán

*F*: Mệnh giá trái phiếu

*i*: Lãi suất trái phiếu (%/năm)

*n*: Kỳ hạn trái phiếu (năm)

### Chương 3: Thị trường trái phiếu

- Đối với trái phiếu coupon: Giá bán trái phiếu bằng 100% mệnh giá và tiền lãi trả định kỳ được tính theo công thức sau:

$$CF = F \times \frac{i}{k}$$

Trong đó:

*CF*: Số tiền lãi thanh toán định kỳ

*F*: Mệnh giá trái phiếu

*i*: Lãi suất (%/năm)

*k*: Số lần thanh toán lãi trong 1 năm

Khi đến hạn, người sở hữu trái phiếu được thanh toán số tiền gốc bằng mệnh giá trái phiếu và số tiền lãi của kỳ lĩnh lãi cuối cùng.

#### 3.5.5.2 Hình thức chiết khấu

Giá bán trái phiếu *P* được xác định theo phương pháp hiện giá hoặc phương pháp khấu trừ, khi trái phiếu đến hạn thanh toán, giá thanh toán bằng mệnh giá trái phiếu.

$$P = \frac{F}{(1+i)^n} \text{ [phương pháp hiện giá]}$$

Hoặc:  $P = F (1 - i.n)$  [phương pháp khấu trừ]

Trong đó:

*P*: Giá bán trái phiếu

*F*: Mệnh giá trái phiếu

*i*: Lãi suất chiết khấu (%/năm)

*n*: Kỳ hạn trái phiếu (năm)

3.5.5.3 Hình thức không ngang mệnh giá

Tổ chức phát hành quy định lãi suất thanh toán định kỳ  $i$  (tính theo %/năm), đồng thời thông qua đấu thầu xác định lãi suất phát hành ( $L_s$ ) và giá bán trái phiếu ( $G$ ). Khi đến hạn, người sở hữu trái phiếu được thanh toán số tiền gốc bằng mệnh giá trái phiếu và số tiền lãi của kỳ lĩnh lãi cuối cùng. Giá bán trái phiếu được xác định theo công thức sau:

$$P = CF \times \frac{(1+r)^t - 1}{(1+r)^t \times r} + \frac{F}{(1+r)^t}$$

Với:  $r = \frac{L_s}{k}$

Trong đó:

$P$ : Giá bán trái phiếu

$CF$ : Số tiền lãi thanh toán định kỳ

$F$ : Mệnh giá trái phiếu

$L_s$ : Lãi suất trúng thầu (%/năm)

$k$ : Số lần thanh toán lãi trong 1 năm

$t$ : Số kỳ trả lãi trong toàn bộ kỳ hạn trái phiếu

Số tiền lãi thanh toán định kỳ được tính theo công thức sau:

$$CF = F \times \frac{i}{k}$$

Trong đó:

$CF$ : Số tiền lãi thanh toán định kỳ

$F$ : Mệnh giá trái phiếu

$i$ : Lãi suất thanh toán định kỳ (%/năm)

$k$ : Số lần thanh toán lãi trong 1 năm



## **Đấu thầu phát hành trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán tập trung**

### **Đối tượng tham gia đấu thầu**

Đối tượng tham gia đấu thầu trái phiếu qua thị trường chứng khoán tập trung bao gồm: Các tổ chức tín dụng hoạt động theo Luật Các tổ chức tín dụng; Các công ty bảo hiểm, quỹ bảo hiểm, quỹ đầu tư hoạt động hợp pháp tại Việt Nam; các chi nhánh quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; Các công ty chứng khoán; Các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế thuộc mọi thành phần kinh tế.

Các đơn vị thụ hưởng kinh phí ngân sách nhà nước không được sử dụng kinh phí ngân sách cấp để mua trái phiếu.

### **Điều kiện tham gia đấu thầu**

Các nhà đầu tư muốn tham gia đấu thầu phải đáp ứng các điều kiện sau:

- ✓ Có tư cách pháp nhân, được thành lập hoặc hoạt động hợp pháp theo pháp luật hiện hành của Việt Nam;
- ✓ Có mức vốn pháp định tối thiểu là 22 tỉ đồng Việt Nam;
- ✓ Có tài khoản tiền đồng Việt Nam mở tại ngân hàng;
- ✓ Được cấp giấy chứng nhận thành viên tham gia đấu thầu trái phiếu.

Hàng năm, Sở Giao dịch chứng khoán xem xét điều kiện của các đối tượng để cấp mới hoặc thu hồi giấy chứng nhận thành viên tham gia đấu thầu trái phiếu.

### **Tổ chức đấu thầu trái phiếu**

- *Thời gian tổ chức đấu thầu*: việc đấu thầu trái phiếu được tổ chức theo tuần, tháng hoặc quý, căn cứ kế hoạch huy động vốn của ngân sách nhà nước, nhu cầu sử dụng vốn của tổ chức phát hành và tình hình thị trường tài chính, tiền tệ.

- *Thông báo đấu thầu*: trước ngày tổ chức đấu thầu 4 ngày làm việc, căn cứ đề nghị phát hành của tổ chức phát hành, Sở Giao dịch chứng khoán gửi thông báo phát hành trái phiếu cho các thành viên tham gia đấu thầu và công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng. Nội dung thông báo gồm: khối



THƯ VIỆN  
HUBV

173

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

lượng trái phiếu phát hành; ngày đấu thầu; hình thức đấu thầu; ngày phát hành, ngày đến hạn thanh toán; hình thức trái phiếu; hình thức bán trái phiếu; phương thức thanh toán gốc, lãi.

- *Đăng ký đấu thầu và mở thầu*: thủ tục đăng ký đấu thầu, trình tự mở phiếu đặt thầu, kiểm tra tính hợp lệ, hợp pháp của phiếu đặt thầu cũng như trình tự và thủ tục đấu thầu do Sở Giao dịch chứng khoán quy định. Các tổ chức, cá nhân không phải là thành viên đấu thầu có thể đặt thầu thông qua các thành viên đấu thầu. Khối lượng đặt thầu phải đáp ứng mức tối thiểu đối với các thành viên tham gia đấu thầu theo quy định của pháp luật.

### **Hình thức đấu thầu**

Việc đấu thầu trái phiếu được thực hiện theo một trong hai hình thức: Đấu thầu cạnh tranh lãi suất, hoặc kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất.

Tổ chức phát hành quyết định hình thức đấu thầu cụ thể của từng phiên đấu thầu. Trường hợp áp dụng hình thức đấu thầu kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất thì khối lượng trái phiếu đấu thầu không cạnh tranh lãi suất không vượt quá 30% tổng khối lượng trái phiếu thông báo phát hành của đợt đấu thầu đó.

### **Xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu**

Căn cứ xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu bao gồm: Khối lượng và lãi suất đặt thầu của các tổ chức tham gia đấu thầu; Khối lượng trái phiếu dự kiến phát hành và lãi suất trần (nếu có). Nguyên tắc xác định như sau:

#### **✦ Đối với hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất**

*Trường hợp không có lãi suất trần*: Khối lượng trái phiếu trúng thầu được xét chọn theo thứ tự từ mức lãi suất thấp nhất đến mức lãi suất đạt được khối lượng trái phiếu thông báo phát hành.

Trường hợp có nhiều phiếu đặt thầu cùng mức lãi suất mà tại mức lãi suất đó khối lượng trái phiếu trúng thầu vượt quá khối lượng trái phiếu thông báo



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

phát hành thì khối lượng trái phiếu trúng thầu (sau khi đã trừ đi khối lượng trúng thầu với mức lãi suất thấp hơn) được phân chia cho mỗi phiếu đặt thầu tỉ lệ thuận với khối lượng trái phiếu đặt thầu của từng phiếu.

*Trường hợp có lãi suất trần:* Khối lượng trái phiếu trúng thầu được xét chọn theo thứ tự tăng lên của lãi suất đặt thầu trong phạm vi lãi suất trần. Tại mức lãi suất đặt thầu cao nhất trong phạm vi lãi suất trần có khối lượng trái phiếu đặt thầu vượt quá khối lượng trái phiếu thông báo phát hành thì khối lượng trái phiếu trúng thầu (sau khi đã trừ khối lượng trái phiếu trúng thầu với mức lãi suất thấp hơn) được phân chia cho mỗi phiếu đặt thầu tỉ lệ thuận với khối lượng trái phiếu đặt thầu tại mức lãi suất đó.

Trong cả 2 trường hợp trên, lãi suất trúng thầu cao nhất là lãi suất phát hành áp dụng chung cho mọi đối tượng trúng thầu.

*Đối với hình thức kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất*

*Xác định khối lượng đấu thầu cạnh tranh lãi suất và không cạnh tranh lãi suất:*

Trường hợp khối lượng đặt thầu không cạnh tranh lãi suất nhỏ hơn hoặc bằng 30% khối lượng trái phiếu thông báo phát hành thì khối lượng đấu thầu không cạnh tranh lãi suất bằng khối lượng đặt thầu. Khối lượng đấu thầu cạnh tranh lãi suất bằng khối lượng trái phiếu thông báo phát hành trừ (-) khối lượng đấu thầu không cạnh tranh lãi suất.

Trường hợp khối lượng đặt thầu không cạnh tranh lãi suất lớn hơn 30% khối lượng trái phiếu thông báo phát hành thì khối lượng trái phiếu đấu thầu không cạnh tranh lãi suất bằng 30% và khối lượng trái phiếu đấu thầu cạnh tranh lãi suất bằng 70% khối lượng trái phiếu thông báo phát hành.

*Xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu:*

Đối với các đối tượng tham gia đấu thầu cạnh tranh lãi suất: Khối lượng và lãi suất trúng thầu của các thành viên đấu thầu cạnh tranh lãi suất được xác định như hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất.





Đối với các đối tượng tham gia đấu thầu không cạnh tranh lãi suất: Các đối tượng tham gia đấu thầu không cạnh tranh lãi suất được mua trái phiếu theo mức lãi suất phát hành đối với các đối tượng đấu thầu cạnh tranh lãi suất. Trường hợp khối lượng đặt thầu không cạnh tranh lãi suất lớn hơn 30% khối lượng trái phiếu thông báo phát hành thì khối lượng trái phiếu phát hành cho các đối tượng này được phân chia tỉ lệ thuận với khối lượng trái phiếu đặt thầu của từng đối tượng.

### ***Thông báo kết quả đấu thầu***

Sau khi kết thúc việc xác định lãi suất và khối lượng trúng thầu, Sở Giao dịch chứng khoán ký gửi Bản tổng hợp kết quả đấu thầu cho tổ chức phát hành, Bộ Tài chính (Vụ Tài chính các ngân hàng và tổ chức tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước), Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố (nếu là trái phiếu Chính quyền địa phương), đồng gửi kết quả trúng thầu cho các đơn vị tham gia đấu thầu và công bố kết quả đấu thầu trên các phương tiện thông tin đại chúng.

### ***Hình thức bán trái phiếu***

Trái phiếu đấu thầu qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung có thể được bán theo nhiều hình thức như: Hình thức chiết khấu; Hình thức ngang mệnh giá; Hình thức không ngang mệnh giá.

### ***Thanh toán tiền mua trái phiếu***

Ngày phát hành trái phiếu được ấn định vào ngày làm việc thứ 2 kể từ ngày đấu thầu. Trong phạm vi 2 ngày làm việc tiếp theo ngày đấu thầu, các tổ chức trúng thầu phải chuyển toàn bộ tiền mua trái phiếu theo giá bán đã được xác định trong thông báo trúng thầu vào tài khoản của tổ chức phát hành.

Đơn vị mở tài khoản của tổ chức phát hành báo Có cho tổ chức phát hành số tiền thu bán trái phiếu từ các tổ chức trúng thầu, đồng thời thông báo cho Sở Giao dịch chứng khoán để làm thủ tục ghi sổ trái phiếu cho các tổ chức trúng thầu.



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

Trường hợp các tổ chức trúng thầu làm thủ tục thanh toán chậm so với ngày quy định, tổ chức phát hành thông báo cho Sở Giao dịch chứng khoán tên tổ chức trúng thầu và thời hạn chậm thanh toán để Sở Giao dịch chứng khoán yêu cầu ngân hàng nơi tổ chức trúng thầu mở tài khoản trích tài khoản tiền gửi chuyển cho tổ chức phát hành. Các tổ chức thanh toán chậm sẽ bị phạt chậm thanh toán. Số tiền phạt được trích từ tài khoản tiền gửi của tổ chức trúng thầu để nộp ngân sách trung ương (đối với trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình trung ương), nộp ngân sách địa phương (đối với trái phiếu Chính quyền địa phương), hoặc bồi hoàn cho tổ chức phát hành (đối với trái phiếu đầu tư và trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh). Số tiền phạt thanh toán chậm được xác định theo công thức sau:

$$P = \frac{(St \times Ls \times 150\%) \times n}{365}$$

Trong đó:

*P*: Số tiền phạt chậm thanh toán

*St*: Số tiền chậm thanh toán

*Ls*: Lãi suất trúng thầu (%/năm)

*N*: Số ngày chậm thanh toán

Trường hợp quá 5 ngày làm việc so với thời gian thanh toán quy định, số dư trên tài khoản tiền gửi của các tổ chức trúng thầu vẫn không đủ để thanh toán thì phần kết quả trúng thầu chưa được thanh toán sẽ bị huỷ bỏ và đơn vị bị phạt 5% trên số tiền huỷ bỏ để chuyển nộp ngân sách trung ương (đối với trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình trung ương), ngân sách địa phương (đối với trái phiếu Chính quyền địa phương), hoặc tổ chức phát hành (đối với trái phiếu đầu tư và trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh).

#### **Thanh toán trái phiếu khi đến hạn**

Đối với trái phiếu không lưu ký: việc thanh toán gốc, lãi trái phiếu được thực hiện tại tổ chức phát hành hoặc các đại lý được tổ chức phát hành uỷ nhiệm thanh toán. Trước ngày đến hạn thanh toán gốc, lãi một ngày làm việc, cơ quan tài chính (trung ương, địa phương); Quỹ hỗ trợ phát triển, tổ chức tài chính, tín



dụng phát hành trái phiếu đầu tư, doanh nghiệp phát hành trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh làm thủ tục chuyển tiền cho Kho bạc Nhà nước (đối với các loại trái phiếu do Kho bạc Nhà nước phát hành) hoặc các đại lý thanh toán để chi trả cho chủ sở hữu trái phiếu.

*Đối với trái phiếu lưu ký:* việc thanh toán gốc, lãi trái phiếu được thực hiện tại các tổ chức lưu ký trái phiếu. Trước ngày đến hạn thanh toán gốc, lãi 1 ngày làm việc, cơ quan tài chính (trung ương, địa phương); Quỹ hỗ trợ phát triển, tổ chức tài chính, tín dụng, doanh nghiệp phát hành trái phiếu làm thủ tục chuyển vốn cho Sở Giao dịch chứng khoán để chuyển cho các tổ chức lưu ký chi trả trực tiếp cho chủ sở hữu trái phiếu. Sở Giao dịch chứng khoán và tổ chức lưu ký được hưởng một khoản phí trên số tiền gốc, lãi trái phiếu thực thanh toán.

*Đối với mua lại trái phiếu trước hạn:* trường hợp cần thiết, các tổ chức phát hành có thể thực hiện việc mua lại trái phiếu trước hạn. Việc mua lại trái phiếu trước hạn phải được Bộ Tài chính chấp thuận bằng văn bản.

#### ***Kinh phí phát hành, thanh toán trái phiếu***

Nguồn kinh phí tổ chức phát hành, thanh toán trái phiếu do ngân sách Trung ương (đối với trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình Trung ương), ngân sách địa phương (đối với trái phiếu Chính quyền địa phương); Quỹ hỗ trợ phát triển, các tổ chức tài chính, tín dụng (đối với trái phiếu đầu tư); doanh nghiệp (đối với trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh) bảo đảm và được chi trả cho tổ chức làm nhiệm vụ phát hành, thanh toán trái phiếu; cụ thể như sau: i) kinh phí in chứng chỉ trái phiếu thanh toán trực tiếp cho cơ quan in ấn theo hợp đồng; ii) kinh phí tổ chức đấu thầu trái phiếu trả cho Sở Giao dịch chứng khoán bằng 0,15% trên tổng giá trị trái phiếu trúng thầu. Sở Giao dịch chứng khoán thực hiện phân chia 0,05% trên giá trị trái phiếu trúng thầu của các tổ chức, cá nhân không phải là thành viên đấu thầu cho các thành viên đấu thầu thực hiện nhận lệnh đặt thầu của các tổ chức, cá nhân không phải là thành viên đấu thầu; iii) kinh phí thanh toán trái phiếu trả cho các đơn vị làm đại lý thanh toán bằng 0,1% trên số tiền gốc, lãi thực thanh toán.



Sở Giao dịch chứng khoán, tổ chức lưu ký, Kho bạc Nhà nước và các đại lý thanh toán trái phiếu có trách nhiệm sử dụng kinh phí phát hành, thanh toán trái phiếu theo đúng chế độ tài chính quy định cho đơn vị.

Chi phí chuyển tiền gốc, lãi trái phiếu vào tài khoản theo yêu cầu của chủ sở hữu trái phiếu, do chủ sở hữu trái phiếu trả bằng mức phí thanh toán qua hệ thống ngân hàng.

### **3.6 GIAO DỊCH TRÁI PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP**

Nội dung phần này chủ yếu đề cập đến giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp Việt Nam.

#### **3.6.1 Niêm yết trái phiếu**

Niêm yết chứng khoán là việc đưa các chứng khoán đủ điều kiện vào giao dịch tại sở giao dịch chứng khoán. Công ty có chứng khoán niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán gọi là công ty niêm yết.

Tại Việt Nam, trái phiếu Chính phủ sau khi được phát hành tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) sẽ được niêm yết và giao dịch thứ cấp tại HNX theo yêu cầu của chủ thể phát hành. Trái phiếu Chính phủ được niêm yết chậm nhất vào ngày làm việc thứ hai sau ngày thanh toán tiền mua trái phiếu, và sẽ được giao dịch chậm nhất vào ngày làm việc thứ ba sau ngày thanh toán tiền mua trái phiếu.

Trái phiếu do doanh nghiệp phát hành, có thể đăng ký niêm yết tại các Sở giao dịch chứng khoán (HOSE và HNX) nhưng phải đáp ứng được điều kiện theo quy định của pháp luật hiện hành.

Tại Việt Nam, điều kiện niêm yết trái phiếu doanh nghiệp tại Sở giao dịch chứng khoán là<sup>29</sup>:

<sup>29</sup> Theo Điều 53, Điều 54 Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.

**Bảng 3.7: Điều kiện niêm yết trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam**

Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE)	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX)
- Là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 120 tỉ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.	- Là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 10 tỉ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.
- Hoạt động kinh doanh của 2 năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với nhà nước.	- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi.
- Có ít nhất 100 người sở hữu trái phiếu cùng một đợt phát hành.	
- Các trái phiếu của một đợt phát hành có cùng ngày đáo hạn.	- Các trái phiếu của một đợt phát hành có cùng ngày đáo hạn.
- Có hồ sơ đăng ký niêm yết trái phiếu hợp lệ theo quy định.	- Có hồ sơ đăng ký niêm yết trái phiếu hợp lệ theo quy định.

### 3.6.2 Giao dịch trái phiếu tại sở giao dịch chứng khoán

#### 3.6.2.1 Giao dịch trái phiếu doanh nghiệp

Tại Việt Nam, sau khi được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, trái phiếu doanh nghiệp có thể được giao dịch tại HOSE và HNX vào tất cả các ngày trong tuần từ thứ 2 đến thứ 6 từ 9h đến 15h, thời gian nghỉ trưa từ 11h30 đến 13h trừ các ngày nghỉ, lễ.

Một số quy định liên quan đến giao dịch trái phiếu doanh nghiệp tại Sở giao dịch chứng khoán (HOSE và HNX)<sup>30</sup>:

<sup>30</sup> Theo Quyết định số 314/QĐ-SGDHCM năm 2014 và Quyết định số 345/QĐ-SGDHN năm 2013.

**Bảng 3.8: Quy định giao dịch trái phiếu tại Việt Nam**

	HOSE	HNX
Đơn vị yết giá	Không quy định.	Không quy định.
Giới hạn dao động giá	Không áp dụng.	Không quy định.
Đơn vị giao dịch	Không quy định.	- Giao dịch khớp lệnh: lô chẵn là 100 trái phiếu. Lô lẻ từ 1-99 - Giao dịch thỏa thuận: không quy định. Khối lượng giao dịch tối thiểu là 1.000 trái phiếu. Lô lẻ từ 1-99
Lệnh giao dịch áp dụng	Lệnh giới hạn.	Lệnh giới hạn.
Phương thức giao dịch	Phương thức thỏa thuận	- Phương thức khớp lệnh liên tục. - Phương thức thỏa thuận.
Thanh toán	Bù trừ đa phương, ngày thanh toán T+1	Bù trừ đa phương, ngày thanh toán T+1

Nhà đầu tư muốn giao dịch trái phiếu doanh nghiệp sẽ phải mở tài khoản giao dịch chứng khoán tại các công ty chứng khoán là thành viên giao dịch của HOSE và HNX, đồng thời tuân thủ theo quy định về giao dịch chứng khoán hiện hành tại Việt Nam.

### 3.6.2.2 Giao dịch trái phiếu chính phủ

Theo quy định của pháp luật Việt Nam hiện tại, Trái phiếu Chính phủ được giao dịch theo hai hình thức. (i) Giao dịch mua bán thông thường (OUTRIGHT): là việc một bên bán và chuyển giao quyền sở hữu Trái phiếu Chính Phủ cho một bên khác và không kèm theo cam kết mua lại; (ii) Giao dịch mua bán lại (REPO): Là việc một bên bán và chuyển giao quyền sở hữu Trái phiếu Chính Phủ cho một bên khác và cam kết sẽ mua lại cũng như nhận lại quyền sở hữu Trái phiếu Chính Phủ đó sau một thời gian xác định với mức giá xác định. Giao dịch mua bán lại bao gồm 2 chiều giao dịch bán và mua lại (giao dịch lần 1 và giao dịch lần 2).

Tất cả các giao dịch trái phiếu tại Việt Nam đều diễn ra theo phương thức giao dịch thoả thuận. Có hai loại giao dịch thoả thuận trái phiếu:

*Một là* thoả thuận điện tử. Thoả thuận này được thực hiện với hai loại lệnh. (i) Lệnh thoả thuận điện tử toàn thị trường, lệnh này chỉ dành cho phương thức giao dịch thông thường, theo đó, các lệnh chào mua và chào bán của nhà đầu tư sẽ được công khai trên hệ thống giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán với cam kết chắc chắn. (ii) Lệnh thoả thuận điện tử tùy chọn, đây là hình thức thoả thuận điện tử được thực hiện với hai loại lệnh: *Lệnh yêu cầu chào giá*, đây là loại lệnh có tính chất quảng cáo, được sử dụng khi khách hàng chưa xác định được đối tác trong giao dịch. Lệnh có thể được gửi đến một, một nhóm thành viên hoặc toàn thị trường; *Lệnh chào mua, chào bán với cam kết chắc chắn*, được sử dụng để chào đối ứng với yêu cầu chào giá. Lệnh chào với cam kết chắc chắn chỉ được gửi đích danh cho thành viên gửi Lệnh yêu cầu chào giá.

*Hai là* hình thức thoả thuận thông thường. Khi thực hiện hình thức này, nhà đầu tư sẽ sử dụng hai loại lệnh: (i) Lệnh quảng cáo, đây là lệnh mua, bán trái phiếu của nhà đầu tư kèm theo các điều kiện về giao dịch của lệnh (như: giá, khối lượng). Lệnh quảng cáo có thể gửi đến một, một nhóm thành viên hoặc toàn thị trường; (ii) lệnh báo cáo giao dịch, loại lệnh được sử dụng để nhập giao dịch vào hệ thống trong trường hợp giao dịch đã được các bên thoả thuận xong về các điều kiện trong giao dịch.

**Các quy định cơ bản về giao dịch trái phiếu:**

*Giao dịch mua bán một loại trái phiếu trong cùng một phiên giao dịch:* Việc đồng thời vừa mua vừa bán một loại trái phiếu trong cùng một phiên giao dịch chỉ được thực hiện khi có phát sinh chuyển giao quyền sở hữu đối với trái phiếu giao dịch.

*Thời gian giao dịch:* Phiên buổi sáng từ 8h30 đến 11h, Phiên buổi chiều từ 13h00 đến 14h15

*Đơn vị giao dịch:* 01 (một) trái phiếu.

*Đơn vị yết giá:* 01 (một) đồng Việt Nam



*Khối lượng giao dịch tối thiểu:* i) Đối với giao dịch thông thường: theo hình thức giao dịch thỏa thuận điện tử: 100 trái phiếu; theo hình thức thỏa thuận thông thường: 10.000 trái phiếu; ii) Giao dịch mua bán lại: 1.000 trái phiếu.

### 3.7 CHỨNG KHOÁN HÓA

#### 3.7.1 Khái niệm chứng khoán hóa

Chứng khoán hoá (securitization) là nghiệp vụ phát hành những công cụ tài chính (financial instruments) mới bằng cách kết hợp các tài sản tài chính khác lại với nhau (“đóng gói” chúng lại rồi chia nhỏ ra), sau đó bán những sản phẩm này cho các nhà đầu tư. Quá trình có thể bao gồm bất cứ loại tài sản tài chính và thúc đẩy tính thanh khoản trên thị trường. Quá trình này có thể bao gồm bất kỳ loại tài sản tài chính nào và nó thúc đẩy tính thanh khoản của chúng trên thị trường.

Những tài sản tài chính được “đóng gói” lại có thể là các khoản vay ngân hàng có thể chấp hoặc không thể chấp, các loại chứng khoán (trái phiếu, cổ phiếu), các khoản đầu tư tài chính hay các hợp đồng cho thuê tài chính v.v... Như vậy, thu nhập của các công cụ tài chính mới này sẽ dựa trên thu nhập của các tài sản tài chính cơ sở (là những tài sản được tập hợp và đóng gói lại). Nói cách khác, thu nhập của các chứng khoán mới được tạo ra không đảm bảo bằng khả năng thanh toán của chủ thể phát hành mà bằng nguồn thu dự kiến từ các tài sản tài chính cơ sở của nó.

Một số sản phẩm chứng khoán hoá khá phổ biến ở Mỹ đó là: Trái phiếu được chứng khoán hóa từ các khoản vay thế chấp bất động sản (gọi tắt là trái phiếu MBS - mortgage backed securities); Trái phiếu được chứng khoán hóa từ các khoản vay tài sản (gọi tắt là trái phiếu ABS - asset-backed securities); Trái phiếu được chứng khoán hóa từ các nghĩa vụ nợ có đảm bảo (gọi tắt là trái phiếu CDOs - collateralized debt obligations).

#### 3.7.2 Các sản phẩm chứng khoán hóa

##### 3.7.2.1 Trái phiếu được chứng khoán hoá từ các khoản vay thế chấp bất động sản (MBS)

Sản phẩm chứng khoán hoá cho vay thế chấp bất động sản đã ra đời lần đầu vào cuối thập niên 60 của thế kỉ trước, khi mà Chính phủ Mỹ thành lập Hiệp





hội thế chấp bất động sản (BDS) Quốc gia (GNMA - government national mortgage association). GNMA được Chính phủ Mỹ thành lập năm 1968 dưới dạng một công ty trực thuộc Vụ phát triển nhà ở và đô thị nhằm cam kết mua các khoản nợ có thế chấp BDS từ các nhà cho vay riêng lẻ với giá ưu đãi để trợ giúp phát triển khu vực nhà ở tại Mỹ. Ngày nay, các khoản cho vay BDS chủ yếu là cho vay đầu tư BDS, mua nhà ở, cải tạo nhà hay cả cho vay xây dựng nhà xưởng sản xuất.

Có thể thấy chứng khoán được bảo đảm bằng các khoản vay thế chấp bất động sản chính là những sản phẩm đầu tiên của kỹ thuật chứng khoán hoá và cho đến nay chúng vẫn chiếm tỉ lệ lớn trên thị trường chứng khoán và luôn giữ vị thế là sản phẩm mang tính kinh điển của kỹ thuật chứng khoán hoá.

Trái phiếu được chứng khoán hoá từ các khoản vay thế chấp bất động sản (mortgage backed securities - MBS hay còn được gọi là mortgage passthrough securities - MPS) là loại chứng khoán được tạo ra từ việc tập hợp (“đóng gói”) các khoản vay được đảm bảo bằng tài sản thế chấp lại (thông thường là bất động sản) hình thành nên một khoản nợ với giá trị lớn (a pool of mortgages) và chia nhỏ khoản nợ này thành những phần nhỏ bằng nhau (shares or participation certificates in pool).

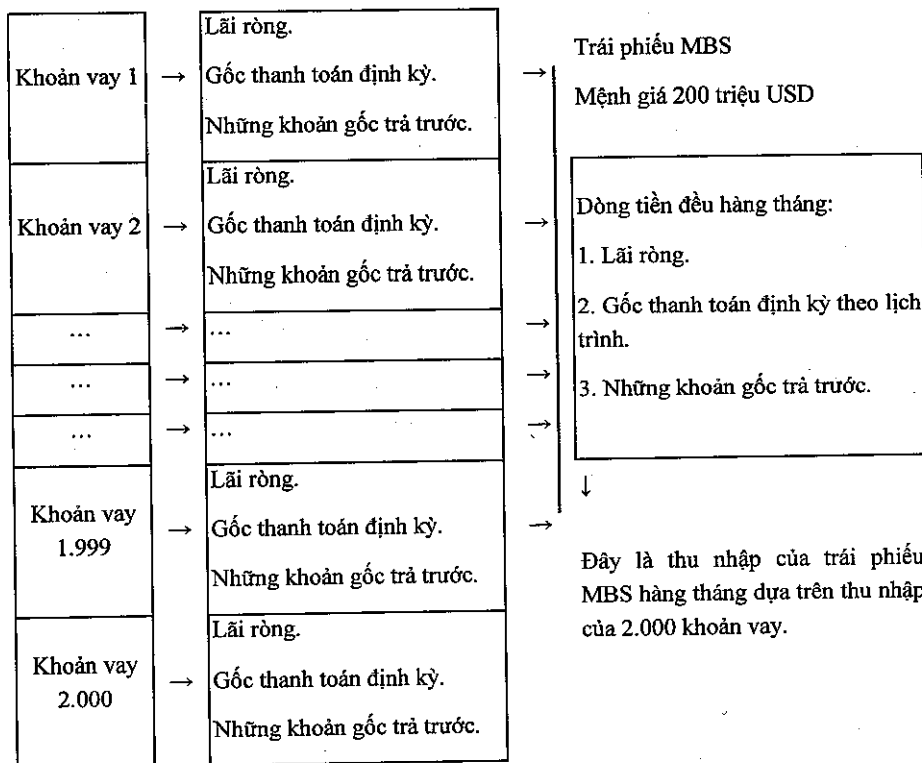
**Ví dụ:** Ta có 2.000 khoản vay với giá trị mỗi khoản là 100.000 USD như vậy tổng giá trị của 2.000 khoản vay là 200 triệu USD, dùng 2.000 khoản vay này hình thành một trái phiếu MBS với mệnh giá là 200 triệu USD. Với trái phiếu MBS có mệnh giá 200.000.000 USD ta chia nhỏ thành 200.000 phần (200.000 chứng chỉ), mỗi chứng chỉ có giá trị là 1.000 USD và bán chúng cho nhà đầu tư, như vậy ta nói 2.000 khoản vay đã được chứng khoán hoá.

Thu nhập của những người sở hữu các chứng chỉ (certificates) được đảm bảo bằng tài sản thế chấp (mortgages) dựa vào dòng tiền của những khoản vay thế chấp là các khoản thanh toán định kỳ hàng tháng bao gồm lãi ròng (net interest), thanh toán nợ gốc theo lịch trình hàng tháng (scheduled principal payment) và những khoản nợ gốc được trả trước hạn (nếu có) (principal prepayments).



Sơ đồ 3.2: Minh họa các khoản vay đã được chứng khoán hóa thành trái phiếu MBS

**DÒNG TIỀN HÀNG THÁNG**



Tổng cộng 2.000 khoản vay.

Mỗi khoản vay trị giá: 100.000 USD.

Đây là thu nhập của trái phiếu MBS hàng tháng dựa trên thu nhập của 2.000 khoản vay.

Trái phiếu MBS  
Mệnh giá 200 triệu USD

→ 200.000 chứng chỉ  
Mỗi chứng chỉ mệnh giá là 1.000 USD

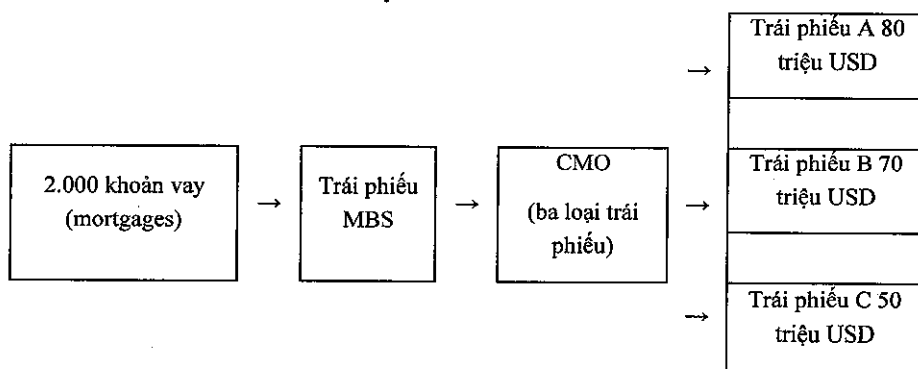
Nguồn: CFA (2013, 369)

Ngoài ra, từ trái phiếu MBS ta có thể tạo ra một loại chứng khoán phái sinh được gọi là trái phiếu CMO (collateralized mortgage obligation). Với trái phiếu CMO nhà đầu tư có thể được giảm thiểu rủi ro trả trước tồn tại trong các khoản vay (mortgages) và trong trái phiếu MBS. Như vậy trái phiếu

CMO cũng có mệnh giá là 200 triệu USD nhưng được chia thành 3 loại trái phiếu khác nhau A, B, C (three tranches: A, B, C) với mệnh giá của từng loại ví dụ tương ứng là A: 80 triệu USD, B: 70 triệu USD và C: 50 triệu USD.

Nếu sở hữu trái phiếu MBS, nhà đầu tư được thanh toán lãi định kỳ và gốc chia đều dựa trên các khoản vay gốc, khi người vay muốn trả trước một khoản tiền để làm giảm nợ gốc xuống thì tiền lãi phát sinh cho tháng tiếp theo cũng sẽ giảm như vậy tạo nên rủi ro trả trước đối với người sở hữu trái phiếu MBS. Còn trái phiếu CMO có thể giảm thiểu được một phần rủi ro này bằng cách chia thành 3 loại A, B, C như trên, người sở hữu tranche A sẽ được thanh toán lãi phát sinh trên mệnh giá của A và phần gốc đều đặn cho đến khi trả hết. Sau khi A được thanh toán phần gốc xong (80 triệu) thì phần gốc phát sinh trên B (70 triệu) mới bắt đầu được thanh toán và trả xong hết của B cuối cùng mới đến phần gốc của C, tiền lãi tính trên dư nợ của B và C vẫn được trả đều đặn hàng tháng bình thường. Trong trường hợp này, tranche A có thời hạn ngắn nhất và tranche C có thời hạn dài nhất.

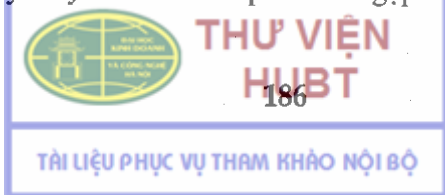
**Sơ đồ 3.3: Minh họa trái phiếu được chứng khoán hóa từ các khoản vay tạo thành CMO**



Nguồn: CFA (2013, 370)

**3.7.2.2 Trái phiếu được chứng khoán hóa từ các khoản vay tài sản (ABS)**

Trái phiếu được chứng khoán hóa từ các khoản vay tài sản (Asset-Backed Securities) là loại chứng khoán được đảm bảo bởi giá trị của một số lượng các khoản vay hay các khoản phải thu gộp lại (a pool of loans or



receivables). Đây là một công cụ có thu nhập cố định và nguồn thu cũng dựa trên nguồn thu dự kiến từ tài sản cơ sở (các khoản vay hay các khoản phải thu đó).

Nếu như trái phiếu MBS có hàng hoá cơ sở là các khoản vay thế chấp bằng bất động sản (residential mortgage loans) thì trái phiếu ABS là trái phiếu được chứng khoán hoá trong đó hàng hoá cơ sở đa dạng hơn và giá trị cũng nhỏ hơn so với tài sản cơ sở của trái phiếu MBS như: Các khoản vay mua xe hơi (auto loan) và cho thuê tài chính (leases); Các khoản vay tiêu dùng (consumer loans); Những tài sản mang tính thương mại (commercial assets) như: máy bay (aircraft), thiết bị cho thuê (equipment leases), các khoản phải thu (trade receivables); Thẻ tín dụng (credit cards); Các khoản vay sản xuất nhà xưởng (manufactured housing loans).

### 3.7.2.3 Trái phiếu được chứng khoán hoá từ các nghĩa vụ nợ có đảm bảo (CDOs)

Các trái phiếu được chứng khoán hóa từ các nghĩa vụ nợ có đảm bảo (collateralized debt obligations - CDOs) cũng là một sản phẩm có lợi suất cố định, là một phần của thị trường giao dịch các chứng khoán đảm bảo bằng các tài sản (the ABS market).

Ở Mỹ, trái phiếu CDOs đặc biệt tăng trưởng mạnh kể từ năm 2000, được đảm bảo bằng nhiều loại tài sản khác nhau gộp lại tương tự như là một danh mục đầu tư được đa dạng hoá. Các tài sản cơ sở của trái phiếu CDOs gồm: Các trái phiếu nội địa có mức xếp hạng đầu tư và những trái phiếu doanh nghiệp có lợi suất cao (U.S domestic investment-grade and high-yield corporate bonds); Các khoản vay ngân hàng nội địa (U.S domestic bank loans); Trái phiếu ở thị trường mới nổi (emerging market bonds); Các khoản nợ nguy hiểm và trong tình trạng đặc biệt (special situation loans and distressed debt); Các khoản vay ngân hàng nước ngoài (foreign bank loans); Các chứng khoán đảm bảo bằng tài sản tài chính (asset-backed securities); Các chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp là nhà ở và bất động sản thương mại (residential and commercial mortgage-backed securities); Những trái phiếu được chứng khoán hóa từ các nghĩa vụ nợ có đảm bảo khác (other CDOs);



Nếu hàng hoá cơ sở của các trái phiếu CDOs bao gồm các loại trái phiếu (trái phiếu công ty, trái phiếu ở thị trường mới nổi) thì trái phiếu CDOs còn được gọi theo thuật ngữ tiếng Anh là collateralized bond obligation (CBO). Khi hàng hoá cơ sở của trái phiếu CDOs gồm các khoản vay ngân hàng, trái phiếu CDOs được gọi theo thuật ngữ tiếng Anh là collateralized loan obligation (CLO).

### 3.7.3 Chủ thể tham gia trong quá trình chứng khoán hóa

Tham gia vào quá trình tạo ra các khoản nợ được chứng khoán hoá có thể bao gồm các chủ thể sau:

*Chủ sở hữu ban đầu của các khoản nợ (originator)*: thông thường là các doanh nghiệp, là bên “bán” các khoản nợ này cho một bên thứ ba tạm gọi là chủ thể đặc biệt (the special purpose vehicle / entity). Chủ sở hữu ban đầu phải chuyển hết các quyền liên quan đến tài sản cho chủ thể đặc biệt này (đặc biệt quyền hưởng các nguồn thu nhập từ các tài sản trong tương lai), chủ sở hữu cũng có thể là người quản lý tài sản cho chủ thể đặc biệt.

*Chủ thể đặc biệt (the special purpose vehicle – SPV)*: là người tập hợp các khoản nợ lại, tái cấu trúc các nguồn thu dự kiến từ các khoản nợ và phát hành các loại chứng khoán mới với thời hạn, tỉ suất sinh lời và mức độ rủi ro khác nhau.

*Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm (rating agencies)*: tham gia vào quá trình xếp hạng tín nhiệm các chứng khoán mới phát hành, tư vấn cho người phát hành để có thể nâng cao mức xếp hạng của các chứng khoán mới.

*Người quản lý các tài sản cơ sở (the asset manager)*: có thể là các chủ sở hữu ban đầu của những tài sản hoặc là một bên độc lập khác được chủ thể đặc biệt (SPV) thuê để quản lý các tài sản trong danh mục như trái phiếu CDOs, người quản lý này phải đáp ứng các tiêu chuẩn được đưa ra và tuyệt đối không được vi phạm các quy định có thể làm giảm mức xếp hạng (downgrade) của các trái phiếu CDOs.

Ngoài ra, có thể có sự tham gia của các công ty bảo hiểm: họ đứng ra bán bảo hiểm cho các công cụ chứng khoán hoá này, tăng độ tin cậy của chúng khi được giao dịch trên thị trường.



### 3.7.4 Lợi ích và rủi ro của chứng khoán hóa

#### 3.7.4.1 Lợi ích của chứng khoán hóa

Phát triển thị trường tài chính là một yêu cầu cần thiết đối với mọi quốc gia. Chứng khoán hóa là một trong những sáng tạo tài chính góp phần cho sự phát triển của thị trường tài chính, giúp liên kết các thị trường bất động sản, thị trường tín dụng và thị trường chứng khoán, tạo ra cơ chế tuần hoàn và chu chuyển vốn năng động, linh hoạt, cũng như kết nối hiệu quả giữa các bộ phận của thị trường

*Thứ nhất*, Chứng khoán hóa giúp cho dòng vốn được luân chuyển liên tục, giúp cung ứng vốn kịp thời cho các chủ thể trong nền kinh tế, đặc biệt là những chủ sở hữu ban đầu của các tài sản cơ sở (các khoản vay). Theo đó, thông qua việc chứng khoán hóa các khoản cho vay có cùng tính chất, lãi suất và thời hạn của các ngân hàng thương mại giúp cho đồng vốn trên thị trường được lưu thông nhanh hơn không phụ thuộc vào những khoản cho vay hiện thời. Đồng thời chính công cụ này cũng sẽ thu hút, khai thác mọi nguồn vốn nhỏ lẻ, nhàn rỗi trong nền kinh tế, tránh tình trạng vốn nằm bất động, tạo khả năng sinh lợi cao, góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển

*Thứ hai*, Chứng khoán hóa giúp những người cho vay có thể thu hồi được vốn sớm hơn, nên giúp họ giảm thiểu chi phí, tăng khả năng sinh lời trong tương lai khi sớm tái đầu tư. Mặt khác nhà đầu tư sở hữu công cụ chứng khoán hoá được hưởng cả lãi và gốc chia đều định kỳ hàng tháng nên thu hồi vốn nhanh hơn so với việc sở hữu trái phiếu coupon chẳng hạn thì định kỳ 6 tháng hoặc 1 năm chỉ được hưởng phần lãi phát sinh, đến kỳ trả lãi cuối mới được nhận phần lãi kỳ cuối và nợ gốc.

*Thứ ba*, Chứng khoán hóa tạo thêm nhiều loại chứng khoán mới cung ứng cho thị trường tài chính, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư, làm tăng tính thanh khoản cho thị trường tài chính, giúp các chủ thể phát hành các khoản nợ có cơ hội huy động những nguồn vốn mới.

*Thứ tư*, quá trình thực hiện chứng khoán hóa chính là quá trình hoán chuyển và chia sẻ rủi ro mà theo đó, rủi ro ban đầu của chủ thể cho vay này sẽ được phân tán cho các chủ thể tham gia trong quá trình chứng khoán hóa. Do đó, chứng khoán hoá giúp giảm thiểu rủi ro các khoản nợ, góp phần nâng cao chất lượng tín dụng. Bởi chính sự hiểu biết và đòi hỏi ngày càng cao của nhà đầu tư vào chứng khoán hóa các khoản nợ vay đã thiết lập cơ chế chọn lọc tự động, đòi hỏi các khoản nợ vay phải có chất lượng cao, đồng nghĩa rủi ro đối với ngân hàng cũng phải giảm xuống.

*Thứ năm*, với người sở hữu các công cụ chứng khoán hoá này, rủi ro thanh toán cũng được giảm thiểu do có sự tham gia của người quản lý các khoản nợ (the asset manager), chủ thể đặc biệt (SPV) và tổ chức xếp hạng tín nhiệm (rating agencies) tư vấn tái cấu trúc các dòng tiền và có thể nâng cao mức xếp hạng tín nhiệm của các công cụ chứng khoán hoá này so với mức xếp hạng cũ của các khoản nợ gốc.

*Thứ sáu*, vì các chủ sở hữu ban đầu của những khoản nợ đã sớm “bán” các khoản nợ này cho chủ thể đặc biệt (SPV) làm cho thông tin thể hiện trên báo cáo tài chính của họ cũng tốt hơn, đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe về hệ số nợ, hệ số an toàn vốn trong hoạt động kinh doanh.

#### 3.7.4.2 Rủi ro của chứng khoán hoá

Thứ nhất, với các khoản nợ được thanh toán lãi và gốc định kỳ hàng tháng, người đi vay vẫn có quyền được trả trước một phần nợ gốc hoặc toàn bộ nợ gốc; do đó, thời hạn của các khoản nợ bị rút ngắn lại, làm cho lãi tính trên dư nợ của tháng tiếp theo có thể thấp hơn dẫn đến rủi ro trả trước (prepayment risk) đối với người sở hữu khoản nợ đó, tạo ra tính không chắc chắn của dòng thu nhập trong tương lai.

Thứ hai, vì khoản nợ được chuyển hoá qua nhiều công đoạn, có thể dẫn đến sự vỡ nợ dây chuyền của những chủ thể có liên quan nếu như người đi vay không thanh toán được các khoản nợ gốc và lãi định kỳ.

## TÓM TẮT CHƯƠNG 3

- Trái phiếu là loại chứng khoán có thu nhập cố định, do doanh nghiệp, định chế tài chính hoặc chính phủ phát hành. Nó đại diện cho một nghĩa vụ tài chính của chủ thể phát hành, với lời hứa sẽ thanh toán một khoản tiền xác định vào một ngày cụ thể trong tương lai. Vì trái phiếu là công cụ nợ nên khi phát hành thường sẽ được đi kèm với những điều khoản khác nhau tạo ra nhiều loại trái phiếu đa dạng cho thị trường tài chính và từ đó mở ra nhiều cơ hội khác nhau cho nhà đầu tư trong việc lựa chọn đầu tư và cho nhà phát hành trong việc lựa chọn loại trái phiếu phát hành phù hợp với tình hình của chủ thể phát hành nhất.
- Trái phiếu là một trong những công cụ nợ quan trọng trên thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính nói chung, Giá trị trái phiếu được phát hành trên thị trường thậm chí đôi khi còn cao hơn rất nhiều so với giá trị của cổ phiếu được phát hành cùng thời điểm. Việc định giá trái phiếu chỉ có một cách thức duy nhất đó là dựa vào giá trị hiện tại của dòng thu nhập mà trái phiếu mang lại, cho nên việc ước lượng các khoản thu nhập từ trái phiếu và sự thay đổi của lãi suất thị trường ảnh hưởng rất nhiều đến giá trị của trái phiếu trên thị trường.
- Khi đầu tư vào trái phiếu, nhà đầu tư có thể gặp những rủi ro như: rủi ro tín dụng (rủi ro vỡ nợ, rủi ro giảm thấp hạn mức tín nhiệm), rủi ro tái đầu tư, rủi ro lãi suất, rủi ro lạm phát, rủi ro thanh khoản, rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên, vì trái phiếu là chứng khoán nợ nên mức độ rủi ro đối với nhà đầu tư thấp hơn cổ phiếu là chứng khoán vốn.
- Trái phiếu được chứng khoán hóa là loại công cụ nợ được tạo ra từ những tài sản cơ sở, tạo nên sự đa dạng và sự lựa chọn về công cụ đầu tư trên thị trường, tạo nên một thị trường tài chính phát triển trên một bậc mới của sự hoàn thiện về mọi mặt. Tuy nhiên, để áp dụng công cụ này vào từng thị trường tài chính của các nước cần sự đầu tư kỹ lưỡng từ mọi chủ thể khi tham gia vào quá trình này.





## CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Trái phiếu là gì? Hãy trình bày đặc điểm của trái phiếu. Vì sao trái phiếu là một công cụ quan trọng, không thể thiếu trong thị trường tài chính?
2. Trình bày các yếu tố trong nội dung của trái phiếu. Hãy trình bày nội dung chi tiết của yếu tố thời hạn, mệnh giá, lãi suất trả lãi của trái phiếu.
3. Trình bày sự khác biệt giữa cổ phiếu và trái phiếu.
4. Vẽ sơ đồ biểu diễn sự phân loại trái phiếu theo những tiêu chí khác nhau.
5. Trình bày những rủi ro mà nhà đầu tư thường gặp khi nắm giữ trái phiếu. Tại sao rủi ro lãi suất và rủi ro tái đầu tư của trái phiếu có xu hướng triệt tiêu nhau?
6. Trình bày các loại lợi suất của trái phiếu. Vì sao lãi suất trả lãi của trái phiếu lại gọi là lợi suất danh nghĩa? Mối quan hệ giữa các loại lợi suất trái phiếu và giá trái phiếu được thể hiện như thế nào?
7. Trình bày khái niệm chứng khoán hóa. Lợi ích và rủi ro của chứng khoán hóa là gì?
8. Hãy vẽ sơ đồ biểu diễn theo thứ tự các bước trong quy trình chứng khoán hóa và diễn giải chi tiết các bước đó.
9. Trình bày quan điểm cá nhân đối với việc thực hiện chứng khoán hóa các khoản vay để tạo ra nhiều công cụ nợ mới cho thị trường tài chính Việt Nam (gợi ý: dựa vào bài học kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ giai đoạn 2007-2010 để nêu quan điểm).
10. Bộ Tài chính thông báo phát hành trái phiếu để huy động 380 tỉ đồng. Thông tin trái phiếu như sau:
  - Loại trái phiếu: Coupon;
  - Mệnh giá: 1.000.000 VND;
  - Ls coupon: 9%/năm;
  - Kỳ hạn: 10 năm;
  - Kỳ trả lãi: 6 tháng/lần.



### Chương 3: Thị trường trái phiếu

Có 10 đơn vị tham gia đấu thầu với khối lượng và lãi suất như sau:

Nhà đầu tư	Lãi suất đặt thầu	Khối lượng đặt thầu
1	9.50%	50 tỷ
2	9.20%	60 tỷ
3	9.00%	80 tỷ
4	8.50%	70 tỷ
5	8.50%	90 tỷ
6	8.00%	100 tỷ
7	7.00%	50 tỷ
8	7.00%	40 tỷ
9	6.00%	60 tỷ
10	5.00%	50 tỷ

Hãy xác định khối lượng trúng thầu, lãi suất trúng thầu và giá bán cho từng nhà đầu tư.

## CHƯƠNG 4

# THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

*Mục tiêu của chương này cung cấp những kiến thức cơ bản về cổ phiếu và thị trường cổ phiếu, một công cụ đầu tư phổ biến. Qua chương này người đọc có thể: hiểu được khái niệm và đặc điểm cơ bản của công ty cổ phần; Hiểu được khái niệm, mô tả được đặc điểm của từng loại cổ phiếu theo những tiêu chí phân loại khác nhau; Phân biệt được các loại giá trị khác nhau của cổ phiếu; Hiểu được lợi nhuận và rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu và các phương pháp phân tích đầu tư cổ phiếu; Hiểu rõ các phương thức phát hành cổ phiếu; Hiểu và có khả năng thực hiện giao dịch cổ phiếu trên thị trường tập trung và phi tập trung.*

### 4.1 KHÁI QUÁT VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN VÀ CỔ PHIẾU

#### 4.1.1 Khái niệm và đặc điểm của công ty cổ phần

##### 4.1.1.1 Khái niệm công ty cổ phần

Theo luật doanh nghiệp của các quốc gia, các doanh nghiệp có thể được tổ chức dưới nhiều hình thức pháp lý khác nhau, tuy nhiên các loại hình doanh nghiệp cơ bản thường bao gồm: doanh nghiệp tư nhân (Sole Proprietorships), công ty hợp danh (Partnerships), công ty trách nhiệm hữu hạn (Limited Liability Companies) và công ty cổ phần (Corporations). Trong đó công ty cổ phần được coi là hình thức doanh nghiệp tiến bộ nhất, so với các loại hình doanh nghiệp khác công ty cổ phần có nhiều ưu điểm hơn trên các khía cạnh như: mở rộng quy mô huy động vốn, giới hạn rủi ro của nhà đầu tư và tạo ra tính thanh khoản cao cho tài sản của cổ đông... Mặc dù không phải là loại hình doanh nghiệp có số lượng nhiều nhất, nhưng công ty cổ phần luôn là loại hình doanh nghiệp chiếm tỉ trọng doanh thu, lợi nhuận, tổng tài sản lớn nhất trong hệ thống các doanh nghiệp.



THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Theo định nghĩa của Luật Doanh Nghiệp 2014 của Việt Nam, Công ty cổ phần là doanh nghiệp trong đó vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần; Cổ đông có thể là tổ chức, cá nhân; số lượng cổ đông tối thiểu là ba và không hạn chế số lượng tối đa; Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ và nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp;

Công ty cổ phần có thể được chia làm hai loại là công ty cổ phần nội bộ (Private Company) và công ty cổ phần đại chúng (Public Company). Công ty cổ phần nội bộ là công ty được sở hữu bởi một số ít cổ đông thường là những người sáng lập ra công ty, người quản lý hoặc một nhóm các nhà đầu tư nắm giữ với tỉ lệ lớn. Công ty đại chúng là công ty đã bán một phần vốn cho các nhà đầu tư bên ngoài, thông qua việc chào bán cổ phiếu ra công chúng, công ty được nắm giữ bởi một số lượng lớn nhà đầu tư đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Các công ty đại chúng có thể lựa chọn niêm yết cổ phiếu trên các sở giao dịch chứng khoán và trở thành công ty niêm yết. Theo quy định của Việt Nam, công ty đại chúng là công ty cổ phần đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng hoặc có cổ phiếu được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán hoặc có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ mười tỉ đồng Việt Nam trở lên<sup>31</sup>.

Công ty đại chúng có khả năng huy động vốn cao hơn so với các công ty tư nhân thông qua việc phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu trên thị trường tài chính, cổ phiếu của các công ty đại chúng thường được biết đến một cách rộng rãi hơn và có tính thanh khoản cao hơn. Tuy nhiên các công ty đại chúng phải tuân thủ các nghĩa vụ về công bố thông tin, lưu ký chứng khoán và quản trị công ty một cách chặt chẽ hơn so với các công ty cổ phần nội bộ. Trong khi đó, các công ty cổ phần nội bộ lại có ưu điểm là không chịu sự điều chỉnh của nhiều quy định liên quan đến công bố thông tin, lưu ký chứng khoán và quản trị công ty như công ty đại chúng. Công ty cổ phần nội bộ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán,

<sup>31</sup> Điều 25 Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 ngày 29 tháng 6 năm 2006.



do đó chi phí huy động vốn có thể tăng từ đó làm hạn chế việc mở rộng đầu tư. Thời gian gần đây trên thế giới cũng như tại Việt Nam, hoạt động đầu tư vào các công ty trách nhiệm hữu hạn và các công ty cổ phần nội bộ có tiềm năng (Private Equity Investment) đã được sự quan tâm của các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các quỹ đầu tư. Quy mô của loại hình đầu tư này đã tăng lên một cách đáng kể trong thập niên qua.

#### 4.1.1.2 Đặc điểm của công ty cổ phần

Như vậy công ty cổ phần có một số đặc điểm khác biệt so với các loại hình doanh nghiệp khác như sau:

- **Tính trách nhiệm hữu hạn:** cổ đông của công ty cổ phần chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ và nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp. Đặc điểm này cũng tương tự như công ty trách nhiệm hữu hạn và thành viên góp vốn của công ty hợp danh. Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm pháp lý hữu hạn trong phần vốn góp của mình, khác với thành viên hợp danh trong công ty hợp danh, chủ doanh nghiệp tư nhân phải chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về các nghĩa vụ của công ty. Đặc điểm này giúp cổ đông giới hạn được rủi ro của mình đặc biệt trong trường hợp công ty bị thua lỗ lớn hoặc tổn thất do các sự kiện pháp lý.
- **Khả năng huy động vốn:** công ty cổ phần có số lượng cổ đông tối thiểu là ba và không hạn chế số lượng tối đa. Trong khi đó, doanh nghiệp tư nhân do một cá nhân làm chủ, công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên số lượng thành viên không vượt quá 50. Đặc điểm này giúp công ty cổ phần có thể huy động được một lượng vốn lớn từ rất nhiều cổ đông nhỏ lẻ, đồng thời gia tăng cơ hội đầu tư của các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Hiện nay trên thế giới cũng như tại Việt Nam nhiều công ty cổ phần đại chúng có thể có hàng ngàn thậm chí vài chục ngàn cổ đông.
- **Tính thanh khoản:** khác với doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp danh, công ty trách nhiệm hữu hạn, cổ đông của công ty cổ phần có quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác, ngoại trừ một bộ phận cổ đông bị hạn chế chuyển nhượng cổ phần theo quy định của pháp luật và điều lệ công ty. Điều này giúp các nhà đầu tư có thể tự do mua đi bán lại cổ phiếu trên thị



trường, tăng tính thanh khoản, tăng giá trị cho tài sản của cổ đông và biến cổ phiếu trở thành một loại hàng hóa quan trọng trên thị trường chứng khoán.

Ban đầu khi thành lập mới hoặc tiến hành cổ phần hóa, các cổ đông sáng lập cần phải xác định vốn điều lệ của công ty. Vốn điều lệ là số vốn do các thành viên, cổ đông góp hoặc cam kết góp trong một thời hạn nhất định và được ghi vào Điều lệ công ty. Đồng thời công ty phải xác định mệnh giá của cổ phiếu, mệnh giá có thể do pháp luật quy định hoặc tùy lựa chọn của công ty. Số lượng cổ phiếu phát hành được xác định trên cơ sở vốn điều lệ đã được xác định, chia cho mệnh giá. Ví dụ nếu 1 công ty có vốn điều lệ là 100 tỉ VND, mệnh giá cổ phiếu theo quy định là 10.000 VND, công ty sẽ có số lượng cổ phần phát hành là 10 triệu cổ phiếu. Số lượng cổ phần này sẽ được chào bán cho các cổ đông để huy động đủ quy mô vốn điều lệ đã xác định. Cổ phần của công ty cổ phần có thể được mua bằng tiền, ngoại tệ tự do chuyển đổi, vàng, giá trị quyền sử dụng đất, giá trị quyền sở hữu trí tuệ, công nghệ, bí quyết kỹ thuật, các tài sản khác quy định tại Điều lệ công ty và phải được thanh toán đủ một lần.

Người mua cổ phần và góp vốn vào doanh nghiệp được gọi là cổ đông, cổ đông có thể là cá nhân, có thể là tổ chức. Các cổ đông của công ty cổ phần chính là các chủ sở hữu của công ty. Mỗi cổ phần của cùng một loại đều tạo cho người sở hữu nó các quyền, nghĩa vụ và lợi ích ngang nhau. Cổ đông có các quyền căn bản bao gồm: Được nhận cổ tức với mức theo quyết định của đại hội cổ đông; Được nhận một phần tài sản còn lại tương ứng với số cổ phần góp vốn vào công ty khi công ty giải thể hoặc phá sản; Được tham gia vào quá trình quản lý điều hành công ty. Tất cả các quyền trên đều được phân bổ trên số lượng cổ phiếu mà cổ đông nắm giữ. Tuy nhiên các quyền cụ thể của cổ đông và việc thực hiện các quyền này tùy thuộc vào loại cổ phiếu cụ thể, quy định của pháp luật và điều lệ của từng công ty.

#### *4.1.1.3 Cơ cấu tổ chức của công ty cổ phần*

Cơ cấu tổ chức quản lý của công ty cổ phần được quy định bởi pháp luật đặc biệt là luật doanh nghiệp và điều lệ của công ty. Các công ty phải tự xây dựng điều lệ của mình trên cơ sở các quy định của pháp luật, điều lệ của công ty là văn bản quan trọng nhất quy định những nguyên tắc hoạt động cơ



bản của công ty. Đối với các công ty cổ phần đặc biệt là công ty cổ phần đại chúng, thường có sự tách biệt khá lớn giữa người sở hữu (cổ đông) và người điều hành (hội đồng quản trị, ban giám đốc) những người điều hành thường chỉ sở hữu một tỉ lệ nhỏ hoặc thậm chí không sở hữu cổ phần của công ty. Do vậy, luật pháp và bản thân công ty luôn có những quy định và cơ chế giám sát chặt chẽ để làm giảm vấn đề người chủ và người đại diện (Agency Principal Problem) bao gồm xung đột lợi ích và rủi ro đạo đức nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông nhỏ.

Công ty cổ phần có đại hội đồng cổ đông, hội đồng quản trị và giám đốc hoặc tổng giám đốc; ban kiểm soát. Đại hội đồng cổ đông là cơ quan quyết định cao nhất của công ty cổ phần, có quyền quyết định những vấn đề lớn và quan trọng của công ty. Tuy nhiên đại hội cổ đông không thể trực tiếp quản lý và điều hành công ty mà sẽ bầu hội đồng quản trị và ủy quyền cho cơ quan này quản lý, điều hành công ty và quyết định các vấn đề không thuộc thẩm quyền của đại hội cổ đông. Hội đồng quản trị bổ nhiệm một người trong các thành viên hoặc thuê người khác làm giám đốc hoặc tổng giám đốc. Giám đốc hoặc tổng giám đốc là người điều hành công việc kinh doanh hàng ngày của công ty, chịu sự giám sát của hội đồng quản trị và chịu trách nhiệm trước hội đồng quản trị về việc thực hiện các quyền và nhiệm vụ được giao. Bên cạnh đó đại hội cổ đông cũng bầu ban kiểm soát nhằm thực hiện giám sát hội đồng quản trị, ban giám đốc trong việc quản lý và điều hành công ty.

- **Đại hội đồng cổ đông** gồm tất cả cổ đông có quyền biểu quyết, là tổ chức quyết định cao nhất của công ty cổ phần. Đại hội đồng cổ đông họp thường niên hoặc bất thường, ít nhất mỗi năm họp một lần.

Đại hội đồng cổ đông có các quyền quyết định các vấn đề quan trọng của công ty như: thông qua định hướng phát triển của công ty; quyết định loại cổ phần và tổng số cổ phần của từng loại được quyền chào bán; quyết định mức cổ tức hàng năm của từng loại cổ phần, trừ trường hợp điều lệ công ty có quy định khác; bầu, miễn nhiệm, bãi nhiệm thành viên hội đồng quản trị, thành viên ban kiểm soát; quyết định đầu tư hoặc bán số tài sản có giá trị lớn; quyết định sửa đổi, bổ sung điều lệ công ty, trừ trường hợp điều chỉnh vốn điều lệ do bán thêm cổ phần mới trong phạm vi số lượng cổ phần được



quyền chào bán quy định tại điều lệ công ty; thông qua báo cáo tài chính hàng năm; xem xét và xử lý các vi phạm của hội đồng quản trị, ban kiểm soát gây thiệt hại cho công ty và cổ đông công ty; quyết định tổ chức lại, giải thể công ty...

- **Hội đồng quản trị** là bộ phận quản lý công ty, có toàn quyền nhân danh công ty để quyết định, thực hiện các quyền và nghĩa vụ của công ty không thuộc thẩm quyền của đại hội đồng cổ đông. Thành viên hội đồng quản trị không nhất thiết phải là cổ đông của công ty, hội đồng quản trị thông qua quyết định bằng biểu quyết tại cuộc họp, lấy ý kiến bằng văn bản hoặc hình thức khác do điều lệ công ty quy định. Mỗi thành viên hội đồng quản trị có một phiếu biểu quyết.

Đại hội đồng cổ đông hoặc hội đồng quản trị bầu chủ tịch hội đồng quản trị theo quy định tại điều lệ công ty. Trường hợp hội đồng quản trị bầu chủ tịch hội đồng quản trị thì chủ tịch được bầu trong số thành viên hội đồng quản trị. Chủ tịch hội đồng quản trị có thể kiêm giám đốc hoặc tổng giám đốc công ty nếu pháp luật hoặc điều lệ công ty không có quy định khác.

- **Giám đốc/tổng giám đốc:** hội đồng quản trị bổ nhiệm một người trong số họ hoặc thuê người khác làm giám đốc hoặc tổng giám đốc. Giám đốc hoặc tổng giám đốc là người điều hành công việc kinh doanh hàng ngày của công ty, chịu sự giám sát của hội đồng quản trị và chịu trách nhiệm trước Hội đồng quản trị và trước pháp luật về việc thực hiện các quyền và nhiệm vụ được giao.

- **Ban kiểm soát:** thực hiện giám sát hội đồng quản trị, giám đốc hoặc tổng giám đốc trong việc quản lý và điều hành công ty, chịu trách nhiệm trước đại hội đồng cổ đông trong thực hiện các nhiệm vụ được giao.

#### 4.1.2 Khái niệm và đặc điểm của cổ phiếu

##### 4.1.2.1 Khái niệm

Hiểu theo nghĩa chung nhất, vốn điều lệ của công ty cổ phần được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần (Share), người mua và sở hữu cổ phần được gọi là cổ đông (Shareholder), giấy chứng nhận hoặc dữ liệu



THƯ VIỆN  
HUBT



điện tử xác nhận phần vốn góp của cổ đông vào công ty cổ phần được gọi là cổ phiếu (Stock).

Ở Việt Nam, theo Luật chứng khoán 2010, cổ phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành. Theo Luật doanh nghiệp 2014, cổ phiếu là chứng chỉ do công ty cổ phần phát hành hoặc bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử xác nhận quyền sở hữu một hoặc một số cổ phần của công ty đó.

Như vậy có thể hiểu cổ phiếu chính là hình thức biểu hiện cụ thể của cổ phần, 1 cổ phiếu có thể bao gồm một hoặc một số cổ phần. Tuy nhiên trên thực tế, chúng ta có thể sử dụng hai từ này qua lại với cùng một nghĩa. Cổ phiếu/cổ phần là loại chứng khoán vốn (Equity Securities) xác nhận quyền sở hữu đối với phần vốn chủ sở hữu (Equity) của công ty cổ phần. Cổ phiếu bao gồm **cổ phiếu thường (Common Shares)**, **Cổ phiếu ưu đãi (Preference Shares)**. Có thể coi cổ phiếu thường là chứng khoán vốn thuần túy, trái phiếu là chứng khoán nợ thuần túy, còn cổ phiếu ưu đãi có một số đặc điểm pha trộn giữa cổ phiếu thường và trái phiếu.

Thông thường, cổ đông được chia thành cổ đông thường và cổ đông ưu đãi. Ngoài ra còn có cổ đông sáng lập, cổ đông chiến lược, cổ đông lớn, cổ đông nội bộ.

Người sở hữu cổ phần ưu đãi gọi là cổ đông ưu đãi. Người sở hữu cổ phần thường là cổ đông thường.

Cổ đông sáng lập là cổ đông tham gia xây dựng, thông qua và ký tên vào bản điều lệ đầu tiên của công ty cổ phần. Các cổ đông sáng lập phải cùng nhau đăng ký mua một số lượng cổ phần nhất định trong tổng số cổ phần thường được quyền chào bán. Số cổ phần cổ thông mà cổ đông sáng lập nắm giữ sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong một thời gian nhất định. Theo quy định hiện hành của Việt Nam thì tỉ lệ cổ phần thường mà các cổ đông sáng lập phải cùng nhau nắm giữ ít nhất là 20% và số cổ phần này bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 3 năm kể từ ngày công ty được cấp giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh<sup>32</sup>.

<sup>32</sup> Điều 119 Luật doanh nghiệp 2014

## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Nhà đầu tư chiến lược là các nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài có năng lực tài chính và có cam kết bằng văn bản của người có thẩm quyền trong việc gắn bó lợi ích lâu dài với doanh nghiệp và hỗ trợ doanh nghiệp sau cổ phần hóa về: chuyển giao công nghệ mới, đào tạo nguồn nhân lực, nâng cao năng lực tài chính, quản trị doanh nghiệp, cung ứng nguyên vật liệu, phát triển thị trường tiêu thụ sản phẩm...).

Cổ đông lớn là cổ đông sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ năm phần trăm số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành trở lên<sup>33</sup>.

Cổ đông nội bộ là thành viên hội đồng quản trị, ban kiểm soát, tổng giám đốc/giám đốc, phó tổng giám đốc/phó giám đốc, giám đốc tài chính, kế toán trưởng, trưởng phòng tài chính kế toán của công ty đại chúng<sup>34</sup>.

### 4.1.2.2 Đặc điểm của cổ phiếu

Cổ phiếu là một tài sản tài chính xác nhận quyền sở hữu đối với tài sản và vốn của công ty cổ phần. Người sở hữu cổ phiếu được tham gia vào quá trình điều hành doanh nghiệp thông qua quyền tham dự, bầu cử, biểu quyết tại đại hội cổ đông và các quyền khác. Do đó, cổ phiếu có những đặc điểm riêng biệt, khác với trái phiếu và các tài sản tài chính khác. Đặc điểm của cổ phiếu là:

*Thứ nhất:* cổ phiếu là dấu hiệu của giá trị, dấu hiệu của tài sản thực sự. người sở hữu cổ phiếu là người đang sở hữu tài sản thực sự.

*Thứ hai:* cổ phiếu là một chứng khoán vĩnh viễn (vô thời hạn), thời hạn của cổ phiếu gắn chặt với thời hạn của công ty phát hành ra nó. Thời gian đáo hạn chính bằng thời hạn tồn tại của công ty. Cổ đông không có quyền yêu cầu công ty hoàn trả phần vốn góp trước thời hạn giải thể hay phá sản của công ty. Trừ trường hợp công ty chủ động mua lại cổ phiếu hoặc một số trường hợp đặc biệt.

<sup>33</sup> Theo Điều 6 Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 ngày 29 tháng 6 năm 2006.

<sup>34</sup> Theo Điều 2 Thông tư số 52/2012/TT-BTC ngày 5 tháng 4 năm 2012 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.



201

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

*Thứ ba:* cổ phiếu là loại giấy tờ có giá có khả năng sinh lời, có tính rủi ro và có khả năng chuyển nhượng được. Khả năng sinh lời của cổ phiếu thể hiện ở hai khía cạnh: thứ nhất là chênh lệch giá mua và bán; thứ hai là cổ tức nhận được hàng năm, chi trả từ lợi nhuận sau thuế của công ty khi công ty làm ăn có lãi. Rủi ro của cổ phiếu được đo lường bằng mức độ biến động của tỉ suất sinh lời thực tế xoay quanh tỉ suất sinh lời kỳ vọng; nếu tỉ suất sinh lời thực tế có sự khác biệt lớn với tỉ suất sinh lời kỳ vọng thì rủi ro sẽ lớn. Trong các công cụ đầu tư tài chính, cổ phiếu thuộc nhóm có rủi ro cao nhất.

### 4.1.3 Phân loại cổ phiếu

#### 4.1.3.1 Phân loại theo quyền lợi của cổ đông

Căn cứ và cách phân loại này, cổ phiếu được chia thành cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi. Công ty cổ phần phải có cổ phần thường và có thể có cổ phần ưu đãi. Mỗi cổ phần của cùng một loại đều tạo cho người sở hữu nó các quyền, nghĩa vụ và lợi ích ngang nhau. Cổ phần ưu đãi có thể chuyển đổi thành cổ phần thường.

#### a. Cổ phiếu thường

Cổ phiếu thường còn gọi là cổ phiếu thường. Người sở hữu cổ phần thường gọi là cổ đông thường. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty. Cổ đông sẽ được chia phần qua kết quả hoạt động kinh doanh của công ty, đồng thời tham gia vào quá trình quản lý kiểm soát công ty thông qua các quyền bỏ phiếu biểu quyết và có quyền đối với tài sản còn lại khi công ty thanh lý.

Cổ đông thường có các quyền<sup>35</sup> sau đây: tham dự và phát biểu trong các đại hội cổ đông và thực hiện quyền biểu quyết trực tiếp hoặc thông qua đại diện được uỷ quyền, mỗi cổ phần thường có một phiếu biểu quyết; được nhận cổ tức với mức theo quyết định của đại hội đồng cổ đông; được ưu tiên mua cổ phần mới chào bán tương ứng với tỉ lệ cổ phần thường của từng cổ đông trong công ty; được tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho cổ đông khác và cho người không phải là cổ đông; khi công ty giải thể hoặc phá sản,

<sup>35</sup> Luật doanh nghiệp 2014

được nhận một phần tài sản còn lại tương ứng với số cổ phần góp vốn vào công ty;

Quyền biểu quyết cung cấp cho cổ đông cơ hội để tham gia vào các quyết định chính của công ty, bao gồm việc bầu chọn hội đồng quản trị, các quyết định sáp nhập và mua lại doanh nghiệp và quyết định mức chi trả cổ tức. Quyền bỏ phiếu biểu quyết được thực hiện tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông. Có hai phương pháp bỏ phiếu biểu quyết. Đó là bỏ phiếu pháp định (statutory voting) và bỏ phiếu tích lũy (cumulative voting). Phương pháp bỏ phiếu pháp định, theo đó, mỗi cổ phần mà cổ đông sở hữu sẽ có một phiếu biểu quyết. Số phiếu biểu quyết của từng cổ đông sẽ là số cổ phần mà họ nắm giữ. Tuy nhiên, phương pháp trên sẽ không thích hợp trong trường hợp bầu hội đồng quản trị và ban kiểm soát công ty. Quyền bỏ phiếu tích lũy hay còn gọi là bầu dồn phiếu sẽ được áp dụng trong trường hợp biểu quyết bầu thành viên hội đồng quản trị và ban kiểm soát, theo đó mỗi cổ đông có tổng số phiếu biểu quyết tương ứng với tổng số cổ phần sở hữu nhân với số thành viên được bầu của hội đồng quản trị hoặc ban kiểm soát và cổ đông có quyền dồn hết tổng số phiếu bầu của mình cho một hoặc một số ứng cử viên để bảo vệ tốt hơn quyền lợi của các cổ đông nhỏ lẻ.

Tại nhiều quốc gia, các công ty có thể phát hành các loại cổ phần thường khác nhau (cổ phần loại A và loại B). Mỗi loại sẽ cho cổ đông những quyền lợi khác nhau. Ví dụ, công ty Ford Motor phát hành cổ phần loại A cho công chúng đầu tư và cổ phần loại B cho các thành viên trong gia đình Ford. Cổ đông loại A của Ford có 60% quyền biểu quyết, trong khi cổ đông loại B nắm giữ 40%. Trong trường hợp thanh lý công ty, cổ đông loại A sẽ được nhận 0,5 USD/cổ phần trước, kể đến cổ đông loại B sẽ được nhận 1 USD/cổ phần. Vì thế, cổ phần loại B sẽ có cơ hội nhận được tỉ lệ phân phối lớn hơn cổ đông loại A trong trường hợp thanh lý công ty. Khi thanh lý công ty, nếu mức chi trả mỗi cổ phần là 2 USD thì cổ đông loại A sẽ nhận được 0,5 USD/cổ phần, trong khi cổ đông loại B nhận được 1,5 USD/cổ phần; nếu mức chi trả là 3,5 USD/cổ phần thì cổ đông loại A nhận được 1,5 USD/cổ phần và cổ đông loại B sẽ nhận được 2,0 USD/cổ phần<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> CFA 2013 level 1 volume 5 – Equity and fixed income.

Cổ phần thường có thể được thu hồi (mua lại) hoặc được bán lại cho công ty. Cổ phần thường có thể thu hồi cho phép công ty phát hành được quyền mua lại cổ phần từ nhà đầu tư với mức giá thu hồi đã được xác định lúc phát hành. Công ty thường thu hồi lại cổ phần này khi giá cổ phiếu trên thị trường cao hơn giá thu hồi. Ngược lại, cổ phần thường có thể bán lại cho phép nhà đầu tư được quyền bán lại cổ phần cho công ty phát hành ở mức giá đã được xác định tại thời điểm phát hành

Cổ tức trả cho cổ phần thường được xác định căn cứ vào số lợi nhuận ròng đã thực hiện và khoản chi trả cổ tức được trích từ nguồn lợi nhuận giữ lại của công ty. Cổ tức có thể được chi trả bằng tiền mặt, bằng cổ phần của công ty hoặc bằng tài sản khác quy định tại điều lệ công ty.

#### **b. Cổ phiếu ưu đãi**

Cổ phiếu ưu đãi có những đặc điểm của chứng khoán nợ và của cổ phần thường. Nó giống chứng khoán nợ ở các khoản thanh toán cổ tức định kỳ. Cổ phiếu ưu đãi được nhận cổ tức theo tỉ lệ cố định và thường là cao hơn cổ phiếu thường. Tuy nhiên, việc trả cổ tức của cổ phiếu ưu đãi không phải là nghĩa vụ nợ bắt buộc của công ty. Cổ phiếu ưu đãi giống với cổ phiếu thường ở đặc điểm là không có thời gian đáo hạn, dòng cổ tức được trả không có thời hạn và cổ phiếu ưu đãi có thể được công ty thu hồi hoặc được cổ đông bán lại cho công ty phát hành<sup>37</sup>. Cổ phiếu ưu đãi được ưu tiên nhận cổ tức trước cổ phiếu thường và được nhận lại vốn trước cổ phiếu thường khi công ty thanh lý hay phá sản. Thông thường, cổ phiếu ưu đãi không có quyền biểu quyết, không tham dự đại hội cổ đông, không có quyền đề cử người vào hội đồng quản trị, ban kiểm soát và cũng không được nhận cổ tức theo kết quả kinh doanh của công ty như cổ phiếu thường.

Tuy nhiên, cổ tức trả cho cổ phần ưu đãi được thực hiện theo các điều kiện áp dụng riêng cho mỗi loại cổ phần ưu đãi:

<sup>37</sup> CFA 2013 level 1 volume 5 – Equity and fixed income.

*Cổ phần ưu đãi tích lũy*<sup>38</sup> là loại cổ phần cho phép khi công ty không trả cổ tức trong một hoặc nhiều giai đoạn thì phần cổ tức không được trả sẽ được tích lũy và phải được trả đầy đủ trước khi công ty trả cổ tức cho cổ phần thường. Ngược lại, *cổ phần ưu đãi không tích lũy* là cổ phần có cổ tức nếu không được chi trả thì phần cổ tức này sẽ không được tích lũy khi công ty trả cổ tức.

*Cổ phần ưu đãi dự phần* là loại cổ phần cho phép cổ đông nhận được cổ tức ưu đãi cơ bản và có cơ hội nhận thêm cổ tức khi lợi nhuận của công ty vượt quá một mức cụ thể đã được xác định trước. Bên cạnh đó, loại cổ phần này cũng có thể cho phép cổ đông nhận được một khoản chi trả thêm đối với tài sản công ty trong trường hợp thanh lý, có thể cao hơn mệnh giá của cổ phần ưu đãi loại này. Ngược lại, *cổ phần ưu đãi không dự phần* là cổ phần cho phép cổ đông chỉ nhận được mức cổ tức ưu đãi cố định và giá trị mệnh giá cổ phần trong trường hợp thanh lý công ty.

Công ty cổ phần có thể phát hành *cổ phần ưu đãi chuyển đổi*<sup>39</sup>. Đây là loại cổ phần cho phép cổ đông được quyền chuyển đổi cổ phần của họ thành một số lượng cổ phần thường nhất định. Tỷ lệ chuyển đổi này đã được quyết định tại thời điểm phát hành. Loại cổ phần này cho phép nhà đầu tư có cơ hội kiếm lời từ việc tăng giá cổ phần thường trên thị trường bằng cách thực hiện việc chuyển đổi. Giá cả của cổ phần ưu đãi chuyển đổi ít biến động hơn giá cổ phiếu thường bởi vì các khoản thanh toán cổ tức đã được xác định trước và có xu hướng ổn định.

Ở Việt Nam, theo Luật Doanh nghiệp năm 2014, cổ phần ưu đãi gồm các loại sau đây: cổ phần ưu đãi biểu quyết, cổ phần ưu đãi cổ tức, cổ phần ưu đãi hoàn lại, và cổ phần ưu đãi khác do Điều lệ công ty quy định. Người được quyền mua các loại cổ phiếu ưu đãi trên sẽ do Điều lệ công ty quy định hoặc do Đại hội đồng cổ đông quyết định.

<sup>38</sup> CFA 2013 level 1 volume 5 – Equity and fixed income, p.161.

<sup>39</sup> CFA 2013 level 1 volume 5 – Equity and fixed income, p. 162.



*Cổ phần ưu đãi biểu quyết*<sup>40</sup> là cổ phần có số phiếu biểu quyết nhiều hơn so với cổ phần thường. Số phiếu biểu quyết của một cổ phần ưu đãi biểu quyết do điều lệ công ty quy định. Cổ đông sở hữu cổ phần ưu đãi biểu quyết không được chuyển nhượng cổ phần đó cho người khác. Ưu đãi biểu quyết của cổ đông sáng lập chỉ có hiệu lực trong ba năm. Sau thời hạn này, cổ phần ưu đãi biểu quyết của cổ đông sáng lập chuyển đổi thành cổ phần thường.

*Cổ phần ưu đãi cổ tức*<sup>41</sup> là cổ phần được trả cổ tức với mức cao hơn so với mức cổ tức của cổ phần thường hoặc mức ổn định hàng năm. Cổ tức được chia hàng năm gồm cổ tức cố định và cổ tức thưởng. Cổ tức cố định không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty. Mức cổ tức cố định cụ thể và phương thức xác định cổ tức thưởng được ghi trên cổ phiếu của cổ phần ưu đãi cổ tức.

*Cổ phần ưu đãi hoàn lại*<sup>42</sup> là cổ phần được công ty hoàn lại vốn góp theo yêu cầu của người sở hữu hoặc theo các điều kiện được ghi tại cổ phiếu của cổ phần ưu đãi hoàn lại.

**Bảng 4.1: So sánh cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu**

Cổ phiếu thường	Cổ phiếu ưu đãi	Trái phiếu
Là chứng khoán vốn thể hiện phần vốn chủ sở hữu của tổ chức phát hành.	Giống cổ phiếu thường	Là chứng khoán nợ thể hiện phần nợ phải trả của tổ chức phát hành.
Thời gian đáo hạn chính bằng thời hạn tồn tại của công ty. Cổ đông không có quyền yêu cầu công ty hoàn trả phần vốn góp trước thời hạn giải thể hay phá sản của công ty. Trừ trường hợp công ty chủ	Giống cổ phiếu thường	Có thời gian đáo hạn xác định, đến thời điểm đáo hạn, người phát hành trái phiếu phải thanh toán vốn gốc (bằng mệnh giá) cho người sở hữu trái phiếu

<sup>40</sup> Theo Luật doanh nghiệp 2014.

<sup>41</sup> Theo Luật doanh nghiệp 2014.

<sup>42</sup> Theo Luật doanh nghiệp 2014.





### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Cổ phiếu thường	Cổ phiếu ưu đãi	Trái phiếu
động mua lại cổ phiếu hoặc một số trường hợp đặc biệt.		
Cổ tức chi trả từ lợi nhuận sau thuế của công ty, không được coi là chi phí tài chính của doanh nghiệp.	Giống cổ phiếu thường	Lãi trả cho trái chủ, cũng giống như lãi trả cho các chủ nợ khác được coi là chi phí của doanh nghiệp.
Được trả cổ tức sau cổ phiếu ưu đãi, mức cổ tức phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và chính sách cổ tức của công ty.	Được ưu tiên trả cổ tức trước cổ phiếu thường, tỉ lệ cổ tức cố định (trừ trường hợp công ty không đủ lợi nhuận sau thuế để chi trả) hoặc tỉ lệ cổ tức cao hơn tỉ lệ cổ tức của cổ phiếu thường.	Tổ chức phát hành phải trả lãi suất cố định cho trái chủ, hoàn toàn không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
Được tham gia vào quá trình điều hành doanh nghiệp thông qua quyền tham dự, bầu cử, biểu quyết tại đại hội cổ đông và các quyền khác.	Không được tham gia vào quá trình điều hành doanh nghiệp, không được quyền tham dự, không có quyền bầu cử, biểu quyết tại đại hội cổ đông.	Không được tham gia vào quá trình điều hành doanh nghiệp, không được quyền tham dự, không có quyền bầu cử, biểu quyết tại đại hội cổ đông.
Được nhận một phần tài sản còn lại tương ứng với số cổ phần góp vốn vào công ty khi công ty giải thể hoặc phá sản, cổ đông thường được thanh toán sau cổ đông ưu đãi.	Được nhận một phần tài sản còn lại tương ứng với số cổ phần góp vốn vào công ty khi công ty giải thể hoặc phá sản, cổ đông ưu đãi được ưu tiên thanh toán trước cổ đông thường.	Khi công ty giải thể hoặc phá sản, trái chủ và các chủ nợ khác được thanh toán trước, phần còn lại mới được phân phối cho cổ đông.

#### 4.1.3.2 Phân loại dựa vào tình trạng phát hành

Căn cứ vào tình trạng phát hành, cổ phiếu có thể được chia thành:

*Cổ phiếu được quyền phát hành* là số cổ phần mà đại hội đồng cổ đông quyết định sẽ phát hành để huy động thêm vốn.





*Cổ phiếu đã phát hành* là cổ phiếu đã được nhà đầu tư thanh toán đầy đủ và những thông tin về người sở hữu được ghi đúng, ghi đủ vào sổ đăng ký cổ đông.

*Cổ phiếu đang lưu hành* là số cổ phiếu hiện đang được các cổ đông nắm giữ, bao gồm cả các cổ phiếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư tổ chức và cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng được sở hữu bởi nhân viên của công ty hay cá nhân khác trong nội bộ công ty. Số lượng cổ phiếu đang lưu hành được sử dụng để tính toán các chỉ tiêu quan trọng của công ty như vốn hóa thị trường và thu nhập trên một cổ phần. Số cổ phiếu đang lưu hành của công ty bằng số lượng cổ phiếu đã phát hành trừ đi số cổ phiếu quỹ.

*Cổ phiếu quỹ* là cổ phiếu đã được phát hành bởi công ty cổ phần và được mua lại bởi chính tổ chức phát hành đó. Cổ phiếu quỹ sẽ không được chi trả cổ tức, không có quyền biểu quyết và không được quyền mua trước cổ phần khi công ty thực hiện tăng vốn. Công ty có quyền mua lại không quá 30% tổng số cổ phần thường đã bán, một phần hoặc toàn bộ cổ phần ưu đãi cổ tức đã bán<sup>43</sup>. Công ty cổ phần chỉ được mua lại cổ phiếu quỹ từ các nguồn thặng dư vốn cổ phần hoặc quỹ đầu tư phát triển hoặc lợi nhuận sau thuế chưa phân phối hoặc nguồn vốn chủ sở hữu khác theo quy định của pháp luật.

#### 4.1.3.3 Căn cứ vào khả năng đem lại thu nhập<sup>44</sup>

*Cổ phiếu thượng hạng (Blue - Chip Stock)*: là cổ phiếu do những công ty có thành tích lâu dài và liên tục về lợi nhuận và chi trả cổ tức, phát hành; là cổ phiếu của những công ty lớn, có tên tuổi, ổn định và trưởng thành, có tiềm lực tài chính to lớn; ít bị mất giá, những không nhất thiết là giá sẽ tăng nhanh, cổ tức được chi trả ổn định và tăng đều đặn.

*Cổ phiếu tăng trưởng (Growth Stock)*: là cổ phiếu của công ty có doanh số, thu nhập và thị phần đang tăng với tốc độ nhanh hơn tốc độ của nền kinh tế nói chung, nhanh hơn mức trung bình ngành; cổ phiếu có tiềm năng tăng giá mạnh.

<sup>43</sup> Theo Luật doanh nghiệp 2014.

<sup>44</sup> Đào Lê Minh (2009)

**Cổ phiếu phòng vệ (Defensive Stock):** là cổ phiếu của những công ty có sức chống đỡ với suy thoái. Công ty thường kinh doanh những sản phẩm thiết yếu: thuốc lá, nước giải khát, bánh kẹo, thực phẩm và có mức chi trả cổ tức ổn định. Vào thời kỳ suy thoái, các cổ phiếu giảm thì cổ phiếu này không bị mất giá.

**Cổ phiếu thu nhập (High-Income Stock):** là cổ phiếu của những công ty trả lãi (Yield - cổ tức/giá) cao hơn mức trung bình; có sức hấp dẫn với những người mua cổ phiếu để có thu nhập thường xuyên như người già, người về hưu; có tiềm năng tăng giá, thường là cổ phiếu của những công ty thuộc lĩnh vực công ích.

**Cổ phiếu chu kỳ (Cycle Stock):** là cổ phiếu của những công ty có lợi nhuận biến đổi theo chu kỳ kinh doanh; khi điều kiện kinh doanh tốt lên, khả năng thu lợi nhuận phục hồi dẫn đến giá cổ phiếu thường tăng; các ngành kinh doanh có tính chu kỳ là: thép, xi măng, máy công cụ, ô tô...

**Cổ phiếu thời vụ (Season Stock):** là cổ phiếu của những công ty mà thu nhập của nó có khuynh hướng biến động theo thời vụ, thường là công ty bán lẻ. Doanh số và lợi nhuận tăng lên vào những thời điểm nhất định trong năm: khai giảng, giảng sinh...

### 4.1.4 Các loại giá trị của cổ phiếu

#### 4.1.4.1 Mệnh giá

Mệnh giá (Face Value/Par Value) là giá trị ghi trên bề mặt của cổ phiếu. Đó chính là giá trị của phần vốn điều lệ trên mỗi cổ phần. Đối với chứng khoán vốn nói chung và cổ phiếu nói riêng, mệnh giá chỉ có giá trị danh nghĩa, thường không ảnh hưởng nhiều đến giá của cổ phiếu giao dịch trên thị trường. Tại Việt Nam, mệnh giá của cổ phiếu và chứng chỉ quỹ chào bán lần đầu ra công chúng được quy định là 10.000 VND.

Mệnh giá được công ty sử dụng để ghi nhận vốn điều lệ, hoặc dùng để tính số lượng cổ phiếu phát hành hoặc cũng có thể được sử dụng để tính cổ tức tiền mặt cổ đông nhận được trên mỗi cổ phần.

**MỆNH GIÁ = VỐN ĐIỀU LỆ / SỐ LƯỢNG CỔ PHIẾU ĐÃ PHÁT HÀNH**



THƯ VIỆN  
HUBT  
209

#### 4.1.4.2 Giá trị sổ sách

Giá trị sổ sách (Book Value) là giá trị của cổ phiếu được ghi nhận theo sổ sách kế toán của công ty. Nó phản ánh tình trạng vốn chủ sở hữu của công ty ở một thời điểm nhất định. Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu là thu nhập dự kiến trên mỗi cổ phiếu mà người nắm giữ nhận được khi công ty thanh lý.

Gọi BV (Book Value) là giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần thường, ta có thể tính được BV theo công thức sau:

$$BV = (\text{VỐN CHỦ SỞ HỮU} - \text{GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI}) / \text{SỐ LƯỢNG CỔ PHIẾU ĐANG LƯU HÀNH}$$

#### 4.1.4.3 Giá trị thị trường

Giá trị thị trường (Market Price) là giá cả của cổ phiếu được giao dịch mua bán trên thị trường, được xác định thông qua cung cầu cổ phiếu trên thị trường. Có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng và tác động đến giá của cổ phiếu trên thị trường. Trong đó có thể có các yếu tố cơ bản (môi trường vĩ mô mà doanh nghiệp hoạt động, các yếu tố vi mô nội tại của doanh nghiệp) và các yếu tố kỹ thuật (xu hướng của thị trường, chu kỳ giá,...) và các yếu tố khác (tâm lý và kỳ vọng của nhà đầu tư, tài chính hành vi, các biện pháp phòng vệ, thị trường hiệu quả,...). Cụ thể bao gồm các yếu tố chính sau đây: Môi trường kinh tế - chính trị - xã hội, môi trường đầu tư, luật pháp; Sự tác động của các thị trường khác như: thị trường tiền tệ, ngoại hối, bất động sản; Sự phát triển của ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động; Tình hình sản xuất kinh doanh, hoạt động, tài chính, thị trường, nhân sự,... của doanh nghiệp; Sự kỳ vọng và tâm lý của nhà đầu tư; Chu kỳ và xu hướng của thị trường.

#### 4.1.4.3 Giá trị nội tại

Giá trị nội tại (Intrinsic Value) còn gọi là giá trị thực, hay giá trị lý thuyết của một chứng khoán, là giá trị vốn có thuộc về bản chất của chứng khoán đó. Nó được quyết định bởi các yếu tố nội tại bên trong của doanh nghiệp phát hành cũng như các yếu tố bên ngoài thuộc môi trường kinh tế tài chính mà doanh nghiệp hoạt động và chứng khoán được giao dịch.



Đây là giá trị mà nhà phân tích cơ bản tìm kiếm, phụ thuộc chủ yếu vào quá trình định giá, phương pháp định giá, mô hình định giá, thông tin và dữ liệu sử dụng để định giá, lựa chọn các thông số đầu vào, và việc dự báo các thông số của định giá mà kết quả sẽ khác nhau giữa các nhà phân tích cơ bản khác nhau. Sau khi tính toán ra giá trị thực của cổ phiếu, nhà phân tích cơ bản sẽ so sánh giá trị này với giá thị trường hiện tại của chứng khoán để xem chứng khoán đang bị định giá thấp, cao hay phù hợp trên thị trường, để từ đó có thể đưa ra quyết định mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

## 4.2 LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

### 4.2.1 Lợi nhuận

Lợi nhuận trong đầu tư cổ phiếu là tổng thu nhập nhà đầu tư có được từ việc nắm giữ cổ phiếu. Bao gồm hai khoản chính là cổ tức và lãi trên vốn đầu tư.

*Cổ tức (Dividend)* là khoản lợi nhuận ròng được trả cho mỗi cổ phần, mức cổ tức cao hay thấp sẽ phụ thuộc vào lợi nhuận và chính sách phân chia cổ tức của công ty. Thông thường cổ đông sẽ nhận được cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu và có thể được trả một hoặc hai lần trong năm. Cổ tức được xem là phần thu nhập đáng kể của nhà đầu tư sau một khoảng thời gian nắm giữ cổ phiếu nhất định. Các nhà đầu tư cổ phiếu với mục tiêu hưởng thu nhập thường xuyên sẽ lựa chọn đầu tư vào các công ty có mức chi trả cổ tức cao và ổn định.

*Lãi trên vốn đầu tư (Capital Gain)* là phần chênh lệch giữa giá bán cổ phiếu và giá đã mua trước đây của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư với mục tiêu tăng trưởng vốn sẽ chú trọng đến phần lợi nhuận này và họ sẽ tìm kiếm và đầu tư vào các công ty có mức giá thị trường của cổ phiếu thấp hơn giá trị nội tại và kỳ vọng mức giá bán cao trong tương lai.

Tại hầu hết các thị trường chứng khoán, khoản thu nhập từ cổ tức và lãi trên vốn đầu tư cổ phiếu đều bị đánh thuế thu nhập, ngoại trừ các thị trường chứng khoán mới thành lập trong thời gian đầu cần thu hút nhà đầu tư thì có thể tạm miễn thu thuế đối với các loại thu nhập trên.



Nếu ta gọi  $r$  là tỉ suất sinh lời khi đầu tư cổ phiếu trong kỳ,  $D$  là cổ tức nhà đầu tư nhận được trong kỳ,  $D_1$  là cổ tức nhận được kỳ 1,  $D_2$  là cổ tức nhận được kỳ 2,  $P_1$  là giá mua cổ phiếu của nhà đầu tư,  $P_2$  là giá bán cổ phiếu của nhà đầu tư.

Ta có tỉ suất sinh lời nhà đầu tư nhận được từ đầu tư cổ phiếu sẽ là:

$$r = \frac{P_2 - P_1 + D}{P_1} \times 100$$

$$D = D_1 + D_2$$

#### 4.2.2 Rủi ro

Rủi ro là sự không chắc chắn về thu nhập nhận được trong tương lai, được hiểu là sự sai biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kỳ vọng trung bình của nhà đầu tư. Trong đầu tư chứng khoán, những rủi ro do các yếu tố ngoài công ty, không kiểm soát được và có ảnh hưởng rộng rãi đến toàn bộ thị trường và tất cả các chứng khoán được gọi là rủi ro hệ thống. Ngược lại, những rủi ro do các yếu tố nội tại gây ra, có thể kiểm soát được và chỉ tác động tới một ngành hay một công ty, một hoặc một số chứng khoán được gọi là rủi ro phi hệ thống.

- **Rủi ro hệ thống**

Rủi ro hệ thống thường bao gồm một số rủi ro cơ bản sau đây:

*Rủi ro thị trường:* là rủi ro không kiểm soát được, không thể giảm thiểu được thông qua đa dạng hóa. Rủi ro thị trường liên quan đến các sự kiện kinh tế, chính trị, xã hội. Đó có thể là các cuộc suy thoái, bất ổn chính trị, thay đổi lãi suất, tấn công khủng bố hoặc các thảm họa tự nhiên. Rủi ro thị trường thường xuất phát từ các sự kiện hữu hình nhưng lại tác động mạnh mẽ đến tâm lý nhà đầu tư, gây nên sự sợ hãi đối với nhà đầu tư và họ sẽ hành động bán chứng khoán theo phản ứng dây chuyền khi những sự sụt giảm giá



chứng khoán đầu tiên xuất hiện. Hành động bán tháo chứng khoán của nhà đầu tư sẽ làm giá chứng khoán sụt giảm sâu hơn và giá thị trường của chứng khoán sẽ giảm xuống thấp hơn giá trị thực của chứng khoán.

*Rủi ro lãi suất:* những sự thay đổi trong lãi suất trái phiếu chính phủ sẽ làm ảnh hưởng tới giá của tất cả các khoản đầu tư và các chứng khoán trên thị trường. Lãi suất trái phiếu chính phủ tăng sẽ thu hút nhà đầu tư vào loại trái phiếu này, làm tỉ suất sinh lời yêu cầu khi đầu tư vào các chứng khoán khác của nhà đầu tư tăng lên, từ đó làm các chứng khoán khác kém hấp dẫn đi. Người mua sẽ hành động mua trái phiếu chính phủ và bán các trái phiếu khác trên thị trường, hệ quả là giá của các trái phiếu khác giảm đi. Điều này làm cho giá của cổ phiếu giảm xuống như một phản ứng dây chuyền.

*Rủi ro sức mua:* là rủi ro xảy ra do sự sụt giảm trong sức mua của dòng tiền nhận được. Rủi ro sức mua là tác động của lạm phát đối với khoản đầu tư. Khi nhà đầu tư mua cổ phiếu, họ đã bỏ qua cơ hội mua hàng hóa hay dịch vụ trong thời gian nắm giữ cổ phiếu. Nếu trong khoảng thời gian đó, giá cả hàng hóa dịch vụ tăng, nhà đầu tư đã bị mất một phần sức mua. Lạm phát sẽ làm thay đổi các mức lãi suất danh nghĩa, từ đó gây tác động tới giá các loại chứng khoán trên thị trường.

#### • Rủi ro phi hệ thống

Rủi ro phi hệ thống là một phần trong rủi ro tổng thể, là những rủi ro cụ thể, riêng lẻ, có thể giảm thiểu thông qua đa dạng hóa. Rủi ro này có thể chỉ liên quan đến một ngành, một ngành hoặc một chứng khoán cụ thể. Đó có thể là những rủi ro liên quan đến khả năng quản lý của một công ty, rủi ro về nhân sự, tài chính, thanh toán hoặc phá sản của một công ty. Rủi ro không hệ thống có thể bao gồm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Rủi ro kinh doanh liên quan nhiều đến sự thay đổi trong môi trường kinh doanh của công ty làm lợi nhuận của công ty thấp hơn so với dự đoán của nhà đầu tư. Rủi ro tài chính liên quan đến tình trạng tài chính và cấu trúc vốn của công ty.

## 4.3 NGHIỆP VỤ PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU

### 4.3.1 Các hình thức phát hành cổ phiếu

#### 4.3.1.1 Phân loại theo đối tượng phát hành

- Phát hành cổ phiếu riêng lẻ

Phát hành riêng lẻ là việc chứng khoán được chào bán trong phạm vi một số người nhất định, với những điều kiện hạn chế và không tiến hành rộng rãi ra công chúng. Tại Việt Nam, chào bán chứng khoán (cổ phiếu) riêng lẻ: là việc tổ chức chào bán chứng khoán (cổ phiếu) cho dưới 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và không sử dụng phương tiện thông tin đại chúng hoặc internet<sup>45</sup>.

Theo pháp luật của Việt Nam, điều kiện chào bán cổ phiếu riêng lẻ của công ty đại chúng<sup>46</sup>:

*Thứ nhất*, có quyết định của đại hội đồng cổ đông hoặc hội đồng quản trị thông qua phương án chào bán và sử dụng số tiền thu được từ đợt chào bán, xác định rõ đối tượng, số lượng nhà đầu tư.

*Thứ hai*, việc chuyển nhượng cổ phần chào bán riêng lẻ bị hạn chế tối thiểu một năm, kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán, trừ trường hợp chào bán riêng lẻ theo chương trình lựa chọn cho người lao động trong công ty, chuyển nhượng chứng khoán đã chào bán của cá nhân cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, chuyển nhượng chứng khoán giữa các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, theo quyết định của toà án hoặc thừa kế theo quy định của pháp luật.

*Thứ ba*, các đợt chào bán cổ phần riêng lẻ phải cách nhau ít nhất 6 tháng.

<sup>45</sup> Theo Khoản 3, Điều 1, Luật Chứng khoán sửa đổi bổ sung năm 2010.

<sup>46</sup> Theo Khoản 6, Điều 1, Luật Chứng khoán sửa đổi bổ sung năm 2010.

Nguyên nhân phát hành cổ phiếu riêng lẻ: có thể doanh nghiệp không đủ tiêu chuẩn để phát hành ra công chúng; hoặc số lượng vốn cần huy động thấp (phát hành ra công chúng chi phí huy động cao hơn); hoặc phát hành cổ phiếu nhằm mục đích duy trì các mối quan hệ kinh doanh (nhà cung cấp, nhà tiêu thụ sản phẩm...); hoặc phát hành cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên trong công ty.

• **Phát hành cổ phiếu ra công chúng**

Phát hành cổ phiếu ra công chúng là việc công ty cổ phần chào bán rộng rãi cổ phiếu cho một số lượng lớn các nhà đầu tư công chúng (thường không tính các nhà đầu tư tổ chức).

Tại Việt Nam, phát hành cổ phiếu ra công chúng<sup>47</sup>: là việc chào bán theo một trong các phương thức sau đây: Thông qua phương tiện thông tin đại chúng, kể cả internet; hoặc chào bán chứng khoán cho từ một trăm nhà đầu tư trở lên, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; hoặc chào bán cho một số lượng nhà đầu tư không xác định.

Điều kiện phát hành cổ phiếu ra công chúng: ở các quốc gia trên thế giới, các công ty thực hiện IPO đều phải đáp ứng các yêu cầu, tiêu chuẩn của các cơ quan quản lý, gồm hai nhóm tiêu chuẩn: tiêu chuẩn định tính và tiêu chuẩn định lượng. Ở Việt Nam, điều kiện này được quy định như sau<sup>48</sup>: (i) doanh nghiệp có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ 10 tỉ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán. (ii) hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán. (iii) Có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

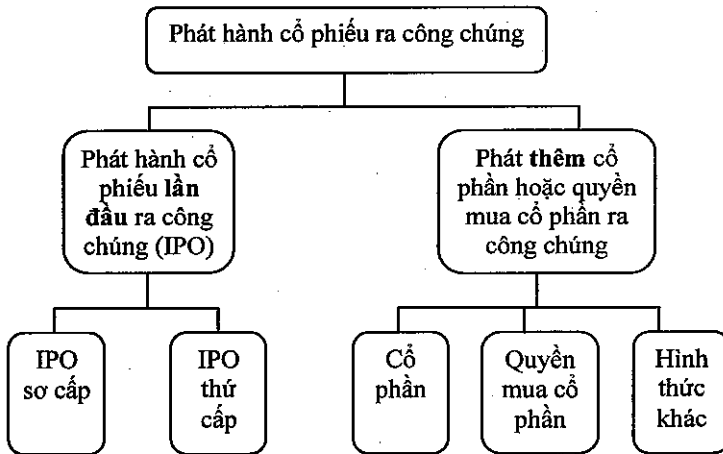
<sup>47</sup> Theo Điều 6, Luật Chứng khoán năm 2006.

<sup>48</sup> Theo Điều 12, Luật Chứng khoán năm 2006 và Khoản 7, Điều 1, Luật sửa đổi, bổ sung năm 2010.





Sơ đồ 4.1: Các hình thức chào bán cổ phiếu ra công chúng ở Việt Nam



Chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) bao gồm<sup>49</sup>: (i) IPO sơ cấp là việc công ty phát cổ phiếu để huy động vốn, sau đợt phát hành vốn điều lệ của công ty sẽ tăng; (ii) IPO thứ cấp là việc công ty phát hành cổ phiếu để trở thành công ty đại chúng thông qua thay đổi cơ cấu sở hữu nhưng không làm tăng vốn điều lệ.

Chào bán thêm ra công chúng bao gồm<sup>50</sup>: là việc công ty đại chúng chào bán thêm cổ phần hoặc phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ,

#### 4.3.1.2 Phân loại theo phương pháp phát hành

Theo cách phân loại này, người ta chia phát hành cổ phiếu thành hai phương pháp: phát hành trực tiếp và phát hành gián tiếp.

##### • Phát hành trực tiếp

Là cách thức phát hành cổ phiếu mà tổ chức phát hành trực tiếp bán cổ phiếu cho nhà đầu tư mà không thông qua tổ chức trung gian tài chính; thông thường đây là một đợt phát hành với giá trị nhỏ hoặc cho cổ đông chiến lược

<sup>49</sup> Theo Khoản 1, Điều 10, Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.

<sup>50</sup> Theo Khoản 2, Điều 10, Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.

hoặc cho cán bộ công nhân viên (ESOP-Employee Stock Ownership Plan). Cách thức thực hiện và thủ tục của phương thức phát hành này rất đơn giản.

• **Phát hành gián tiếp**

Là cách thức phát hành cổ phiếu mà tổ chức phát hành thực hiện việc bán cổ phiếu thông qua một hoặc một số các tổ chức trung gian tài chính, dưới đại lý phát hành hoặc bảo lãnh phát hành.

*Bảo lãnh phát hành:* là việc tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, tổ chức việc phân phối chứng khoán và giúp bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu sau khi phát hành. Như vậy, bảo lãnh phát hành bao gồm cả việc tư vấn tài chính và phân phối chứng khoán. Tại Việt Nam, bảo lãnh phát hành<sup>51</sup> là việc cam kết với tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán, 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.

*Đại lý phát hành:* là công ty chứng khoán, tổ chức tín dụng nhận bán chứng khoán cho tổ chức phát hành trên cơ sở thoả thuận.

**4.3.2 Phương thức phát hành cổ phiếu**

Có hai phương thức phát hành, đó là: phát hành cổ phiếu với giá cố định và phát hành thông qua đấu giá.

**4.3.2.1 Phương thức phát hành với giá xác định**

Phương thức phát hành cổ phiếu với giá xác định thường xảy ra dưới hai hình thức phổ biến sau đây:

*Chào bán riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược:* Theo phương pháp này, tổ chức phát hành sẽ trực tiếp thương lượng với các nhà đầu tư chiến lược để thoả thuận về giá phát hành, khối lượng phát hành cùng những điều khoản

<sup>51</sup> Theo Khoản 3, Điều 1, Luật Chứng khoán sửa đổi, bổ sung năm 2010 và theo Khoản 9, Điều 2, Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.



liên quan. Tổ chức phát hành phải xây dựng các tiêu chí xác định, lựa chọn đối tác chiến lược. Việc lựa chọn cổ đông chiến lược nhằm mục đích lựa chọn được nhà đầu tư có uy tín, có năng lực tài chính và khả năng hỗ trợ tổ chức phát hành.

*Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu:* Khi công ty cổ phần quyết định tăng vốn bằng cách phát hành cổ phiếu mới thì cổ đông của công ty là đối tượng đầu tiên được hưởng quyền mua cổ phần. Quyền mua cổ phần là quyền ưu tiên mua trước cổ phiếu của công ty cổ phần dành cho cổ đông hiện hành khi công ty phát hành thêm cổ phiếu mới. Quyền này nhằm đảm bảo tỉ lệ sở hữu công ty cho các cổ đông hiện hành. Quyền mua cổ phần cho phép những người đang nắm nó được mua cổ phần mới với giá ấn định trước và thường sẽ thấp hơn giá thị trường.

#### 4.3.2.2 Phương thức phát hành thông qua đấu giá

Phát hành thông qua đấu giá là việc cổ phiếu của công ty được phát hành thông qua hình thức đấu thầu để xác định giá phát hành và nhà đầu tư được mua. Ở Việt Nam, giá trúng thầu được xác định theo nguyên tắc sau:

(i) Xác định theo giá đặt mua từ cao xuống thấp cho đủ số lượng cổ phần chào bán nhưng không thấp hơn giá khởi điểm.

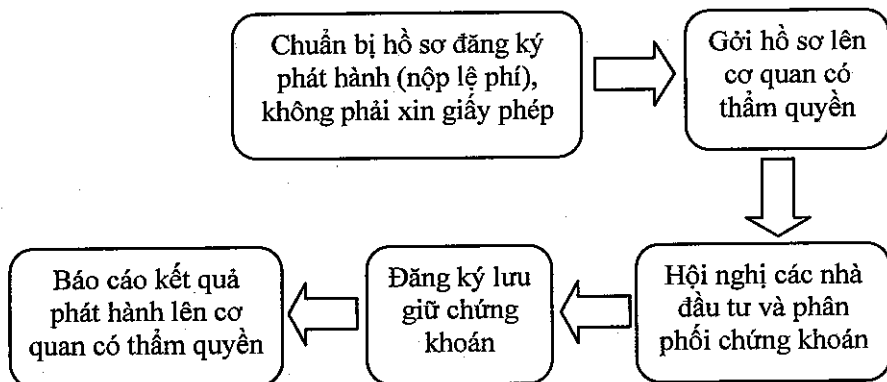
(ii) Giá bán là giá đấu thầu thành công của từng nhà đầu tư, theo đó nhà đầu tư trúng ở mức giá nào thì mua cổ phần ở mức giá đó.

(iii) Tại mức giá trúng thầu thấp nhất, trường hợp các nhà đầu tư cùng đặt mức giá bằng nhau, nhưng số cổ phần còn lại ít hơn tổng số cổ phần của các nhà đầu tư này đăng ký mua tại mức giá trúng thầu thấp nhất thì xác định như sau:

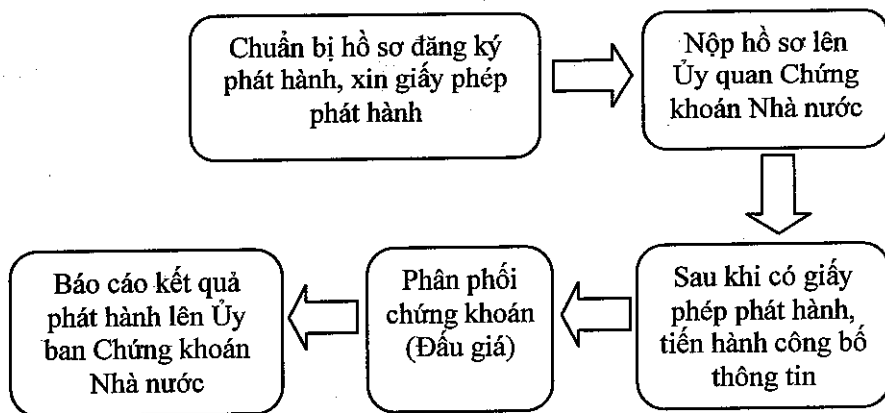
$$\begin{array}{l} \text{Số cổ phần} \\ \text{n nhà đầu tư} \\ \text{được mua} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Số cổ phần còn} \\ \text{lại chào bán} \end{array} \times \frac{\begin{array}{l} \text{Số cổ phần NĐT đăng ký mua giá} \\ \text{bằng nhau} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Tổng số cổ phần NĐT đăng ký mua} \\ \text{giá bằng nhau} \end{array}}$$

### 4.3.3 Quy trình phát hành cổ phiếu

Sơ đồ 4.2: Quy trình phát hành cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam



Sơ đồ 4.3: Quy trình phát cổ phiếu ra công chúng tại Việt Nam



## 4.4 NGHIỆP VỤ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG TẬP TRUNG

### 4.4.1 Niêm yết cổ phiếu tại sở giao dịch chứng khoán

#### 4.4.1.1 Khái niệm và đặc điểm niêm yết cổ phiếu

Niêm yết cổ phiếu là quá trình định danh các cổ phiếu được chuẩn hóa để giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán. Nói cách khác đây là quá trình sở giao dịch chấp thuận cho công ty phát hành có cổ phiếu được phép niêm yết



THƯ VIỆN  
HUBT

219

và giao dịch trên sở giao dịch nếu công ty đó đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn về định lượng cũng như định tính theo quy định mà sở giao dịch đặt ra. Mục tiêu của việc niêm yết cổ phiếu trên sở giao dịch chứng khoán là:

*Thứ nhất*, đối với công ty, giúp công ty tiếp cận và huy động vốn dễ dàng hơn bởi vì niêm yết có thể thu hút vốn dài hạn thông qua phát hành chứng khoán với chi phí thấp. Thông thường, công ty niêm yết được công chúng tin nhiệm hơn công ty không được niêm yết do quy định bắt buộc phải công bố thông tin về tình hình sản xuất kinh doanh, tình hình tài chính thì các công ty niêm yết nên các công ty luôn luôn phải hoàn thiện mình để nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh. Vì vậy, khi trở thành một công ty được niêm yết thì họ có thể dễ dàng trong việc huy động vốn và với chi phí huy động thấp hơn.

*Thứ hai*, tác động đến công chúng, niêm yết góp phần quảng bá thêm hình ảnh của công ty trong các nhà đầu tư, các chủ nợ, người cung ứng, các khách hàng và những người làm công, nhờ vậy công ty được niêm yết có "sức hút" đối với các nhà đầu tư, tăng niềm tin đối với khách hàng.

*Thứ ba*, đối với các nhà đầu tư, nâng cao tính thanh khoản cho các chứng khoán vì khi các chứng khoán được niêm yết sẽ làm cho tính thanh khoản được gia tăng và dễ dàng được sử dụng phục vụ cho các mục đích về tài chính, thừa kế và các mục đích khác. Đồng thời niêm yết cũng tạo cơ hội cho các nhà đầu tư có vốn nhỏ vẫn có thể dễ dàng tham gia trở thành cổ đông của công ty.

#### 4.4.1.2 Phân loại niêm yết chứng khoán

*Niêm yết lần đầu (Initial listing)*: là việc cho phép chứng khoán của tổ chức phát hành được đăng ký niêm yết giao dịch chứng khoán lần đầu tiên sau khi phát hành ra công chúng (IPO) khi tổ chức phát hành đó đáp ứng được các tiêu chuẩn về niêm yết.

*Niêm yết bổ sung (Additional listing)*: là quá trình chấp thuận của Sở giao dịch cho một công ty niêm yết được niêm yết các cổ phiếu mới phát hành với mục đích tăng vốn hay vì các mục đích khác như sáp nhập, chi trả cổ tức, thực hiện các trái quyền hoặc thực hiện các trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu...v.v.



**Thay đổi niêm yết (Change listing):** thay đổi niêm yết phát sinh khi công ty niêm yết thay đổi tên chứng khoán giao dịch, khối lượng, mệnh giá hoặc tổng giá trị chứng khoán được niêm yết của mình.

**Niêm yết lại (Relisting):** là việc cho phép một công ty phát hành được tiếp tục niêm yết trở lại các chứng khoán trước đây đã bị huỷ bỏ niêm yết vì các lý do không đáp ứng được các tiêu chuẩn duy trì niêm yết.

**Niêm yết cửa sau (Back door listing):** là trường hợp một tổ chức niêm yết chính thức sáp nhập, liên kết hoặc tham gia vào hiệp hội với một tổ chức, nhóm không niêm yết và kết quả là các tổ chức không niêm yết đó lấy được quyền kiểm soát tổ chức niêm yết.

**Niêm yết toàn phần (Dual listing):** là việc niêm yết tất cả các cổ phiếu sau khi đã phát hành ra công chúng trên một Sở giao dịch chứng khoán trong nước hoặc nước ngoài.

**Niêm yết từng phần (Partial listing):** là việc niêm yết một phần trong tổng số chứng khoán đã phát hành ra công chúng của lần phát hành đó, phần còn lại không hoặc chưa được niêm yết. Niêm yết từng phần thường diễn ra ở các công ty lớn do chính phủ kiểm soát, phần chứng khoán phát hành ra thị trường do các nhà đầu tư cá nhân nắm giữ được niêm yết, còn phần nắm giữ của chính phủ hoặc tổ chức đại diện cho chính phủ nắm giữ không được niêm yết.

#### 4.4.1.3 Tiêu chuẩn niêm yết

Tiêu chuẩn niêm yết thông thường do sở giao dịch của mỗi quốc gia quy định, dựa trên cơ sở yếu tố hiện trạng của nền kinh tế. Tiêu chuẩn này bao gồm các điều kiện về tài chính của công ty, các chính sách khuyến khích hay hạn chế niêm yết. Thông thường, ở các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, các tiêu chuẩn niêm yết chặt chẽ hơn các thị trường mới nổi nhưng nhìn chung tiêu chuẩn về niêm yết được quy định dưới hai hình thức là tiêu chuẩn định lượng và tiêu chuẩn định tính.



• **Tiêu chuẩn định lượng**

*Thứ nhất*, thời gian hoạt động từ khi thành lập công ty: công ty niêm yết phải có một nền tảng kinh doanh hiệu quả và thời gian hoạt động liên tục trong một số năm nhất định tính đến thời điểm xin niêm yết. Thông thường, đối với các thị trường chứng khoán truyền thống công ty niêm yết phải có thời gian hoạt động tối thiểu 3-5 năm, hoặc cổ phiếu đã từng được giao dịch trên thị trường phi tập trung.

*Thứ hai*, quy mô và cơ cấu sở hữu cổ phần công ty: quy mô của một công ty niêm yết phải đủ lớn để tạo nên tính thanh khoản tối thiểu cho chứng khoán của công ty.

*Thứ ba*, lợi suất thu được từ vốn cổ phần. Mức sinh lời trên vốn đầu tư (cổ tức) phải cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 1 năm. Hoặc số năm hoạt động kinh doanh có lãi tính đến thời điểm xin niêm yết là 2 - 3 năm.

*Thứ tư*, tỉ lệ nợ: có thể là tỉ lệ nợ trên tài sản ròng của công ty, hoặc tỉ lệ vốn khả dụng điều chỉnh trên tổng tài sản nợ của công ty ở mức cho phép, nhằm bảo đảm duy trì tình hình tài chính lành mạnh của doanh nghiệp.

*Thứ năm*, sự phân bổ cổ đông: là xét đến số lượng và tỉ lệ cổ phiếu do các cổ đông thiểu số nắm giữ (thông thường 1%) và các cổ đông lớn (5%); tỉ lệ cổ phiếu do cổ đông sáng lập và cổ đông ngoài công chúng nắm giữ mức tối thiểu.

• **Tiêu chuẩn định tính**

Thường sẽ là triển vọng của công ty; phương án khả thi về sử dụng vốn của đợt phát hành; ý kiến kiểm toán về các báo cáo tài chính; cơ cấu tổ chức hoạt động của công ty (hội đồng quản trị và ban giám đốc điều hành); mẫu chứng chỉ chứng khoán; lợi ích mang lại đối với ngành, nghề trong nền kinh tế quốc dân; tổ chức công bố thông tin; hoặc quy định niêm yết trong những trường hợp đặc biệt:

Hiện nay, điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán TPHCM (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX)<sup>52</sup> được quy định tại điều 53 và 54 của Nghị định 58/2012/NĐ-CP.

<sup>52</sup> Theo Điều 53 và 54, Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.



**Bảng 4.2: Điều kiện niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam**

<i>HOSE</i>	<i>HNX</i>
i. Là công ty cổ phần có vốn điều lệ tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 120 tỉ đồng trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.	i. Là công ty cổ phần có vốn điều lệ tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 30 tỉ đồng trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ sách.
ii. Có ít nhất 2 năm hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần tính đến thời điểm đăng ký niêm yết (ngoại trừ doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa gắn với niêm yết), ROE $\geq 5\%$ và hoạt động kinh doanh 2 năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm và không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký niêm yết, tuân thủ các quy định của pháp luật về kế toán báo cáo tài chính.	ii. Có ít nhất 1 năm hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần tính đến thời điểm đăng ký niêm yết (ngoại trừ doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa gắn với niêm yết), ROE $\geq 5\%$ và không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm và không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký niêm yết, tuân thủ các quy định của pháp luật về kế toán báo cáo tài chính.
iii. Công khai mọi khoản nợ đối với công ty của thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó tổng giám đốc), Kế toán trưởng, cổ đông lớn và những người có liên quan.	iii. Không quy định.
iv. Tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 300 cổ đông không phải là cổ đông lớn nắm giữ (trừ trường hợp doanh nghiệp nhà nước chuyển đổi thành công ty cổ phần theo quy định của Chính phủ).	iv. Tối thiểu 15% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông không phải là cổ đông lớn nắm giữ (trừ trường hợp doanh nghiệp nhà nước chuyển đổi thành công ty cổ phần theo quy định của Chính phủ).
v. Cổ đông là cá nhân, tổ chức có đại diện sở hữu là thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó	v. Cổ đông là cá nhân, tổ chức có đại diện sở hữu là thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó





## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

HOSE	HNX
tổng giám đốc), Kế toán trưởng của công ty; cổ đông lớn là những người có liên quan với thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó tổng giám đốc), Kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ.	tổng giám đốc), Kế toán trưởng của công ty; cổ đông lớn là những người có liên quan với thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó tổng giám đốc), Kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ.
vi. Có hồ sơ đăng ký niêm yết hợp lệ theo quy định.	vi. Có hồ sơ đăng ký niêm yết hợp lệ theo quy định.

### 4.4.2 Giao dịch cổ phiếu tại sở giao dịch chứng khoán

#### 4.4.2.1 Hình thức giao dịch

Lịch sử phát triển của sở giao dịch thế giới trải qua ba hình thức giao dịch, bao gồm: giao dịch thủ công, giao dịch bán điện tử và giao dịch điện tử.

#### • Giao dịch thủ công

Hình thức giao dịch này gắn với giai đoạn đầu phát triển của sở giao dịch chứng khoán. Người ta sử dụng các ký hiệu của tay và lời nói để thực hiện quá trình giao dịch như đặt lệnh, khớp lệnh, báo kết quả... Trên thế giới ngày nay không còn sở giao dịch nào áp dụng phương thức này.

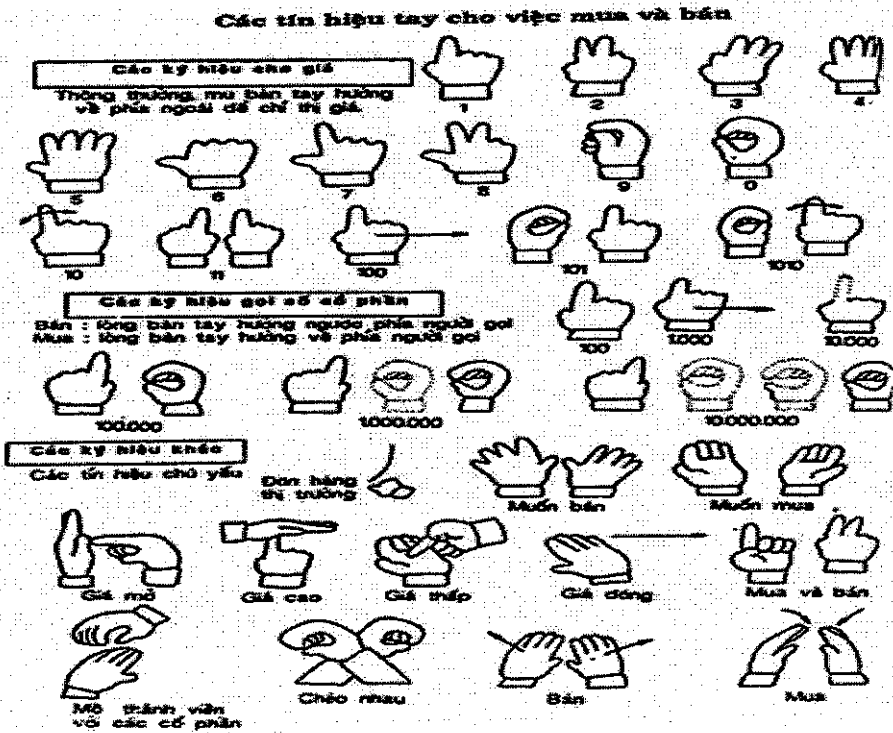
Sàn giao dịch là một phòng rộng, xung quanh có nhiều bảng đen và ngày nay các bảng này được thay thế bởi các bảng điện tử giao dịch cỡ lớn. Khi người môi giới nhận được lệnh mua hay bán từ khách hàng thì họ sẽ liên hệ với các chuyên gia chứng khoán chuyên về loại chứng khoán giao dịch để biết được các mức giá tốt nhất và khối lượng tại các mức giá. Sau đó, nhà môi giới sẽ tiến hành thương lượng với các nhà môi giới khác. Ban đầu họ thương lượng



THƯ VIỆN  
HUBV  
224

và thoả thuận với nhau theo các ký hiệu tay đã quy ước (theo bảng dưới), tuy nhiên các giao dịch tay chỉ tồn tại đến cuối thập niên 1980 do có sự phát triển mạnh mẽ của hệ thống máy tính điện tử thay thế.

Hình 4.1: Các tín hiệu tay trong giao dịch cổ phiếu



• **Giao dịch điện tử**

Đây là hình thức giao dịch tự động hoá hoàn toàn bằng hệ thống máy tính hiện đại để thực hiện các công việc: đặt lệnh, truyền lệnh, khớp lệnh, trả kết quả giao dịch, thanh toán bù trừ, lưu ký chứng khoán... So sánh với các hình thức giao dịch khác, hình thức giao dịch này có khả năng nhận lệnh, truyền lệnh và xử lý lệnh nhanh nhất, chính xác nhất nhờ đó đáp ứng được khối lượng giao dịch ngày càng lớn của thị trường chứng khoán. Hiện nay, hầu hết các sở giao dịch trên thế giới đều áp dụng hình thức giao dịch này, trong đó có Việt Nam.

## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Nội dung các bước giao dịch mua bán chứng khoán trên Sở giao dịch qua hệ thống máy tính điện tử.

### *Bước 1: Mở tài khoản chứng khoán*

Nhà đầu tư muốn mua hoặc bán chứng khoán phải tiến hành mở tài khoản tại một công ty chứng khoán (công ty chứng khoán) là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán. Phòng tiếp thị đại diện cho công ty chứng khoán sẽ ký hợp đồng ủy thác với nhà đầu tư để mở tài khoản giao dịch. Thủ tục mở tài khoản cũng tương tự như mở tài khoản ngân hàng, trong đó chủ tài khoản cần phải cung cấp các thông tin thiết yếu để phục vụ cho mục đích quản lý của công ty chứng khoán.

### *Bước 2: Ra lệnh giao dịch chứng khoán*

Việc ra lệnh có thể được thực hiện theo hình thức ra lệnh trực tiếp hoặc gián tiếp qua điện thoại, telex, fax, hệ thống máy tính điện tử tùy thuộc vào sự phát triển của thị trường. Khi nhận được lệnh, nhân viên môi giới phải kiểm tra tính chính xác của các thông số trên lệnh.

Phiếu lệnh mua và lệnh bán thông thường được in bằng hai màu mực khác nhau để dễ phân biệt, trên phiếu lệnh thông thường bao gồm các nội dung chủ yếu sau: phiếu lệnh mua hay bán; các thông tin về khách hàng (họ và tên, mã số tài khoản, số chứng minh nhân dân, số hộ chiếu...); loại chứng khoán mua hoặc bán (thường ghi mã chứng khoán đang yết trên sở giao dịch chứng khoán); khối lượng; giá; loại lệnh và định chuẩn lệnh; số hiệu lệnh ban đầu; thời gian nhận lệnh; đợt giao dịch; ngày giao dịch; ký tên khách hàng; ký tên nhân viên nhận lệnh và kiểm soát; ký tên trưởng phòng giao dịch.

### *Bước 3: Chuyển phiếu lệnh đến phòng giao dịch công ty chứng khoán*

Phòng giao dịch có trách nhiệm xem xét các thông số trên phiếu lệnh, nếu thấy hợp lý thì chuyển lệnh đến người môi giới tại sở giao dịch chứng khoán và ghi thời gian chuyển lệnh vào phiếu lệnh.

### *Bước 4: Chuyển lệnh đến người môi giới tại sở giao dịch chứng khoán*

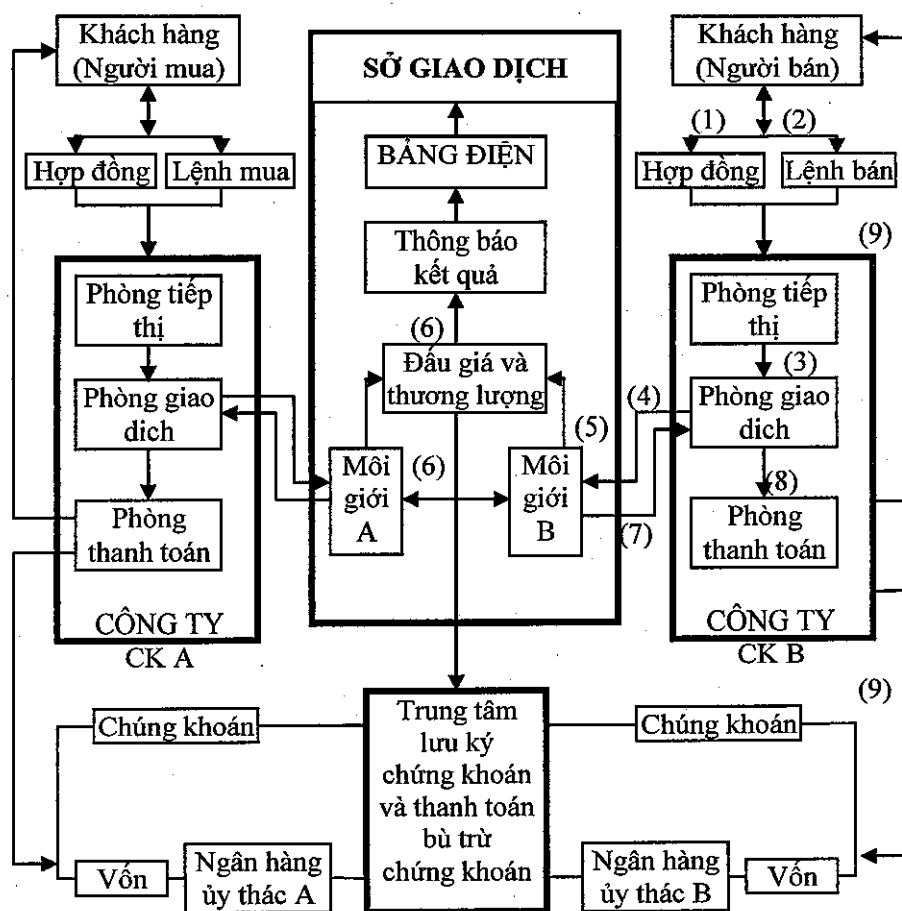
Phiếu lệnh được chuyển tới nhà môi giới tại sàn giao dịch, nội dung bao gồm các thông số: mua/bán; loại chứng khoán; số lượng; loại lệnh và định chuẩn lệnh; số hiệu lệnh; thời gian; mã số tài khoản khách hàng.



**Bước 5: Chuyển lệnh đến bộ phận khớp lệnh**

Trên sàn giao dịch, nhà môi giới tại sàn sau khi nhận được lệnh từ công ty chứng khoán phải chuyển lệnh tới bộ phận nhận lệnh và khớp lệnh của sở giao dịch chứng khoán để tham gia đấu giá. Lệnh chuyển ngoài các thông số như bước 4 còn có mã số (số hiệu) nhà môi giới tại sàn.

**Sơ đồ 4.4: Các bước giao dịch mua bán chứng khoán trên sở giao dịch chứng khoán**



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

### *Bước 6: Khớp lệnh và thông báo kết quả giao dịch*

Đến giờ ra giá chốt giao dịch, sở giao dịch chứng khoán sẽ thông báo kết quả giao dịch của từng loại chứng khoán niêm yết trên sở giao dịch. Đồng thời kết quả giao dịch sẽ được chuyển đến trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán cũng như tại các công ty chứng khoán thành viên.

Kết quả giao dịch được sở giao dịch chứng khoán thông báo trên màn hình thành viên tại sở giao dịch chứng khoán gồm các nội dung chính: số hiệu của lệnh giao dịch; số hiệu xác nhận giao dịch; mã số chứng khoán; giá thực hiện; số lượng mua hoặc bán; thời gian giao dịch được thực hiện; lệnh mua hay bán; ký hiệu của lệnh; số hiệu tài khoản của khách hàng; số hiệu đại diện giao dịch (nhà môi giới tại sàn) của thành viên.

### *Bước 7: Báo kết quả giao dịch về công ty chứng khoán*

Nhà môi giới tại sàn sau khi nhận được kết quả giao dịch sẽ báo về cho phòng giao dịch công ty chứng khoán với các nội dung chính: số hiệu nhà môi giới tại sàn; số hiệu lệnh; đã mua/bán; mã chứng khoán; số lượng; giá; số hiệu nhà môi giới đối tác; thời gian.

Phòng giao dịch sẽ ghi vào phiếu lệnh của các khách hàng có giao dịch ở phần kết quả giao dịch nội dung: số lượng, giá cả và thời gian.

### *Bước 8: Xác nhận giao dịch và làm thủ tục thanh toán*

Phòng giao dịch chuyển các phiếu lệnh có giao dịch đến phòng thanh toán (thường là bộ phận kế toán). Cuối buổi giao dịch, phòng thanh toán căn cứ vào các kết quả giao dịch lập báo cáo kết quả giao dịch và chuyển kết quả đến trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán để tiến hành quá trình thanh toán.

Đồng thời, sau khi đã có kết quả giao dịch, công ty chứng khoán gửi cho khách hàng một phiếu xác nhận đã thi hành xong lệnh. Xác nhận này có vai trò như một hoá đơn hẹn ngày thanh toán với khách hàng.

### Bước 9: Thanh toán và hoàn tất giao dịch

Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán tiến hành so khớp kết quả giao dịch do sở giao dịch chứng khoán cung cấp và báo cáo kết quả giao dịch của các công ty chứng khoán để tiến hành thanh toán bù trừ.

Trong thời gian ( $t + x$ ) ngày, trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán sẽ thực hiện việc chuyển quyền sở hữu chứng khoán từ người bán sang người mua và ngân hàng chỉ định thanh toán sẽ thanh toán bù trừ tiền từ người mua sang người bán thông qua hệ thống tài khoản của các công ty chứng khoán tại ngân hàng. Việc bù trừ các kết quả giao dịch sẽ kết thúc bằng việc in ra các chứng từ thanh toán. Các chứng từ này được gửi cho các công ty chứng khoán và là cơ sở để thực hiện thanh toán và giao nhận giữa các công ty chứng khoán.

Do đặc điểm là trong giao dịch chứng khoán, các chứng khoán được lưu ký 2 cấp. Tức là các khách hàng có chứng khoán sẽ lưu ký chứng khoán tại công ty chứng khoán hoặc Ngân hàng thương mại được cấp phép thực hiện nghiệp vụ lưu ký, sau đó các công ty chứng khoán sẽ tải lưu ký số chứng khoán trên vào trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán của sở giao dịch chứng khoán. Vì vậy, sau khi các công ty chứng khoán hoàn tất các thủ tục thanh toán bù trừ tại sở giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán sẽ thanh toán tiền và chứng khoán cho các khách hàng thông qua hệ thống tài khoản mà khách hàng mở tại công ty chứng khoán.

#### • Giao dịch bán điện tử

Giao dịch bán điện tử là hình thức kết hợp một phần nhỏ giao dịch thủ công với việc sử dụng hệ thống điện tử, máy tính hiện đại để thực hiện các khâu truyền lệnh, trả kết quả giao dịch, thanh toán bù trừ và lưu ký. Hiện nay, các thị trường chứng khoán truyền thống như Mỹ, Nhật vẫn còn sử dụng hình thức giao dịch này.

#### 4.4.2.2 Phương thức giao dịch

##### • Phương thức khớp giá (đầu giá theo giá)

Phương thức đầu giá theo giá (Price-driven system) là phương thức giao dịch có sự xuất hiện của những nhà tạo lập thị trường (Market makers/dealers)



cho một số loại chứng khoán nào đó. Những nhà tạo lập thị trường có nghĩa vụ chào các mức giá mua và bán tốt nhất. Giao dịch trong thị trường khớp giá được thực hiện giữa một bên là người đầu tư và một bên là nhà tạo lập thị trường. Giá thực hiện được xác định trên cơ sở cạnh tranh giữa những người tạo thị trường, người đầu tư chỉ cần lựa chọn mức giá phù hợp (thay vì đặt lệnh giao dịch). Những người tạo thị trường được hưởng phần chênh lệch (Spread) giữa giá mua và giá bán trong các giao dịch.

Phương thức khớp giá có những ưu điểm và hạn chế nhất định. Ưu điểm của phương thức giao dịch khớp giá là có tính thanh khoản và ổn định cao. Tuy nhiên, hệ thống những người tạo thị trường đóng vai trò tăng cường tính thanh khoản của thị trường, song cũng có thể bóp méo cơ chế xác lập giá trên thị trường và tăng chi phí giao dịch của người đầu tư. Việc sử dụng phương thức khớp giá đòi hỏi phải có những định chế tài chính đủ mạnh về vốn cũng như kỹ năng đầu tư chuyên nghiệp đảm nhiệm vai trò của những người tạo thị trường. Nhìn chung, thị trường khớp giá vận hành rất phức tạp, vì vậy, không được áp dụng ở các thị trường mới hình thành. Bên cạnh đó, trong hệ thống này luôn tiềm ẩn hành vi giao dịch không công bằng của những người tạo thị trường do họ có được những đặc quyền về thông tin thị trường. Vấn đề quản lý đối với thị trường khớp giá, là một trong những lý do khiến cho các sở giao dịch thiên về lựa chọn phương thức khớp lệnh cho hệ thống giao dịch.

- **Phương thức khớp lệnh (đấu giá theo lệnh)**

Phương thức giao dịch đấu giá theo lệnh (Order-driven system): là phương thức giao dịch trong đó lệnh giao dịch của người đầu tư được giao dịch trực tiếp với nhau mà không có sự tham gia của người tạo lập thị trường. Mức giá thực hiện là mức giá thoả mãn cả bên mua và bên bán. Giá thực hiện được xác định trên cơ sở cạnh tranh (đấu giá) giữa những người đầu tư. Người đầu tư phải trả một khoản phí môi giới cho công ty chứng khoán (theo tỉ lệ quy định hoặc thoả thuận). Khoản phí môi giới này nhìn chung thấp hơn so với phí trên thị trường khớp giá. Hệ thống giao dịch khớp lệnh hiện nay được các sở giao dịch chứng khoán trên thế giới áp dụng rộng rãi do có những ưu việt hơn so với hệ thống đấu giá theo giá.





Trước hết, quá trình xác lập giá được thực hiện một cách hiệu quả. Tất cả các lệnh mua và bán cạnh tranh với nhau, qua đó người đầu tư có thể giao dịch tại mức giá tốt nhất. Thêm vào đó, do không có sự hiện diện của những nhà tạo lập thị trường nên hệ thống đảm bảo tính minh bạch của thị trường do lệnh giao dịch của nhà đầu tư được thực hiện theo những quy tắc ghép lệnh.

Đồng thời, bằng cách theo dõi thông tin được công bố, người đầu tư có thể đưa ra những quyết định kịp thời trước tình hình diễn biến của thị trường. Cuối cùng, một trong những ưu điểm khác của hệ thống khớp lệnh là chi phí giao dịch thấp, kỹ thuật giao dịch đơn giản, dễ theo dõi và kiểm tra và giám sát.

Tuy nhiên, phương thức khớp lệnh có nhược điểm là giá cả dễ biến động khi có sự mất cân đối cung cầu, khả năng thanh toán và linh hoạt không cao.

Có hai cách khớp lệnh trong phương thức đấu giá theo lệnh, đó là khớp lệnh liên tục và khớp lệnh định kỳ.

**Khớp lệnh liên tục (Continuous auction)** là phương thức giao dịch được thực hiện liên tục khi có các lệnh đối ứng được nhập vào hệ thống.

Ưu điểm của hình thức khớp lệnh liên tục: Giá cả phản ánh tức thời các thông tin trên thị trường. Hệ thống cung cấp mức giá liên tục của chứng khoán, từ đó tạo điều kiện cho nhà đầu tư tham gia thị trường một cách năng động và thường xuyên vì nhà đầu tư có thể ngay lập tức thực hiện được lệnh hoặc nếu không cũng sẽ nhận được phản hồi từ thị trường một cách nhanh nhất để kịp thời điều chỉnh các quyết định đầu tư tiếp sau. Khối lượng giao dịch lớn, tốc độ giao dịch nhanh, vì vậy, hình thức khớp lệnh này phù hợp với các thị trường có khối lượng giao dịch lớn và sôi động. Hạn chế được chênh lệch giữa giá lệnh mua và lệnh bán, từ đó thúc đẩy các giao dịch xảy ra thường xuyên và liên tục.

Nhược điểm của hình thức khớp lệnh liên tục: Hình thức khớp lệnh liên tục chỉ tạo ra mức giá cho một giao dịch điển hình chứ không phải là tổng hợp các giao dịch.

**Khớp lệnh định kỳ (Call auction)** là phương thức giao dịch dựa trên cơ sở tập hợp tất cả các lệnh mua và bán trong một khoảng thời gian nhất định, sau đó khi đến giờ chốt giá giao dịch. Khớp lệnh định kỳ là phương thức phù





hợp nhằm xác lập mức giá cân bằng trên thị trường. Do lệnh giao dịch của nhà đầu tư được tập hợp trong một khoảng thời gian nhất định nên khớp lệnh định kỳ có thể ngăn chặn được những đột biến về giá thường xuất hiện dưới ảnh hưởng của lệnh giao dịch có khối lượng lớn hoặc thừa thớt. Phương thức này cũng rất hữu hiệu trong việc giảm thiểu những biến động về giá nảy sinh từ tình trạng giao dịch bất thường, tạo sự ổn định giá cần thiết trên thị trường. Tuy nhiên, giá chứng khoán được xác lập theo phương thức khớp lệnh định kỳ không phản ánh tức thời thông tin thị trường và hạn chế cơ hội tham gia giao dịch của người đầu tư. Khớp lệnh định kỳ thường được các sở giao dịch chứng khoán sử dụng để xác định giá mở cửa, đóng cửa hoặc giá chứng khoán được phép giao dịch lại sau một thời gian tạm ngưng giao dịch.

Trong thực tế, các sở giao dịch chứng khoán áp dụng hệ thống giao dịch khớp lệnh thường kết hợp cả 2 hình thức: khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục. Khớp lệnh định kỳ được áp dụng để xác định giá mở cửa, giá giữa các phiên (quy định thời điểm nhất định) và giá đóng cửa. Trong khoảng thời gian từ mở cửa đến đóng cửa sẽ áp dụng hình thức khớp lệnh liên tục.

#### 4.4.2.3. Loại giao dịch

Giao dịch chứng khoán có thể được phân loại dựa trên thời gian thanh toán và tính chất của các giao dịch: giao dịch thông thường; giao dịch giao ngay; giao dịch kỳ hạn; giao dịch tương lai và giao dịch quyền chọn.

*Giao dịch giao ngay (Cash transaction)* là loại giao dịch được thanh toán ngay trong ngày giao dịch (ngày t). Loại giao dịch này hầu như không có rủi ro thanh toán vì quá trình thanh toán được thực hiện ngay sau khi giao dịch diễn ra. Giao dịch giao ngay thường được áp dụng ở một số thị trường có hệ thống thanh toán tiên tiến và chủ yếu đối với giao dịch trái phiếu.

*Giao dịch thông thường (Regular transaction)* là các giao dịch phổ biến trên thị trường chứng khoán, thanh toán không được thực hiện ngay trong ngày giao dịch (t) mà phải trải qua một chu kỳ thanh toán. Sau khi giao dịch chứng khoán diễn ra, xử lý thanh toán sau giao dịch là một quá trình phức tạp và đòi hỏi phải có thời gian. Việc rút ngắn chu kỳ thanh toán có ý nghĩa quan trọng trong việc thu hút nhà đầu tư. Ngoài ra, chu kỳ thanh toán càng được rút ngắn thì rủi ro thanh toán càng được giảm thiểu.



*Giao dịch kỳ hạn (Forward transaction)* là loại giao dịch được thanh toán vào một ngày cố định được xác định trước trong tương lai hoặc theo sự thỏa thuận giữa hai bên mua và bán, hiện nay loại hình giao dịch này hầu như không còn được thực hiện.

*Giao dịch tương lai (Futures transaction)*: giống như giao dịch các hợp đồng kỳ hạn, song hợp đồng tương lai có những đặc điểm khác với hợp đồng kỳ hạn ở các điểm: các hợp đồng tương lai về chứng khoán được tiêu chuẩn hoá bởi các luật lệ của sở giao dịch chứng khoán; các hợp đồng tương lai được quy định rõ về nội dung mua bán và được mua bán trên Sở giao dịch.

*Giao dịch quyền chọn (Option transaction)* là các giao dịch quyền chọn mua (Call option) hoặc quyền chọn bán (Put option) một loại chứng khoán nhất định với giá và thời gian được xác định trước.

*Giao dịch đặc biệt (Special transaction)* là các giao dịch có tính chất đặc biệt, bao gồm: giao dịch các cổ phiếu mới niêm yết; giao dịch trong trường hợp tách gộp cổ phiếu; giao dịch lô lớn (giao dịch khối); giao dịch lô lẻ; giao dịch không được hưởng cổ tức; giao dịch ký quỹ (giao dịch bảo chứng); giao dịch bán khống.

#### 4.4.2.4 Thời gian giao dịch

Yếu tố quyết định thời gian giao dịch là quy mô của thị trường chứng khoán, đặc biệt là tính thanh khoản của thị trường. Ngày nay, xu thế quốc tế hoá thị trường chứng khoán phát triển đã cho phép nhà đầu tư mua, bán chứng khoán thông qua hệ thống giao dịch trực tuyến, và do các múi giờ chênh lệch nhau, nên các sở giao dịch chứng khoán đang có xu hướng giao dịch 24/24h trong ngày.

Tại hầu hết các sở giao dịch chứng khoán trên thế giới, giao dịch chứng khoán thường diễn ra trong các ngày làm việc trong tuần. Cũng có nơi, do thị trường nhỏ bé và kém tính thanh khoản nên thực hiện giao dịch một phiên hoặc giao dịch cách ngày. Tuy nhiên, việc giao dịch cách ngày cùng với chu kỳ thanh toán kéo dài có thể ảnh hưởng lớn đến tính thanh khoản của thị trường, làm chậm cơ hội đầu tư và vòng quay tài chính.



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, thời gian giao dịch như sau:

**Bảng 4.3: Quy định về thời gian giao dịch chứng khoán tại sở giao dịch chứng khoán TP. HCM**

Phương thức giao dịch	Giờ giao dịch
Cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư	
Khớp lệnh định kỳ mở cửa và thỏa thuận	9h00' đến 9h15'
Khớp lệnh liên tục I và thỏa thuận	9h15' đến 11h30'
Nghỉ giữa phiên	11h30' đến 13h00'
Khớp lệnh liên tục II và thỏa thuận	13h00' đến 14h30'
Khớp lệnh định kỳ đóng cửa và thỏa thuận	14h30' đến 14h45'
Giao dịch thỏa thuận	14h45' đến 15h00'
Trái phiếu	
Giao dịch thỏa thuận	9h00' đến 11h30'
Nghỉ giữa phiên	11h30' đến 13h00'
Giao dịch thỏa thuận	13h00' đến 15h00'

Nguồn: Quyết định số 314/2014/QĐ-SGDHCM

### 4.4.2.5 Lệnh giao dịch

Trên các thị trường chứng khoán quốc tế, có rất nhiều loại lệnh giao dịch được sử dụng nhưng phần lớn các lệnh giao dịch được người đầu tư sử dụng là lệnh giới hạn (Limit order) và lệnh thị trường (Market Order).

- **Lệnh thị trường (Market Order)** là loại lệnh được sử dụng rất 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 của 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. Lệnh thị trường là một công cụ hữu



THƯ VIỆN  
HUBT

234

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

hiệu có thể được sử dụng để nâng cao doanh số giao dịch trên thị trường, tăng cường tính thanh khoản của thị trường. Lệnh thị trường cũng tỏ ra thuận tiện cho người đầu tư vì họ chỉ cần chỉ 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. Ngoài ra, 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. Tuy nhiên, lệnh thị trường cũng có hạn chế nhất định là dễ gây ra sự biến động giá bất thường, ảnh hưởng đến tính ổn định giá của thị trường, do lệnh luôn tìm kiếm khả năng được thực hiện ở một mức giá không thể dự tính trước. Cho nên các thị trường chứng khoán mới đưa vào vận hành thường ít sử dụng lệnh thị trường và 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.

- **Lệnh giới hạn (Limit Order)** là loại lệnh giao dịch trong đó người đặt lệnh đưa ra mức giá mua hay bán có thể chấp nhận được. Lệnh giới hạn mua chỉ ra mức giá cao nhất mà người mua chấp nhận thực hiện giao dịch; lệnh giới hạn bán chỉ ra mức giá bán thấp nhất mà người 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 đủ mặc nhiên sẽ hết giá trị.

Khi ra lệnh giới hạn, nhà đầu tư cần phải có sự hiểu biết, nhận định chính xác, vì vậy thường các lệnh giới hạn được chuyển cho các chuyên gia hơn là cho các nhà môi giới hoa hồng.

Mặc dù lệnh giới hạn có ưu điểm là giúp cho nhà đầu tư dự tính được mức lời hoặc lỗ khi giao dịch được thực hiện nhưng lệnh giới hạn có nhược điểm là nhà



đầu tư khi ra lệnh giới hạn có thể phải 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.

- **Lệnh dừng (Stop Order)** là loại lệnh đặc biệt để bảo đảm cho các nhà đầu tư có thể thu lợi nhuận tại một mức độ nhất định (bảo vệ lợi nhuận) 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 dừng thấp hơn thị giá hiện tại của một chứng khoán muốn bán. Ngược lại, lệnh dừng để mua luôn đặt giá dừng cao hơn thị giá hiện tại của chứng khoán cần mua.

Lệnh dừng trở thành lệnh thị trường khi giá chứng khoán thực tế trên thị trường bằng hoặc vượt quá mức 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.

Thông thường sử dụng lệnh dừng trong bốn trường hợp trong đó có hai trường hợp có tính chất bảo vệ và hai trường hợp còn lại dùng để phòng ngừa đối với nhà đầu tư.

**Thứ nhất**, hai cách sử dụng lệnh dừng mang tính bảo vệ: bảo vệ tiền lời của người kinh doanh trong một thương vụ đã thực hiện và bảo vệ tiền lời của người bán trong một thương vụ bán không.

**Ví dụ 1:** ông A có mua được lô chẵn 100 cổ phiếu GAS vào ngày 1/1 với giá 50.000 đồng/cổ phiếu. Ngày 5/1 thị giá cổ phiếu này là 80.000 đồng. Ông A nhận định giá cổ phiếu còn tăng nữa. Tuy vậy, để đề phòng nhận định đó là sai, giá cổ phiếu GAS sẽ hạ, ông ta ra một lệnh dừng bán ở giá 70.000 đồng, nghĩa là nếu giá cổ phiếu GAS hạ tới giá 70.000 đồng sẽ được bán ra. Ngày 10/1 thị giá cổ phiếu tăng lên 100.000 đồng/cổ phiếu, Ông A đạt được một



THƯ VIỆN  
HUBT  
236

## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

mức lợi nhuận mới, tuy nhận định giá cổ phiếu tiếp tục tăng đến đỉnh của trào lưu, nhưng ông không thể không nghi ngờ là cổ phiếu tất yếu sẽ phải giảm giá vào một thời điểm trong tương lai, nên lại đặt một lệnh dừng để bán tại một mức giá mới là 90.000 đồng. Như vậy, lệnh dừng để bán luôn luôn đặt giá thấp hơn thị trường. Đây là cách mà các nhà đầu cơ lên giá ngắn hạn thường làm trong giao dịch chứng khoán.

**Ví dụ 2:** ngược lại với ông A, Bà B thấy giá thị trường của cổ phiếu DPM là 30.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 1/1. Bà ta nhận định nó sẽ giảm mạnh trong tương lai, nên đã đến công ty chứng khoán vay 1000 cổ phiếu DPM và ra lệnh bán ngay, hi vọng trong thời gian tới giá sẽ hạ, khi đó bà ta sẽ mua lại để trả cho công ty chứng khoán. Giá sử đến ngày 5/1 giá cổ phiếu DPM hạ xuống ở mức 20.000 đồng, bà ta ra lệnh cho công ty chứng khoán mua 1000 cổ phiếu DPM để trả nợ. Như vậy, bà ta kỳ vọng lời được 10.000 đồng do chênh lệch giá mua bán. Nhưng để đề phòng sau khi đã bán khống (bán thứ mình đi vay) giá cổ phiếu DPM không hạ mà tăng lên bà ta ra một lệnh dừng để mua 35.000 đồng. Nghĩa là nếu giá lên thì khi lên đến mức 35.000 đồng lập tức nhà môi giới phải thực hiện mua vào tại sở giao dịch để không lỗ vượt quá 5.000 đồng/1 cổ phiếu

*Thứ hai*, hai cách sử dụng lệnh dừng để phòng ngừa phòng ngừa sự thua lỗ quá lớn trong trường hợp mua bán ngay và phòng ngừa sự thua lỗ quá lớn trong trường hợp bán trước mua sau.

**Ví dụ 1:** Nhà đầu tư vừa mua một lô chẵn 100 cổ phiếu STB với giá 20.000 đồng/cổ phiếu. Một thông tin làm cho nhà đầu tư tin rằng giá cổ phiếu STB sẽ lên trong một tương lai gần. Tuy nhiên, vì sự thận trọng của người kinh doanh chứng khoán nên nhà đầu tư ra một lệnh dừng để bán dưới giá 20.000 đồng, ví dụ là 15.000 đồng. Lúc ra lệnh này nhà đầu tư chưa có lời mà cũng chưa bị lỗ vì lệnh của nhà đầu tư chưa được "kích hoạt", đang chỉ là sự phòng ngừa. Giá sử trong thực tế, nhận định của ông ta là sai, giá cổ phiếu STB hạ nhanh khi giá hạ tới mức 15.000 đồng nhà môi giới lập tức bán ra. Như vậy, nhà đầu tư chỉ bị lỗ 5.000 đồng/ cổ phiếu. Sự thua lỗ sẽ lớn hơn nhiều nếu nhà đầu tư không sử dụng lệnh dừng để bán.



THƯ VIỆN  
HUBT

237

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Ví dụ 2:** Nhà đầu tư bán 100 cổ phiếu VCB với giá 30.000 đồng/cổ phiếu vì cho rằng giá sẽ giảm. Nhưng để đề phòng sự thua lỗ quá lớn do giá lên, nhà đầu tư ra lệnh mua ở giá 35.000 đồng. Nếu nhận định của nhà đầu tư là sai, giá không giảm mà tăng, người môi giới sẽ mua 100 cổ phiếu VCB ngay khi nó lên đến mức 35.000 đồng. Như vậy lệnh dừng mua có tác dụng rất tích cực đối với nhà đầu tư trong việc bán khống. Lệnh dừng bán có tác dụng bảo vệ khoản lợi nhuận hoặc hạn chế thua lỗ đối với các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, lệnh dừng cũng có nhiều nhược điểm. Khi có một số lượng lớn các lệnh dừng được "kích hoạt", sự náo loạn trong giao dịch sẽ xảy ra khi các 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 (Stop limit order)** là loại lệnh sử dụng để 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 thành lệnh thị trường.

**Ví dụ:** Nhà đầu tư ra một lệnh dừng bán 100 cổ phiếu CTG, giá dừng 25, giá giới hạn 24. Điều này có nghĩa là lệnh trên sẽ được kích hoạt tại mức giá 25 hay thấp hơn, tuy nhiên vì có lệnh giới hạn 24 nên lệnh này không được thực hiện tại mức giá thấp hơn 24. Quá trình thực hiện lệnh dừng bán sẽ gồm 2 bước: bước 1, lệnh dừng được châm ngòi; bước 2, thực hiện lệnh tại mức giá giới hạn hoặc tốt hơn.

- **Lệnh sửa đổi** là lệnh do nhà đầu tư đưa vào hệ thống để sửa đổi một số nội dung vào lệnh gốc đã đặt trước đó (giá, khối lượng, mua hay bán...). Lệnh sửa đổi chỉ được chấp nhận khi lệnh gốc chưa được thực hiện.

- **Lệnh huỷ bỏ (Cancel order)** là lệnh do khách hàng đưa vào hệ thống để huỷ bỏ lệnh gốc đã đặt trước đó. Lệnh huỷ bỏ chỉ được chấp nhận khi lệnh gốc chưa được thực hiện.





## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

• **Lệnh giao dịch tại giá mở cửa (At The Open - ATO):** Là lệnh đặt mua hoặc đặt bán chứng khoán tại mức giá mở cửa; Lệnh ATO được ưu tiên trước lệnh giới hạn khi khớp lệnh; Lệnh ATO được nhập vào hệ thống giao dịch trong thời gian khớp lệnh định kỳ để xác định giá mở cửa và sẽ tự động bị hủy bỏ sau thời điểm xác định giá mở cửa nếu lệnh không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết.

• **Lệnh giao dịch tại giá đóng cửa (At The Close - ATC):** Là lệnh đặt mua hoặc đặt bán chứng khoán tại mức giá đóng cửa; Lệnh ATC được ưu tiên trước lệnh giới hạn khi khớp lệnh; Lệnh ATC được nhập vào hệ thống giao dịch trong thời gian khớp lệnh định kỳ để xác định giá đóng cửa và sẽ tự động bị hủy bỏ sau thời điểm xác định giá đóng cửa nếu lệnh không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết

Tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đang sử dụng các loại lệnh sau: ATO, ATC, lệnh giới hạn và lệnh thị trường<sup>53</sup>. Còn tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội đang sử dụng ba loại lệnh đó là lệnh giới hạn, lệnh thị trường MAK, MOK và lệnh thị trường giới hạn MTL và lệnh ATC.

**Bảng 4.4: Một số loại lệnh áp dụng tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội**

Loại lệnh	Phiên	Mô tả	Hủy/sửa	
			Nguyên tắc	Thứ tự ưu tiên
MAK	Khớp lệnh liên tục	Là hình thức lệnh sau khi đã vào sổ lệnh, nếu không có lệnh thỏa mãn để khớp toàn bộ thì sẽ bị hủy hoặc có thể được khớp một phần hoặc toàn bộ, phần còn lại của lệnh nếu không được khớp hết sẽ bị hủy.		- Thứ tự ưu tiên của lệnh không đổi nếu chỉ sửa giá

<sup>53</sup> Điều 13 Quy chế hướng dẫn giao dịch chứng khoán ban hành ngày 25 tháng 8 năm 2014



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

MOK	Khớp lệnh liên tục	Là hình thức lệnh sau khi đã vào sổ lệnh, nếu không được khớp hết sẽ hủy toàn bộ lệnh		khối lượng;  - Thứ tự ưu tiên của lệnh được tính kể từ khi lệnh sửa được nhập vào hệ thống giao dịch đối với các trường hợp sửa tăng khối lượng và/hoặc sửa giá.
MTL	Khớp lệnh liên tục	- Là lệnh thị trường giới hạn, chỉ được nhập khi có lệnh đối ứng.  - Trường hợp không có lệnh đối ứng, lệnh được nhập vào sẽ bị hủy.  - Khối lượng còn lại chưa khớp sẽ chuyển thành lệnh giới hạn với mức giá bằng giá khớp cuối cùng +/- 1 đơn vị yết giá.	- Nhà đầu tư được phép sửa/hủy khối lượng/giá đối phần chưa khớp của lệnh sau khi chuyển thành lệnh LO	
LO	Khớp lệnh liên tục, định kỳ đóng cửa	Là lệnh mua/bán tại mức giá xác định hoặc tốt hơn. Lệnh không khớp hoặc phần còn lại của lệnh LO chưa khớp hết sẽ tự động chuyển sang phiên tiếp theo.	- Nhà đầu tư được phép sửa/hủy khối lượng/giá đối với lệnh chưa khớp hoặc phần chưa khớp của lệnh.	
ATC	Định kỳ đóng cửa	Là lệnh đặt mua/bán chứng khoán tại mức giá đóng cửa.	Không được phép sửa, chỉ được phép hủy lệnh theo thời gian quy định của HNX.	

(Nguồn: Quyết định số 345 ngày 24/07/2013 của Sở GDCK Hà Nội)

### 4.4.2.6 Định chuẩn lệnh

Đi kèm các lệnh cơ bản trên là các định chuẩn lệnh. Định chuẩn lệnh là các điều kiện thực hiện lệnh mà nhà đầu tư quy định cho nhà môi giới khi thực hiện giao dịch. Khi kết hợp các định chuẩn lệnh với các lệnh cơ bản, chúng ta sẽ có một danh mục các lệnh khác nhau.



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

**Lệnh ngày (Day order):** là lệnh giao dịch có giá trị trong ngày. Nếu lệnh không được thực hiện trong ngày thì sẽ được tự động huỷ bỏ.

**Lệnh tháng (GTM- good till month):** là lệnh giao dịch có giá trị đến cuối tháng.

**Lệnh mở (GTC - good till canceled):** là lệnh có giá trị đến khi khách hàng huỷ bỏ hoặc đã thực hiện xong.

**Lệnh tùy thuộc (NH - not held):** là lệnh giao dịch cho phép tùy thuộc vào quyết định của các nhà môi giới về thời điểm và giá cả trong mua bán chứng khoán cho khách hàng. Với loại lệnh này, nhà môi giới sẽ xem xét thị trường và quyết định thời điểm, mức giá mua bán tốt nhất cho khách hàng song không phải chịu trách nhiệm đối với hậu quả giao dịch.

**Lệnh thực hiện tất cả hoặc huỷ bỏ (AON - all or not):** tức là toàn bộ các nội dung của lệnh phải được thực hiện đồng thời trong một giao dịch, nếu không thì huỷ bỏ lệnh.

**Lệnh thực hiện ngay toàn bộ hoặc huỷ bỏ (FOK - fill or kill):** là lệnh yêu cầu thực hiện ngay toàn bộ nội dung của lệnh nếu không thì huỷ bỏ lệnh.

**Lệnh thực hiện ngay tức khắc hoặc huỷ bỏ (IOC - immediate or cancel):** tức là lệnh yêu cầu toàn bộ nội dung lệnh hoặc từng phần của lệnh sẽ phải được thực thi ngay tức khắc, phần còn lại sẽ được huỷ bỏ.

**Lệnh hoán đổi (Switch order):** là lệnh bán chứng khoán này, mua chứng khoán khác để hưởng chênh lệch giá.

**Lệnh mua giảm giá (Buy minus):** là lệnh giao dịch trong đó quy định nhà môi giới hoặc là mua theo lệnh giới hạn hoặc là mua theo lệnh thị trường với giá thấp hơn giá giao dịch trước đó một chút.

**Lệnh bán tăng giá (Sell plus):** là lệnh giao dịch trong đó yêu cầu nhà môi giới hoặc là bán theo lệnh giới hạn hoặc là bán theo lệnh thị trường với mức giá cao hơn giá giao dịch trước đó một chút.

### 4.4.2.7 Đơn vị giao dịch

Trên thị trường chứng khoán, chứng khoán được giao dịch không theo từng chứng khoán riêng lẻ mà theo đơn vị giao dịch hay còn gọi theo lô (Lot)



241

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chứng khoán. Căn cứ vào lô chứng khoán để có thể phân chia thành các khu vực giao dịch khác nhau. Việc quy định đơn vị giao dịch lớn hay nhỏ sẽ có ảnh hưởng đến khả năng tham gia của nhà đầu tư cũng như khả năng xử lý lệnh của hệ thống thanh toán bù trừ trên thị trường. Đơn vị giao dịch được quy định cụ thể cho từng loại chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, công cụ phái sinh...).

*Lô chẵn (Round - lot):* Một lô chẵn đối với cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư thông thường là 100 cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ đầu tư. Một lô chẵn đối với trái phiếu thông thường là 10 trái phiếu. Tại Sở giao dịch Thành Phố Hồ Chí Minh lô chẵn là 10 cổ phiếu, còn tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội lô chẵn là 100 cổ phiếu/trái phiếu.

*Lô lẻ (Odd - lot)* là giao dịch có khối lượng dưới lô chẵn (dưới 100 cổ phiếu hoặc dưới 10 cổ phiếu).

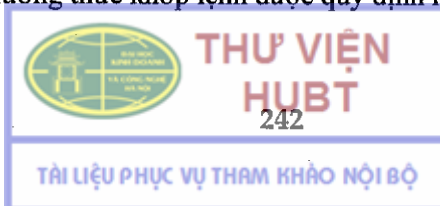
*Lô lớn (Block - lot)* là giao dịch có khối lượng tương đối lớn, tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh thì từ 20.000 cổ phiếu trở lên.

Tuy nhiên, ngoài việc quy định đơn vị giao dịch thống nhất như trên, tại một số sở giao dịch chứng khoán còn quy định đơn vị giao dịch tương ứng với giá trị thị trường của chứng khoán đó.

#### 4.4.2.8 Đơn vị yết giá

Đơn vị yết giá (Quotation unit) là các mức giá tối thiểu trong đặt giá chứng khoán (Tick size). Đơn vị yết giá có tác động tới tính thanh khoản của thị trường cũng như hiệu quả của nhà đầu tư. Trường hợp đơn vị yết giá nhỏ, sẽ tạo ra nhiều mức giá lựa chọn cho nhà đầu tư khi đặt lệnh, nhưng các mức giá sẽ dàn trải, không tập trung, và ngược lại đơn vị yết giá lớn sẽ tập trung được các mức giá, nhưng sẽ làm hạn chế mức giá lựa chọn của nhà đầu tư, từ đó không khuyến khích các nhà đầu tư nhỏ tham gia thị trường.

Đơn vị yết giá được tính riêng cho từng loại chứng khoán khác nhau (cổ phiếu, trái phiếu) và có thể áp dụng theo mức thang lũy tiến với thị giá chứng khoán. Hiện nay, tại Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh đơn vị yết giá theo phương thức khớp lệnh được quy định như sau:



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

**Bảng 4.5: Đơn vị yết giá áp dụng cho cổ phiếu niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM**

Thị Giá	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ Đầu tư	Trái phiếu
≤ 49.900	100 đồng	100 đồng	100 đồng
50.000 - 99.500	500 đồng	500 đồng	100 đồng
≥ 100.000	1.000 đồng	1.000 đồng	100 đồng

(Nguồn: Quyết định số 314/2014/QĐ-SGDCKHCM)

Trong khi đó tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội thống nhất đơn vị yết giá là 100 đồng.

Đối với các giao dịch theo phương pháp thoả thuận, thông thường các thị trường chứng khoán không quy định đơn vị yết giá.

### 4.4.2.9 Biên độ giao động giá

Việc quy định biên độ giao động giá chứng khoán nhằm hạn chế những biến động lớn về giá chứng khoán trên thị trường trong ngày giao dịch. Đây là một trong nhiều biện pháp nhằm ngăn chặn biến động giá chứng khoán trên thị trường. Các nhà đầu tư có thể đặt lệnh của họ trong khoảng giá trần (Ceiling Price) và giá sàn (Floor Price), bất kỳ lệnh mua hay bán chứng khoán nào nằm ngoài giới hạn trên đều bị loại ra khỏi hệ thống. Giới hạn thay đổi giá hàng ngày được xác định dựa trên giá cơ bản và thông thường là giá đóng cửa ngày hôm trước, mức giá đó gọi là giá tham chiếu. Giới hạn thay đổi giá có thể quy định theo một tỉ lệ cố định hoặc mức cố định theo giá cơ bản. Biên độ giao động giá cao hay thấp có tác động ảnh hưởng rất lớn đến thị trường, một mặt có tác dụng bảo đảm sự ổn định của thị trường, nhưng đồng thời nó cũng giảm tính thanh khoản của chứng khoán, và trong một chừng mực nào đó sẽ làm suy yếu thị trường. Thông thường, các thị trường mới đưa vào vận hành đều quy định biên độ giao động giá thấp, sau đó nâng dần lên.

## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Theo quyết định số 314 ban hành 2014 của sở giao dịch chứng khoán TP HCM và Quyết định số 345 ban hành 2013 của sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, tại sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh đang áp dụng biên độ giao động giá cổ phiếu là  $\pm 7\%$  trong khi đó tại sở giao dịch chứng khoán Hà Nội đang áp dụng biên độ giao động giá cổ phiếu là  $\pm 10\%$ . Biên độ dao động giá trong ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu mới niêm yết và ngày đầu tiên giao dịch trở lại đối với cổ phiếu bị tạm ngừng giao dịch trên 25 ngày giao dịch là  $\pm 20\%$  so với giá tham chiếu đối với sở giao dịch Thành Phố Hồ Chí Minh, và  $\pm 30\%$  ở sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Đối với trái phiếu không áp dụng biên độ giao động giá.

Giới hạn dao động giá đối với cổ phiếu được xác định như sau:

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

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

Trường hợp sau khi tính toán, giá trần và giá sàn bằng giá tham chiếu, giới hạn dao động giá được xác định lại như sau:

Giá trần điều chỉnh = Giá tham chiếu + 01 đơn vị yết giá

Giá sàn điều chỉnh = Giá tham chiếu - 01 đơn vị yết giá.

Trường hợp giá tham chiếu bằng 100 đồng, giới hạn dao động giá được xác định lại như sau:

Giá trần điều chỉnh = Giá tham chiếu + 01 đơn vị yết giá

Giá sàn điều chỉnh = Giá tham chiếu.

### 4.4.2.10 Giá tham chiếu

Giá tham chiếu (Reference Price) là mức giá làm cơ sở để Sở giao dịch tính giới hạn giao động giá trong ngày giao dịch. Giá tham chiếu được xác định cho từng loại hình giao dịch.

Ở Việt Nam, theo quyết định số 314 ban hành 2014 của sở giao dịch chứng khoán TP HCM và Quyết định số 345 ban hành 2013 của sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, giá tham chiếu được xác định như sau:



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

*Thứ nhất*, giá tham chiếu của cổ phiếu trong ngày giao dịch là giá đóng cửa của ngày giao dịch gần nhất trước đó.

*Thứ hai*, việc xác định giá của cổ phiếu mới niêm yết trong ngày giao dịch đầu tiên được quy định như sau:

Giá tham chiếu được áp dụng đối với cổ phiếu mới niêm yết trong ngày giao dịch đầu tiên do tổ chức niêm yết và tổ chức tư vấn niêm yết (nếu có) đề xuất;

Trường hợp trong ba (03) ngày giao dịch liên tục kể từ ngày giao dịch đầu tiên chưa xác định được mức giá đóng cửa được sử dụng là giá tham chiếu trong ngày giao dịch kế tiếp, tổ chức niêm yết và tổ chức tư vấn niêm yết (nếu có) phải xác định lại giá tham chiếu.

Trường hợp cổ phiếu bị tạm ngừng giao dịch trên hai lăm (25) ngày giao dịch, khi được giao dịch trở lại, giá tham chiếu do Sở giao dịch quyết định sau khi được sự chấp thuận của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước

*Thứ ba*, trường hợp giao dịch cổ phiếu không được hưởng cổ tức và các quyền kèm theo, giá tham chiếu tại ngày không hưởng quyền được xác định theo nguyên tắc lấy giá đóng cửa của ngày giao dịch gần nhất điều chỉnh theo giá trị cổ tức được nhận hoặc giá trị của các quyền kèm theo, ngoại trừ các trường hợp sau: Doanh nghiệp phát hành trái phiếu chuyển đổi; và doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu với giá phát hành cao hơn giá đóng cửa của cổ phiếu trong ngày giao dịch liền trước ngày không hưởng quyền sau khi đã điều chỉnh theo các quyền khác (nếu có).

*Thứ tư*, trường hợp tách hoặc gộp cổ phiếu, giá tham chiếu tại ngày giao dịch trở lại được xác định theo nguyên tắc lấy giá đóng cửa của ngày giao dịch trước ngày tách, gộp điều chỉnh theo tỉ lệ tách, gộp cổ phiếu.

### 4.4.2.11 Nguyên tắc ưu tiên khớp lệnh

Quá trình khớp lệnh phải sử dụng nguyên tắc của ưu tiên khớp lệnh theo trật tự sau:

*Thứ nhất*: ưu tiên về giá nghĩa là lệnh mua giá cao hơn, lệnh bán giá thấp hơn được ưu tiên thực hiện trước.



*Thứ hai:* ưu tiên thời gian nghĩa là lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước sẽ được ưu tiên thực hiện trước.

*Thứ ba:* ưu tiên khách hàng nghĩa là lệnh của khách hàng được ưu tiên thực hiện trước lệnh tự doanh (lệnh của nhà môi giới.)

*Thứ tư:* ưu tiên khối lượng nghĩa là lệnh nào có khối lượng giao dịch lớn hơn sẽ được ưu tiên thực hiện trước.

Ngoài ra, các sở giao dịch chứng khoán có thể áp dụng nguyên tắc phân bổ theo tỉ lệ đặt lệnh giao dịch. Mỗi Sở giao dịch chứng khoán đều có những quy định khác nhau về nguyên tắc và thứ tự ưu tiên nhưng bất kỳ thị trường nào cũng thực hiện hai nguyên tắc cơ bản đó là ưu tiên về giá và ưu tiên thời gian.

#### 4.4.2.12 Kỹ thuật khớp lệnh định kỳ

Khớp lệnh định kỳ là phương thức giao dịch được hệ thống giao dịch thực hiện trên cơ sở khớp các lệnh mua và lệnh bán chứng khoán của khách hàng tại thời điểm xác định. Khớp lệnh định kỳ được sử dụng để xác định giá mở cửa trong phiên giao dịch tại HOSE, xác định giá đóng cửa của chứng khoán trong phiên giao dịch tại HOSE và HNX.

**Bảng 4.6: Nguyên tắc xác định giá giao dịch tại HOSE và HNX**

HOSE	HNX
1. Là mức giá thực hiện đạt khối lượng giao dịch lớn nhất.	1. Là mức giá thực hiện đạt khối lượng giao dịch lớn nhất và tất cả các lệnh mua có mức giá cao hơn, lệnh bán có mức giá thấp hơn được chọn phải được thực hiện hết.
	2. Nếu có nhiều mức giá thoả mãn điểm 1, mức giá được lựa chọn thực hiện là mức giá tại đó các lệnh của một bên phải được thực hiện hết, các lệnh của bên đối ứng phải được thực hiện hết hoặc một phần.
2. Nếu có nhiều mức giá thoả mãn điểm 1 thì mức giá trùng hoặc gần	3. Nếu có nhiều mức giá thoả mãn điểm 2, mức giá trùng hoặc gần với mức giá thực



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

HOSE	HNX
với giá thực hiện của lần khớp lệnh gần nhất sẽ được chọn.	hiện gần nhất theo phương thức khớp lệnh sẽ được chọn.
3. Nếu thoả mãn cả hai điểm trên, mức giá cao hơn sẽ được chọn là giá khớp lệnh.	4. Nếu không có mức giá nào thoả mãn điểm 3, mức giá được chọn là mức giá thoả mãn điểm 2 và trùng hoặc gần với giá thực hiện gần nhất theo phương thức khớp lệnh.

**Quy trình khớp lệnh định kỳ như sau:**

### **Bước 1: lập sổ lệnh**

Sổ lệnh là một bảng tập hợp tất cả các khối lượng chứng khoán đặt mua và đặt bán ở các mức giá tương ứng khác nhau phù hợp với các quy định của thị trường và được thể hiện theo một trình tự nhất định.

Ví dụ: sổ lệnh của Cổ phiếu XYZ

Lệnh mua	Giá (1000 đ)	Lệnh bán
B1: 500	17.1	B11: 300
B2: 200	17.2	B12: 500
B3: 700	17.3	B13: 300
B4: 900	17.4	B14: 1000
B5: 1500	17.5	B15: 2000
B6: 2000, D1: 1000	17.6	B16: 4000
B7: 4000	17.7	B17: 5000, D3: 2000
B8: 2000, D2: 3000	17.8	B18: 4000, D4: 4000
B9: 8000	17.9	B19: 8500
B10: 8000	18	B20: 9000





Trên đây là ví dụ về hình thức sổ lệnh của Cổ phiếu XYZ trước giờ khớp lệnh; theo đó, ta thấy sổ lệnh gồm có 3 cột: cột mua tập hợp tất cả các lệnh đặt mua ở các mức giá tương ứng, cột bán tập hợp tất cả các lệnh đặt bán ở các mức giá tương ứng, cột giá liệt kê tất cả các mức giá hợp lệ trong phạm vi biên độ giá cho phép và được sắp xếp theo trật tự tăng dần hoặc giảm dần. Ngoài ra, trên sổ lệnh còn cho ta thấy số lượng đặt mua hoặc bán của từng nhà môi giới và tự doanh; và thứ tự ưu tiên về mặt thời gian, chẳng hạn theo ví dụ trên nhà môi giới B6 và nhà tự doanh D1 cùng đặt mua ở mức giá 17.6 nhưng B6 sẽ được ưu tiên mua trước D1 vì đã đặt lệnh trước.

#### *Nguyên tắc tập hợp lệnh trong sổ lệnh*

*Thứ nhất*, lệnh chỉ được tập hợp trong một khoảng thời gian nhất định. Ở Việt Nam, tại trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM, mỗi phiên giao dịch có hai đợt khớp lệnh định kỳ, đợt 1 kéo dài từ 9h đến 9h15 và đợt 2 kéo dài từ 14h30 đến 14h45.

*Thứ hai*, đảm bảo tính hợp lý về giá, thể hiện ở hai khía cạnh sau: i) Giá của lệnh phải nằm trong giới hạn giá cho phép, tức là không được cao hơn giá trần và thấp hơn giá sàn. ii) Giá của lệnh phải đảm bảo tính hợp lý về đơn vị yết giá. Theo đó, giá ghi trong lệnh phải là bội số của đơn vị yết giá.

*Thứ ba*, đảm bảo tính hợp lý về khối lượng chứng khoán giao dịch, thể hiện ở hai khía cạnh sau: Một là, khối lượng chứng khoán giao dịch phải là lô chẵn, tức là khối lượng này phải là bội số của đơn vị khối lượng. Hai là, khối lượng chứng khoán ghi trong lệnh không được vượt quá quy định về khối lượng giao dịch tối đa cho một lệnh.

*Cách sắp xếp lệnh trong sổ lệnh*: Lệnh giới hạn được sắp xếp theo giá tương ứng được thể hiện trên cột giá. Còn lệnh với giá khớp lệnh (ATO/ATC) được xếp cao hơn giá mua cao nhất đối với lệnh mua và thấp hơn giá bán thấp nhất đối với lệnh bán.

Ví dụ:



Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Lệnh mua	Giá (1000 đ)	Lệnh bán
	ATO	D5: 5000
B1: 500	17.1	B11: 300
B2: 200	17.2	B12: 500
B3: 700	17.3	B13: 300
B4: 900	17.4	B14: 1000
B5: 1500	17.5	B15: 2000
B6: 2000, D1: 1000	17.6	B16: 4000
B7: 4000	17.7	B17: 5000, D3: 2000
B8: 2000, D2: 3000	17.8	B18: 4000, D4: 4000
B9: 8000	17.9	B19: 8500
B10: 8000	18	B20: 9000
B22: 5000	ATO	

**Bước 2: Xử lý sổ lệnh**

Thứ nhất, cộng khối lượng chứng khoán đặt mua và bán của các nhà kinh doanh chứng khoán ở mỗi mức giá lại với nhau. Sử dụng tiếp ví dụ trên (trong trường hợp không có ATO), ta tiến hành cộng khối lượng chứng khoán đặt mua và đặt bán ở mỗi mức giá lại với nhau như sau:

Lệnh mua	Giá	Lệnh bán
500	17.1	300
200	17.2	500
700	17.3	300
900	17.4	1,000
1,500	17.5	2,000
3,000	17.6	4,000
4,000	17.7	7,000
5,000	17.8	8,000
8,000	17.9	8,500
8,000	18	9,000



249

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Sau khi thực hiện bước này, trên sổ lệnh, ở mỗi mức giá chỉ còn có duy nhất một khối lượng mua và một khối lượng bán

*Thứ hai*, cộng tích lũy khối lượng chứng khoán đặt mua và chứng khoán đặt bán theo nguyên tắc: đối với lệnh mua bắt đầu từ lệnh mua với giá cao nhất và đối với lệnh bán bắt đầu từ lệnh bán với giá thấp nhất.

Lệnh mua		Giá	Lệnh bán	
Khối lượng	Tích lũy		Tích lũy	Khối lượng
500	31,800	17.1	300	300
200	31,300	17.2	800	500
700	31,100	17.3	1,100	300
900	30,400	17.4	2,100	1,000
1,500	29,500	17.5	4,100	2,000
3,000	28,000	17.6	8,100	4,000
4,000	25,000	17.7	15,100	7,000
5,000	21,000	17.8	23,100	8,000
8,000	16,000	17.9	31,600	8,500
8,000	8,000	18	40,600	9,000

*Thứ ba*, so khớp khối lượng chứng khoán chấp nhận mua và khối lượng chứng khoán chấp nhận bán ở từng mức giá để xác định khối lượng chứng khoán có thể giao dịch ở từng mức giá.

Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Mua		Giá	Bán		Khối lượng khớp
Khối lượng	Tích lũy		Tích lũy	Khối lượng	
500	31800	17.1	300	300	300
200	31300	17.2	800	500	800
700	31100	17.3	1100	300	1100
900	30400	17.4	2100	1000	2100
1500	29500	17.5	4100	2000	4100
3000	28000	17.6	8100	4000	8100
4000	25000	17.7	15100	7000	15100
5000	21000	17.8	23100	8000	21000
8000	16000	17.9	31600	8500	16000
8000	8000	18	40600	9000	8000

**Bước 3: Xác định giá khớp lệnh và khối lượng khớp lệnh**

Giá khớp lệnh được xác định theo các nguyên tắc cụ thể như sau:

Nguyên tắc 1: giá khớp lệnh (fixing) được xác định là giá mà ở đó khối lượng chứng khoán được mua và được bán **lớn nhất**.

Mua		Giá	Bán		Khối lượng khớp
Khối lượng	Tích lũy		Tích lũy	Khối lượng	
500	31,800	17.1	300	300	300
200	31,300	17.2	800	500	800
700	31,100	17.3	1,100	300	1,100
900	30,400	17.4	2,100	1,000	2,100
1,500	29,500	17.5	4,100	2,000	4,100
3,000	28,000	17.6	8,100	4,000	8,100
4,000	25,000	17.7	15,100	7,000	15,100
5,000	21,000	17.8	23,100	8,000	21,000
8,000	16,000	17.9	31,600	8,500	16,000
8,000	8,000	18	40,600	9,000	8,000



THƯ VIỆN  
251 HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Theo nguyên tắc 1 thì 17.8 sẽ được chọn là giá khớp lệnh và 21.000 CP là khối lượng khớp lệnh; vì tại mức giá 17.8 khối lượng mua bán là lớn nhất.

Nguyên tắc 2: Nếu có trên một mức giá khác nhau có cùng khối lượng khớp lệnh lớn nhất, thì giá nào gần với giá đóng cửa của phiên giao dịch liền trước sẽ được xác định là giá khớp lệnh.

Xét một ví dụ khác như sau:

Mua		Giá	Bán		Khối lượng khớp
Khối lượng	Tích lũy		Tích lũy	Khối lượng	
500	27,800	17.1	300	300	300
200	27,300	17.2	800	500	800
700	27,100	17.3	1,100	300	1,100
900	26,400	17.4	4,100	3,000	4,100
1,500	25,500	17.5	8,100	4,000	8,100
3,000	24,000	17.6	14,100	6,000	14,100
0	21,000	17.7	21,100	7,000	21,000
5,000	21,000	17.8	29,100	8,000	21,000
8,000	16,000	17.9	37,600	8,500	16,000
8,000	8,000	18	46,600	9,000	8,000

Xem bảng trên, ta thấy có 2 mức giá mà ở đó có cùng khối lượng khớp lớn nhất. Giả sử giá của phiên giao dịch liền trước của cổ phiếu XYZ là 17.9; thì theo nguyên tắc 2 của khớp lệnh định kỳ, giá khớp lệnh sẽ là 17.8 và khối lượng khớp lệnh sẽ là 21.000 cổ phiếu.

Nguyên tắc 3: Trong trường hợp có trên một mức giá có cùng khối lượng khớp lệnh lớn nhất, cùng gần với giá đóng cửa của phiên liền trước như nhau, thì mức giá cao hơn sẽ được chọn là giá khớp lệnh.

Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Mua		Giá	Bán		Khối lượng khớp
Khối lượng	Tích lũy		Tích lũy	Khối lượng	
500	27,800	17.1	200	200	200
200	27,300	17.2	700	500	700
700	27,100	17.3	1,000	300	1,000
900	26,400	17.4	6,000	5,000	6,000
1,500	25,500	17.5	12,000	6,000	12,000
3,000	24,000	17.6	21,000	9,000	21,000
5,000	21,000	17.8	29,000	8,000	21,000
8,000	16,000	17.9	37,500	8,500	16,000
8,000	8,000	18	46,500	9,000	8,000

Giả sử giá của phiên trước là 17.7, thì theo nguyên tắc 3, 17.8 sẽ được chọn là giá khớp lệnh.

**Bước 4: Phân phối lệnh**

Sau khi, xác định được giá khớp lệnh và khối lượng khớp lệnh, ta sẽ tiến hành phân phối lệnh. Phân phối lệnh là việc xét xem lệnh của chủ thể nào được thực hiện và thực hiện với khối lượng bao nhiêu. Trong quá trình tiến hành phân phối lệnh, người ta sẽ áp dụng trình tự các quy tắc về phân phối.

Trở lại ví dụ trên với trường hợp 1, ta sẽ tiến hành phân phối lệnh như sau:

Mua		Giá	Bán		Khối lượng khớp
Khối lượng	Tích lũy		Tích lũy	Khối lượng	
500	31,800	17.1	300	300	300
200	31,300	17.2	800	500	800
700	31,100	17.3	1,100	300	1,100
900	30,400	17.4	2,100	1,000	2,100
1,500	29,500	17.5	4,100	2,000	4,100
3,000	28,000	17.6	8,100	4,000	8,100
4,000	25,000	17.7	15,100	7,000	15,100
5,000	21,000	17.8	23,100	8,000	21,000
8,000	16,000	17.9	31,600	8,500	16,000
8,000	8,000	18	40,600	9,000	8,000



THƯ VIỆN  
HUBT

#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Áp dụng quy tắc ưu tiên về giá, thì tất cả lệnh đặt mua trên mức giá 17.8 và lệnh đặt bán ở dưới mức giá 17.8 đều được thực hiện. Còn lại, lệnh đặt mua và đặt bán tại mức giá 17.8 sẽ được phân phối như thế nào? do tổng khối lượng có thể mua được tại mức giá 17.8 thấp hơn tổng khối lượng có thể bán ra ở mức giá 17.8, nên tất cả các lệnh đặt mua ở mức giá 17.8 đều được thực hiện hết; còn lệnh đặt bán tại mức giá 17.8 chỉ được thực hiện  $(21.000 - 15.100) = 5.900$  cổ phiếu, trong khi đó khối lượng đặt bán tại mức giá này lên đến 8.000, như vậy, sẽ còn dư bán tại mức giá này là  $(8.000 - 5.900) = 2.100$  cổ phiếu. Theo sổ lệnh, thì tại mức giá này có hai người bán là B18: 4000 và D4: 4000, trong đó B18 là người đặt lệnh trước D4. Áp dụng quy tắc ưu tiên về thời gian, thì B18 sẽ được mua hết 4.000 còn D4 chỉ mua được  $(4.000 - 2.100) = 1.900$ .

Sổ lệnh sau khi khớp lệnh sẽ là:

Mua	Giá	Bán
B1: 500	17.1	
B2: 200	17.2	
B3: 700	17.3	
B4: 900	17.4	
B5: 1500	17.5	
B6: 2000, D1: 1000	17.6	
B7: 4000	17.7	
	17.8	D4: 2.100
	17.9	B19: 8500
	18	B20: 9000



THƯ VIỆN  
HUBT

254

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Bảng lệnh được thực hiện:

Lệnh mua		Lệnh bán	
Tên	Khối lượng	Tên	Khối lượng
B8	2000	B11	300
D2	3000	B12	500
B9	8000	B13	300
B10	8000	B14	1000
		B15	2000
		B16	4000
		B17	5000
		D3	2000
		B18	4000
		D4	1900

### Ưu và nhược điểm của khớp lệnh định kỳ

**Ưu điểm:** khớp lệnh định kỳ thích hợp để xác định được mức giá cân bằng của thị trường, hạn chế được sự biến động giá quá mức, thông qua đó hạn chế được sự lũng đoạn thị trường. Vì vậy, ở những quốc gia mới hình thành thị trường chứng khoán hoặc thị trường còn non trẻ thường áp dụng hình thức khớp lệnh này trong giao dịch, Việt Nam là một ví dụ điển hình.

**Nhược điểm:** do phải tập hợp lệnh trong một khoảng thời gian nhất định, sau đó mới tiến hành khớp lệnh nên khớp lệnh định kỳ không phản ánh kịp thời thông tin của thị trường và hạn chế tính cấp thời của các giao dịch. Từ đó sẽ làm giảm cơ hội kiếm lời của nhà đầu tư, cũng như làm giảm tính thanh khoản của thị trường.

#### 4.4.2.13 Kỹ thuật khớp lệnh liên tục

Khớp lệnh liên tục là một hình thức khớp lệnh được thực hiện bất cứ khi nào có các lệnh giao dịch mua và lệnh giao dịch bán được đưa vào sổ lệnh, và có





#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

thể khớp được trong phạm vi thời gian của phiên giao dịch. Khớp lệnh liên tục có những đặc điểm cơ bản sau: Một là, được thực hiện liên tục bất cứ khi nào có lệnh mua, lệnh bán có thể so khớp, không có khoảng thời gian tập hợp lệnh. Hai là, giá giao dịch không cố định, thay đổi liên tục theo từng lần khớp lệnh.

Trong khớp lệnh liên tục, người ta sử dụng các nguyên tắc phân phối lệnh để tiến hành khớp lệnh. Thông thường người ta sử dụng 2 nguyên tắc đầu tiên, đó là nguyên tắc ưu tiên về giá và nguyên tắc ưu tiên về thời gian.

Giá sử số lệnh lúc này của cổ phiếu XYZ như sau:

Lệnh mua	Giá	Lệnh bán
B5: 1500	17.5	
B6: 2000, D1: 1000	17.6	
B7: 4000	17.7	
	17.8	D4: 1.900
	17.9	B19: 8500
	18	B20: 9000

Bây giờ có một lệnh mua của B21 với giá 17.7, khối lượng 2.000 được đưa vào hệ thống; sau khi hệ thống kiểm tra lại các lệnh còn lưu không thấy lệnh nào có thể thực hiện được, thì hệ thống sẽ đưa lệnh đó vào sổ lệnh và treo như sau:

Lệnh mua	Giá	Lệnh bán
B5: 1500	17.5	
B6: 2000, D1: 1000	17.6	
B7: 4000, B21: 2000	17.7	
	17.8	D4: 1.900
	17.9	B19: 8500
	18	B20: 9000



Tiếp tục có một lệnh bán của B22 đưa vào hệ thống với giá 17.6, khối lượng 8.000, sau khi kiểm tra các lệnh còn lưu, hệ thống tiến hành khớp lệnh như sau: B22 sẽ bán được 4.000 giá 17.7 cho B7, 2.000 giá 17.7 cho B21 và 2.000 giá 17.6 cho B6.

Sổ lệnh sau khi khớp như sau:

Lệnh mua	Giá	Lệnh bán
B5: 1500	17.5	
D1: 1000	17.6	
	17.8	D4: 1.900
	17.9	B19: 8500
	18	B20: 9000

#### 4.4.2.14 Các giao dịch đặc biệt

- **Giao dịch lô lớn (khối)**

Trong giao dịch chứng khoán, nếu có nhiều lệnh với khối lượng lớn đưa vào giao dịch thì có thể giá chứng khoán sẽ biến động theo những chiều hướng không tốt. Do đó, cần tách biệt hệ thống giao dịch khớp lệnh với giao dịch khối để giảm thiểu sự tác động của thị trường phát sinh từ những lệnh có khối lượng giao dịch lớn việc quy định các giao dịch khối riêng rẽ không chỉ để bảo vệ những nhà đầu tư nhỏ, không có sức cạnh tranh mà còn tạo cơ hội cho các nhà đầu tư giao dịch thông qua hệ thống giao dịch của sở giao dịch chứng khoán khi các giao dịch này không thoả thuận được trên thị trường OTC.

Tiêu chí của giao dịch khối được quy định dựa trên khối lượng giao dịch (khối lượng cổ phiếu) hoặc dựa trên giá trị giao dịch (tính theo thị giá). Các tiêu chí này được thiết lập phụ thuộc vào quy mô của thị trường, quy mô công ty và tính thanh khoản của từng thị trường. (Hàn Quốc quy định là 50.000 cổ phiếu; Việt Nam: 20.000 cổ phiếu).

Các giao dịch khối được thực hiện theo hai phương thức:

Phương thức báo cáo, theo đó nhà đầu tư muốn thực hiện giao dịch khối phải xin phép sở giao dịch chứng khoán, vì khối lượng giao dịch lớn sẽ tác động tới giá chứng khoán trên thị trường, do đó đòi hỏi phải công bố thông tin công khai;

Phương thức ngoài giờ, theo đó các giao dịch khối diễn ra sau khi thị trường đóng cửa, mức giá do các đối tác thoả thuận, nhưng lấy giá đóng cửa làm giá tham chiếu cộng với một số đơn vị yết giá.

- **Giao dịch lô lẻ**

Giao dịch lô lẻ (Odd-lot trading) là các giao dịch có khối lượng nhỏ hơn một đơn vị giao dịch. Lô lẻ thường phát sinh do việc trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành cổ phiếu thưởng, tách cổ phiếu hoặc thực hiện quyền mua cổ phiếu...vv. Để đảm bảo tính hiệu quả của thị trường, các sở giao dịch chứng khoán đều quy định đối với giao dịch lô lẻ. Các giao dịch này diễn ra trên sở giao dịch chứng khoán hoặc thị trường OTC thông qua cơ chế giao dịch thương lượng và thoả thuận giữa nhà đầu tư với công ty chứng khoán.

Giá thực hiện trong các giao dịch lô lẻ có thể được xác định trên cơ sở: lấy giá giao dịch của loại chứng khoán đó trên sở giao dịch chứng khoán chiết khấu theo một tỉ lệ thoả thuận so với thị giá hoặc do công ty chứng khoán thoả thuận với khách hàng.

- **Tách, gộp cổ phiếu**

Tách, gộp cổ phiếu là việc chia nhỏ hoặc gộp nhiều cổ phiếu lại với nhau thành một cổ phiếu mới. Việc tách, gộp cổ phiếu sẽ không làm thay đổi vốn của tổ chức phát hành, nhưng lại tăng, giảm số lượng cổ phiếu lưu hành, do đó dẫn đến thay đổi giá cổ phiếu sau khi quá trình tách, gộp hoàn tất. Vì vậy, việc tách, gộp cổ phiếu phải được hội đồng quản trị thông qua và báo cáo ủy ban chứng khoán, đồng thời phải công bố thông tin về việc tách, gộp. Sở giao dịch chứng khoán tạm ngừng giao dịch để thực hiện tách, gộp cổ phiếu. Sau đó, phải xác định lại giá tham chiếu cho phiên giao dịch đầu tiên. Về nguyên lý, giá cổ phiếu sau khi thực hiện tách, gộp được xác định dựa trên căn cứ giá giao dịch trước khi thực hiện tách, gộp nhân với tỉ lệ tách, gộp cổ phiếu.



## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

### • Giao dịch không hưởng cổ tức và quyền kèm theo

Theo định kỳ hàng năm (3 tháng hoặc 6 tháng) công ty cổ phần thực hiện chi trả cổ tức (bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu) cho các cổ đông. Do cổ phiếu được mua đi bán lại thường xuyên trên thị trường nên tổ chức phát hành phải xác định những cổ đông hiện hành của mình để chi trả cổ tức, hay còn gọi là ngày chốt danh sách cổ đông. Ngoài ra, do quy trình giao dịch cổ phiếu không đồng thời xảy ra giữa ngày giao dịch và ngày thanh toán ( $t + x$ ), do đó chỉ có các cổ đông có tên trong danh sách đăng ký danh sách sở hữu mới được nhận cổ tức, hoặc các quyền kèm theo. Theo chu kỳ thanh toán ( $t + x$ ), người đầu tư mua cổ phiếu ( $x-1$ ) ngày trước ngày đăng ký sở hữu sẽ không có tên trong sổ cổ đông vì giao dịch chưa được thanh toán, nên không được nhận cổ tức. Khi đó, ngày  $t + 1$ ;  $t + 2$  và... $t + x$  được sở giao dịch chứng khoán công bố là ngày giao dịch không được hưởng cổ tức (Ex-dividend date), hoặc ngày giao dịch không được hưởng quyền (Ex-right date).

Vào những ngày giao dịch không được hưởng cổ tức và chứng quyền, sở giao dịch chứng khoán sẽ công bố trên hệ thống công bố thông tin để nhà đầu tư biết và xác định lại giá tham chiếu để giao dịch. Về nguyên tắc giá tham chiếu trong những ngày giao dịch không được hưởng cổ tức và chứng quyền sẽ bằng giá giao dịch trước đó (được nhận cổ tức và quyền) trừ đi giá trị cổ tức và quyền được nhận.

**Bảng 4.7: Một số ký hiệu quy định tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh**

Ký hiệu	Diễn giải
<b>XD</b>	Giao dịch không hưởng cổ tức bằng tiền của cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đóng, chứng chỉ quỹ ETF
<b>XR</b>	Giao dịch không hưởng quyền mua, quyền nhận cổ phiếu thưởng, quyền được chia cổ tức bằng cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đóng, chứng chỉ quỹ ETF
<b>XA</b>	Trường hợp XD và XR của cùng một cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đóng, chứng chỉ quỹ ETF xảy ra trong cùng một ngày giao-dịch
<b>XI</b>	Giao dịch không hưởng lãi trái phiếu

(Nguồn: Quyết định số 314/2014/QĐ-SGDCKHCM)



• **Giao dịch cổ phiếu quỹ**

Cổ phiếu quỹ (Treasury stocks) là cổ phiếu đã phát hành và được mua lại bởi chính tổ chức phát hành. Việc mua lại cổ phiếu quỹ do tổ chức phát hành thực hiện phải được sự chấp thuận của sở giao dịch chứng khoán. Mục tiêu mua lại cổ phiếu quỹ: ngăn chặn khả năng thao túng công ty từ bên ngoài; làm cổ phiếu dự trữ hoặc để phát hành cổ phiếu thưởng, hoặc công ty mua lại để điều chỉnh lại cơ cấu tài chính của công ty (nợ/vốn cổ phần); ngăn chặn giá chứng khoán giảm sút mạnh trên thị trường. Nguồn vốn để mua cổ phiếu lấy từ quỹ thặng dư của công ty (Capital Surplus).

Công ty niêm yết muốn mua lại cổ phiếu quỹ phải xin phép sở giao dịch chứng khoán và nêu rõ: nguồn vốn thực hiện mua lại; khối lượng và thời gian thực hiện mua lại; công ty chứng khoán được uỷ thác thực hiện lệnh. Thông thường, để hạn chế tác động tới giá cổ phiếu trên thị trường, sở giao dịch chứng khoán quy định khối lượng cổ phiếu mà công ty niêm yết được mua lại qua các phiên giao dịch, và sau khi mua lại công ty niêm yết phải nắm giữ trong vòng 06 tháng không được phép bán ra.

Tại Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh quy định tại Điều 25 Quy chế giao dịch ban hành kèm Quyết định số 314/2014/QĐ- SGDCCKHCM thì trong mỗi ngày giao dịch, tổ chức niêm yết chỉ được phép đặt lệnh (theo phương thức khớp lệnh hoặc thỏa thuận) mua lại cổ phiếu hay bán cổ phiếu quỹ với tổng khối lượng đặt lệnh (không bao gồm khối lượng do tổ chức niêm yết hủy) tối thiểu bằng 3% và khối lượng tối đa bằng 5% tổng khối lượng xin phép trong đơn đăng ký gửi Sở giao dịch. Nếu muốn giao dịch khối lượng vượt 5% hoặc giao dịch lô lớn thì phải xin phép Sở giao dịch chứng khoán. Trường hợp khối lượng được phép mua (hoặc bán) còn lại nhỏ hơn 3% khối lượng dự kiến thực hiện, tổ chức niêm yết được giao dịch nhỏ hơn khối lượng tối thiểu 3%. Đồng thời giá đặt mua không lớn giá tham chiếu cộng ba đơn vị yết giá và giá đặt bán không được nhỏ hơn giá tham chiếu trừ đi ba đơn vị yết giá.



• **Giao dịch bảo chứng**

Giao dịch bảo chứng (Margin Trading) hay còn gọi là giao dịch ký quỹ, đó là việc mua hoặc bán chứng khoán trong đó nhà đầu tư chỉ có một phần tiền hoặc chứng khoán, phần còn lại do công ty chứng khoán cho vay.

Bằng cách sử dụng giao dịch ký quỹ, những người đầu tư có thể gia tăng lợi nhuận đầu tư do giao dịch này có tác dụng đòn bẩy tài chính rất mạnh đối với nhà đầu tư, đồng thời giao dịch ký quỹ có thể mang lại những tác động tích cực như ổn định giá chứng khoán và tăng cường tính thanh khoản của thị trường.

Tuy nhiên, giao dịch ký quỹ cũng ẩn chứa mức độ rủi ro cao có khả năng làm tổn hại đến hoạt động của thị trường. Do vậy, giao dịch ký quỹ chỉ được thực hiện ở các thị trường đã phát triển đến một mức độ nhất định, và tỉ lệ ký quỹ cũng được nâng dần lên song song với tiến trình phát triển của thị trường. Giao dịch ký quỹ có hai loại: mua ký quỹ và bán khống.

Mua ký quỹ (Margin Purchase) là việc mua chứng khoán bằng tài khoản ký quỹ; nhà đầu tư chỉ cần có một số tiền nhất định trong tổng giá trị chứng khoán đặt mua, phần còn lại sẽ do công ty chứng khoán cho vay. Sau khi thực hiện giao dịch, chứng khoán mua được sẽ do công ty nắm giữ để làm vật thế chấp. Khi nhà đầu tư có nhu cầu bán chứng khoán, công ty chứng khoán sẽ thực hiện lệnh bán chứng khoán và thu về phần vốn đã cho nhà đầu tư vay (gồm cả gốc và lãi cho vay). Nhà đầu tư tiến hành giao dịch mua ký quỹ khi kỳ vọng giá chứng khoán sẽ tăng lên.

Muốn thực hiện giao dịch mua ký quỹ, nhà đầu tư phải mở một loại tài khoản đặc biệt đó là tài khoản ký quỹ. Trong hợp đồng mở tài khoản ký quỹ quy định rõ, chủ tài khoản phải đảm bảo được tỉ lệ ký quỹ bắt buộc. Trong đó, tỉ lệ ký quỹ bắt buộc do ủy ban chứng khoán quy định và tỉ lệ này càng cao thì giá trị chứng khoán hoặc tiền mà nhà đầu tư đi vay từ công ty chứng khoán sẽ càng nhỏ. Trong quá trình giao dịch bằng tài khoản ký quỹ, nhà đầu tư phải luôn đảm bảo tỉ lệ ký quỹ (tính bằng cách lấy giá trị chứng khoán sở hữu chia cho tổng giá trị chứng khoán trên tài khoản) ở trên mức tỉ lệ ký quỹ duy trì do công ty chứng khoán quy định. Trường hợp tỉ lệ ký quỹ trên tài



khoản nhỏ hơn tỉ lệ ký quỹ duy trì, công ty chứng khoán sẽ phát lệnh ký quỹ (Margin Call) yêu cầu nhà đầu tư bổ sung thêm tiền hoặc chứng khoán vào tài khoản để đảm bảo tỉ lệ ký quỹ ở trên tỉ lệ ký quỹ duy trì. Nếu như nhà đầu tư không thực hiện lệnh gọi ký quỹ, công ty chứng khoán có thể sẽ bán số chứng khoán ký quỹ của nhà đầu tư trên tài khoản.

Bán khống (Short sale) là việc bán chứng khoán không thuộc sở hữu của nhà đầu tư tại thời điểm bán; hay nói khác bán khống là việc nhà đầu tư vay chứng khoán của công ty chứng khoán để bán vào thời điểm giá cao, sau đó sẽ mua chứng khoán khi giá giảm xuống để trả lại cho công ty chứng khoán.

Vì vậy, khi áp dụng nghiệp vụ bán khống, nhà đầu tư kỳ vọng giá chứng khoán sẽ giảm, điều này ngược lại đối với trường hợp mua ký quỹ.

- **Giao dịch thu tóm công ty**

Giao dịch thu tóm công ty (Take - over) được thực hiện thông qua phương thức đấu thầu mua cổ phiếu (Tender offer) trên thị trường thứ cấp. Mục tiêu của nhà đầu tư khi thực hiện giao dịch thu tóm công ty là nắm giữ, kiểm soát một khối lượng lớn cổ phiếu có quyền biểu quyết, nhằm nắm quyền kiểm soát công ty, hoặc sáp nhập công ty.

Do tác động của việc mua một khối lượng lớn cổ phiếu của công ty (các nước thường quy định từ 20% cổ phiếu trở lên, theo Điều 32 Luật chứng khoán Việt Nam từ 25% trở lên thì thực hiện thủ tục chào mua công khai) làm ảnh hưởng đến giá chứng khoán trên thị trường, nên Ủy ban chứng khoán các nước thường quy định giao dịch thu tóm sẽ thực hiện thông qua phương thức đấu thầu mua lại cổ phiếu. Nhà đầu tư muốn thực hiện giao dịch đấu thầu cổ phiếu phải xin phép Ủy ban chứng khoán và phải nêu rõ: mục tiêu mua cổ phiếu; khối lượng mua; nguồn tiền để thực hiện mua; thời gian thực hiện mua lại; giá chào thầu dự kiến trên thị trường. Khi được Ủy ban chứng khoán chấp thuận cho phép giao dịch đấu thầu, nhà đầu tư phải công bố công khai thông tin trên phương tiện đại chúng; tổ chức chào thầu; thông báo cho công ty niêm yết mà mình dự kiến mua lại cổ phiếu biết để công ty đó không được phép phát hành cổ phiếu bổ sung, tách, gộp cổ phiếu trong suốt thời gian thực hiện mua đấu thầu.



## 4.5 NGHIỆP VỤ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG PHI TẬP TRUNG

### 4.5.1 Khái niệm và đặc điểm của thị trường OTC

Thị trường OTC là từ viết tắt của The Over-The-Counter Market, hay còn gọi là thị trường phi tập trung. Có rất nhiều khái niệm về thị trường OTC, tuy nhiên, khái niệm thị trường OTC được nhiều người đồng tình nhất đó là thị trường thương lượng không có địa điểm cụ thể, trên đó các nhà tạo lập thị trường (thường là các công ty chứng khoán) thoả thuận giá mua và giá bán các loại chứng khoán chủ yếu là chưa niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thông qua hệ thống máy vi tính đã được kết nối mạng hoặc qua máy điện thoại.

Thị trường OTC là thị trường chứng khoán được hình thành sớm nhất. Lúc đầu, thị trường được hình thành tự do bởi một hệ thống các nhà môi giới và tự doanh chứng khoán mua bán với nhau và với các nhà đầu tư, diễn ra ở bất kỳ địa điểm thuận lợi nào theo phương thức thương lượng thủ công "mặt đối mặt"; sau này, cùng với sự phát triển của công nghệ thông tin, thị trường OTC đã phát triển thành thị trường có cơ chế tự quản kết hợp với quản lý nhà nước, được thực hiện giao dịch thông qua hệ thống mạng lưới điện thoại và mạng lưới máy vi tính hiện đại.

Và ngày nay, khi nói đến thị trường OTC là nói đến thị trường chứng khoán được tổ chức chặt chẽ, sử dụng kỹ thuật viễn thông hiện đại, bao gồm một mạng lưới các tổ chức trung gian môi giới, tự doanh và tạo lập thị trường liên kết với nhau và liên kết với trung tâm quản lý thông qua một mạng máy tính diện rộng khắp cả nước thậm chí quốc tế. Các nhà tạo lập thị trường sẽ liên tục đưa lên mạng báo giá hai chiều và khối lượng chứng khoán tối đa có thể mua hoặc bán, cùng với các thông tin cần thiết khác; đồng thời cũng có thể truy cập từ mạng các thông tin tương tự. Qua mạng, các nhà tạo lập thị trường thực hiện đàm phán giá và khối lượng giao dịch trên cơ sở giá báo tốt nhất; bên cạnh đó cũng thông báo kết quả giao dịch cho trung tâm quản lý, trung tâm thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán.



THƯ VIỆN  
HUBT

263

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



Số lượng các chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC thường lớn hơn rất nhiều so với số lượng các chứng khoán niêm yết. Các chứng khoán giao dịch trên OTC là những chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết, hoặc đã đầy đủ điều kiện niêm yết mà không niêm yết, và thậm chí có thể là các chứng khoán đã niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán.

**Thị trường OTC mang những đặc điểm chính sau đây:**

*Thứ nhất, địa điểm giao dịch:* thị trường OTC không có địa điểm giao dịch tập giữa bên mua và bên bán như sở giao dịch chứng khoán. Nếu như tại sở giao dịch chứng khoán, mọi giao dịch diễn ra tại một địa điểm tập trung, tất cả lệnh mua và lệnh bán đều được tập trung đấu giá tại sở giao dịch chứng khoán, thì ở thị trường OTC giao dịch được tiến hành ở bất kỳ địa điểm thuận lợi nào cho bên mua và bên bán.

*Thứ hai, cơ chế xác lập giá:* Giá được xác định thông qua thương lượng giữa bên mua và bên bán, không qua đấu giá tập trung như tại sở giao dịch chứng khoán. Việc thoả thuận được thực hiện giữa các nhà kinh doanh chứng khoán với nhau và giữa các nhà kinh doanh chứng khoán với các nhà đầu tư. Giá được hình thành thông qua thương lượng riêng nên thường phụ thuộc và từng nhà kinh doanh chứng khoán; và vì vậy, tại một thời điểm thường có nhiều mức giá khác nhau cho cùng một loại chứng khoán, khác với thị trường sở giao dịch chứng khoán do đấu giá tập trung nên cùng tại một thời điểm chỉ có một mức giá cho một loại chứng khoán. Tuy nhiên, với cơ chế báo giá tập trung thông qua mạng điện tử và cơ chế cạnh tranh giá công khai giữa các nhà kinh doanh chứng khoán nên nhiều mức giá được hình thành nhưng không chênh lệch nhau nhiều.

*Thứ ba, chứng khoán giao dịch:* chủ yếu giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán, bên cạnh đó ở một số thị trường OTC như Mỹ cũng giao dịch luôn cả chứng khoán đã niêm yết. Tiêu chí để chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC là chứng khoán đó phải đăng ký với bộ phận quản lý của thị trường, phải đảm bảo công ty hoạt động nghiêm túc, không lừa đảo và chứng khoán đó phải đảm bảo tính thanh khoản tối thiểu theo quy định.



*Thứ tư, có sự tham gia của hệ thống các nhà tạo lập thị trường:* các nhà tạo lập thị trường có nhiệm vụ liên tục tạo ra tình thanh khoản cho thị trường thông qua việc thường xuyên nắm giữ một lượng chứng khoán nhất định mà họ đảm nhận vai trò tạo thị trường để sẵn sàng mua bán với khách hàng và hưởng chênh lệch giá mua bán. Các nhà tạo lập thị trường được coi là động lực của thị trường OTC, họ mua bán chứng khoán để kiếm lời và tự chịu rủi ro.

*Thứ năm, sử dụng mạng máy tính điện rộng để thực hiện báo giá, vì vậy rất thuận tiện cho việc giao dịch, thông tin và quản lý thị trường.*

*Thứ sáu, quản lý thị trường OTC:* kết hợp chặt chẽ giữa cơ chế tự quản lý và quản lý Nhà nước.

*Thứ bảy, luật lệ trên thị trường OTC* do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (NASD: National Association of Securities Dealers) quy định.

#### **4.5.2 Tổ chức thị trường OTC**

##### *4.5.2.1 Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (NASD)*

Nhiệm vụ và quyền hạn của hiệp hội kinh doanh chứng khoán: Ban hành và củng cố các nguyên tắc và thông lệ trong kinh doanh chứng khoán; Hợp tác với chính phủ và các cơ quan khác để giải quyết các vấn đề liên quan đến kinh doanh chứng khoán; Thanh tra, giám sát tình hình kinh doanh và tài chính của các thành viên; Phổ biến thông tin cho công chúng về chứng khoán; Điều tra và nghiên cứu về thị trường chứng khoán; Giải quyết các tranh chấp trên thị trường OTC; NASD có quyền khiển trách, cách cáo, phạt tiền, đình chỉ hoạt động và tước bỏ tư cách thành viên của các thành viên nếu các thành viên vi phạm các quy định của NASD.

##### **Hoạt động của NASD**

*Thứ nhất,* quản lý các thành viên. Hoạt động quản lý thành viên của NASD thể hiện ở những công việc sau: Các nhà kinh doanh chứng khoán muốn trở thành viên phải đăng ký với NASD và phải đáp ứng được những điều kiện do NASD đặt ra; ngoài ra còn phải đóng phí hoạt động; Tổ chức thi sát hạch nhân sự của các thành viên; Thanh tra, giám sát hoạt động của các thành viên.



*Thứ hai*, ban hành các quy chế và chính sách hoạt động cho thị trường OTC

*Thứ ba*, thanh tra, giám sát hoạt động của thị trường OTC, bao gồm: Kiểm tra tính chính xác của sổ sách và hồ sơ của các thành viên; Sự tuân thủ của các thành viên theo các nguyên tắc của thị trường; Thanh tra vấn đề tài chính của các thành viên; Thanh tra bằng cách kiểm tra thực tế, kiểm tra các văn bản báo cáo hay thanh tra hệ thống máy tính. Nếu thấy có vi phạm NASD có thể áp dụng các điều khoản trừng phạt.

*Thứ tư*, các hoạt động khác của NASD, gồm có: Đưa ra các ý kiến và đề xuất với chính phủ về lĩnh vực chứng khoán; Tổ chức đào tạo về kiến thức chứng khoán; Nghiên cứu các vấn đề và xu hướng trong ngành chứng khoán.

#### 4.5.2.2 Nhà tạo lập thị trường

Các nhà tạo lập thị trường (Market Makers) là những tổ chức hoặc cá nhân tự mình tạo ra thị trường kinh doanh chứng khoán cho riêng họ bằng cách mua bán chứng khoán cho chính mình và tự gánh chịu rủi ro. Môi giới cho người mua và người bán chứng khoán. Cung cấp thông tin về giá chứng khoán cho khách hàng.

Là thành viên của thị trường OTC, họ phải đủ những tiêu chuẩn do NASD quy định và được phép kinh doanh chứng khoán do uỷ ban chứng khoán cấp.

Thường là các công ty chứng khoán hoặc cá nhân kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp do uỷ ban chứng khoán cấp phép hành nghề.

Trên thị trường OTC, một số nhà tạo lập thị trường cùng nhau tạo ra thị trường cho một số loại chứng khoán nhất định.

#### Hoạt động của nhà tạo lập thị trường

*Giao dịch chứng khoán*: Thực hiện giao dịch cho chính họ bằng cách mua và bán các loại chứng khoán và thực hiện môi giới chứng khoán.

*Báo giá*: Nhà tạo lập thị trường sẽ đưa ra giá mua cao nhất và giá bán thấp nhất cho một loại cổ phiếu nhất định. Quy định đối với nhà tạo lập thị trường khi cung cấp bảng báo giá:

- Cung cấp liên tục bảng báo giá hai chiều về một loại chứng khoán.

## Chương 4: Thị trường cổ phiếu

- Có khả năng và sẵn sàng thực hiện ít nhất một đơn vị mua bán chứng khoán.
- Bảo đảm tính hợp lý của bản báo giá về một loại chứng khoán.
- Tuân thủ các giới hạn chênh lệch tối đa cho phép.
- Cung cấp các thông tin hàng tháng về loại chứng khoán mà họ phụ trách
- Cấm đưa ra các báo giá chéo, tức là giá mua đưa ra cao hơn giá bán của nhà tạo lập thị trường khác, hoặc giá bán thì thấp hơn giá mua của nhà tạo lập thị trường khác.

Ví dụ: Bảng báo giá tự động của NASD về cổ phiếu XYZ như sau:

Nhà tạo lập thị trường	Giá báo
A	11.25- 12.5
B	11.5 - 12.5
C	11.75 - 12.75

Nếu nhà tạo lập thị trường D báo giá 12.75 - 13.00 thì vi phạm quy định cấm báo giá chéo, vì giá mua của D cao hơn giá bán của A.

### *Các loại báo giá*

**Báo giá chắc chắn:** là báo giá mà nhà tạo lập thị trường sẵn sàng thực hiện mua hay bán ít nhất một đơn vị giao dịch theo giá bán với các công ty thành viên khác của NASD trên thị trường OTC.

**Báo giá phụ thuộc:** đây là cách ra giá phụ thuộc vào giá đã ra và sẽ ra của bên đối tác giao dịch.

**Báo giá có chủ định:** đây là loại báo giá áp dụng đối với loại chứng khoán kém sôi động, có tính thanh khoản thấp. Vì vậy, trước khi báo giá các nhà tạo lập thị trường tìm cách thu thập nhu cầu giao dịch trên thị trường rồi tìm cách thương lượng để giao dịch.



### 4.5.3 Nghiệp vụ trên thị trường OTC

#### 4.5.3.1 Công bố thông tin về giá trên thị trường OTC

**Hệ thống yết giá tự động của NASD:** gọi tắt là NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation). Đây là hệ thống truyền tin điện tử, cung cấp mức giá yết cho các chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC để tiến hành thương lượng đàm phán trước khi tiến hành ký hợp đồng.

NASDAQ cung cấp 3 mức độ yết giá khác nhau:

*Mức độ 1:* chỉ báo giá chào mua cao nhất và giá chào bán thấp nhất của một loại chứng khoán trên thị trường. Nhà đầu tư và người đại diện đăng ký của công ty chứng khoán có thể nhìn thấy được mức yết giá này.

*Mức độ 2:* cung cấp tất cả các báo giá và số lượng của tất cả các nhà tạo lập thị trường về một loại chứng khoán nhất định. Chỉ có nhà tạo lập thị trường và những nhà đầu tư đăng ký thuê bao với NASD mới xem được báo giá ở mức độ này.

*Mức độ 3:* mức độ báo giá này chỉ giành riêng cho các nhà tạo lập thị trường có đăng ký được cập nhật về loại chứng khoán mà họ là người tạo thị trường; cung cấp tất cả các thông tin về giá tổng hợp của hai mức độ trên; và đồng thời cho họ khả năng đưa báo giá vào và thay đổi báo giá của mình trên NASDAQ.

**Cung cấp thông tin giá qua ấn phẩm:** gồm có hai ấn phẩm chính

*Thứ nhất* là bảng yết giá chọn lọc, là các yết giá do NASDAQ tập hợp hàng ngày các mức giá chào mua và chào bán của một số cổ phiếu trên thị trường OTC theo một danh sách có chọn lọc thông qua Ủy ban yết giá.

*Thứ hai* là bảng yết giá màu hồng do phòng yết giá quốc gia xuất bản, chỉ dành để phân phối cho các công ty chứng khoán. Nó cung cấp giá hiện hành của các loại chứng khoán và tên của nhà giao dịch có liên quan.

#### 4.5.3.2 Quy trình giao dịch và thanh toán trên thị trường OTC

- Quy trình giao dịch

Quy trình giao dịch trên thị trường OTC có thể được khái quát như sau:



**Bước 1:** Khi khách hàng muốn mua bán một loại chứng khoán trên thị trường OTC, thì họ sẽ đến liên hệ với công ty chứng khoán.

**Bước 2:** Công ty chứng khoán sẽ xem báo giá trên mức độ 1 của NASDAQ và báo cho khách hàng giá mua cao nhất và giá bán thấp nhất của mình.

**Bước 3:** Sau khi xem xét báo giá của công ty chứng khoán, nếu khách hàng đồng ý sẽ tiến hành đặt lệnh mua hoặc bán loại chứng khoán trên.

**Bước 4:** Nếu công ty chứng khoán này là người tạo thị trường cho loại chứng khoán kia, thì khách hàng sẽ giao dịch trực tiếp với công ty chứng khoán.

**Bước 5:** Nếu công ty chứng khoán này không phải là nhà tạo lập thị trường cho loại chứng khoán trên, thì công ty sẽ xem báo giá ở mức độ 2 trên NASDAQ và tiến hành thương lượng với nhà tạo lập thị trường của loại chứng khoán này.

**Bước 6:** thông báo hoàn tất giao dịch đến khách hàng với mức giá bao gồm tiền lời của công ty.

#### • Thanh toán

Hình thức thanh toán trên thị trường OTC rất đa dạng, trong đó có hai cách thanh toán phổ biến nhất, đó là:

*Một là* thanh toán bù trừ đa phương giống như thanh toán trên Sở giao dịch chứng khoán. Tức là các thành viên của NASD sẽ tập hợp lại các số liệu giao dịch trong ngày của mình, rồi gửi đến một công ty ký gửi và thanh toán chứng khoán (còn gọi là Trung tâm lưu ký và thanh toán chứng khoán). Sau đó công ty này sẽ tập hợp lại toàn bộ số liệu giao dịch của các thành viên, rồi tiến hành thanh toán bù trừ lẫn nhau.

*Hai là* thanh toán bù trừ song phương: đây là hình thức thanh toán bù trừ trực tiếp giữa các thành viên với nhau. Thành viên này sẽ tổng hợp lại các giao dịch trong ngày với các thành viên khác, sau đó sẽ gửi đến cho từng thành viên mà mình có giao dịch để tiến hành thanh toán bù trừ lẫn nhau.

## TÓM TẮT CHƯƠNG 4

- Trong các loại hình doanh nghiệp, công ty cổ phần là loại hình doanh nghiệp ưu việt nhất bởi những đặc tính của nó đó là trách nhiệm hữu hạn, cơ cấu tổ chức, khả năng huy động vốn và tính thanh khoản. Công ty cổ phần tạo vốn chủ sở hữu thông qua cổ phiếu. Cổ phiếu có hai loại cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi, với những đặc điểm riêng có của từng loại nhằm xác nhận quyền và nghĩa vụ cụ thể của chủ sở hữu. Thị trường cổ phiếu là một bộ phận quan trọng của thị trường vốn, hoạt động của thị trường cổ phiếu nhằm huy động những nguồn vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp cổ phần dưới hình thức góp vốn cổ phần.
- Đầu tư cổ phiếu, đặc biệt là cổ phiếu thường là loại hình đầu tư có rủi ro cao nhất, là loại hình ưu tiên thanh toán sau cùng khi công ty tiến hành thanh lý, giải thể hay phá sản. Rủi ro trên thị trường cổ phiếu có thể kể đến như rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống, tất cả đều tác động đến giá trị nội tại cũng như giá trị thị trường của cổ phiếu. Nhưng đầu tư cổ phiếu cũng lại là loại hình đầu tư mang lại cơ hội lợi nhuận lớn nhất. Do đó, trên thị trường cổ phiếu, khả năng huy động vốn của các công ty cổ phần rất cao thông qua việc phát hành cổ phiếu
- Nghiệp vụ phát hành cổ phiếu là nghiệp vụ trên thị trường sơ cấp, nhằm giúp công ty cổ phần huy động được nguồn vốn của tất cả thành phần trong nền kinh tế. Công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu ra công chúng hay phát hành riêng lẻ, chào bán trực tiếp hay gián tiếp... đây là đặc điểm riêng có của công ty cổ phần. Để giúp các công ty phát hành cổ phiếu thuận lợi nhưng đồng thời bảo vệ các nhà đầu tư thì mỗi quốc gia đều đề ra những tiêu chuẩn nhất định để quản lý hoạt động phát hành cổ phiếu.
- Thời hạn của cổ phiếu là vô thời hạn bởi vì tồn tại cùng với công ty cổ phần. Chính vì vậy, người sở hữu cổ phiếu đặc biệt quan tâm đến tính thanh khoản của nó. Căn cứ theo tính chất của thị trường thì thị trường chứng khoán chia làm hai loại đó là thị trường tập trung và thị trường phi tập



trung. Dù thị trường là tập trung hay phi tập trung thì chức năng cơ bản của nó là đảm bảo tính thanh khoản của cổ phiếu. Mỗi thị trường có những yêu cầu và quy định khác nhau nhưng nhìn chung sự khác biệt cơ bản của hai loại thị trường này có thể kể đến đó là: địa điểm giao dịch, cơ chế xác lập giá và hàng hóa giao dịch.

## CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Phân biệt cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.
2. Phân biệt giá trị nội tại, giá thị trường và giá trị sổ sách của cổ phiếu thường.
3. Trình bày các loại cổ phiếu ưu đãi. Tại sao các doanh nghiệp ở Việt Nam rất ít phát hành cổ phiếu ưu đãi?
4. Cổ phiếu quỹ là gì? Hãy cho biết các lý do vì sao doanh nghiệp mua và bán cổ phiếu quỹ.
5. Tách, gộp cổ phiếu là gì? Ở Việt Nam phổ biến hình thức nào? Tại sao?
6. Cổ tức là gì? Các hình thức chi trả cổ tức của công ty? Tại sao công ty lại không ưa chuộng hình thức trả cổ tức bằng tài sản?
7. Có ý kiến cho rằng: “Khi chia cổ tức, giá cổ phiếu sẽ bị điều chỉnh giảm xuống, cổ đông hoàn toàn không nhận được gì từ việc chia cổ tức của công ty”. Bạn nghĩ như thế nào về ý kiến trên.
8. Các loại rủi ro trong đầu tư cổ phiếu. Các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.
9. Công ty A được thành lập năm 2011 với vốn điều lệ 20 tỉ đồng chia thành 2 triệu cổ phần bán với giá là 15.000 đồng/cổ phiếu, mệnh giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Năm 2013, công ty phát hành thêm 1 triệu cổ phiếu mới mệnh giá vẫn như cũ nhưng giá bán là 16.000 đồng/cổ phiếu. Giá trị sổ sách (Book Value) một cổ phiếu là bao nhiêu?



271

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

10. Công ty A được thành lập năm 2010 với vốn điều lệ 30 tỉ đồng chia thành 3 triệu cổ phần bán với giá là 20.000 đồng/cổ phiếu, mệnh giá 10.000 đồng. Năm 2010, công ty phát hành thêm 1 triệu cổ phiếu mới mệnh giá vẫn như cũ nhưng giá bán là 35.000 đồng/cổ phiếu, quỹ tích lũy cuối năm 5 tỉ đồng. Thử giá (Book Value) cổ phiếu là?

- a. 17.500 đồng
- b. 23.750 đồng
- c. 25.000 đồng
- d. 27.500 đồng

11. Ngày 20/02/2013, nhà đầu tư An mua 1.000 cổ phiếu LYS với giá 38.000 đồng/cổ phiếu. Sau 1 năm, ngày 20/02/2014, nhà đầu tư này bán 1.000 cổ phiếu LYS với giá 47.000 đồng/cổ phiếu, biết rằng công ty LYS đã chi trả cổ tức vào ngày 05/07/2013 tỉ lệ cổ tức là 15%. Tỉ suất sinh lời của khoản đầu tư này là bao nhiêu?

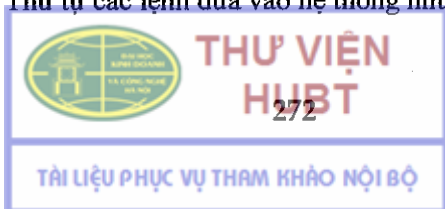
12. Ngày 10/06/2013, chị Bình mua 1.000 cổ phiếu MIS với giá 28.000 đồng/cổ phiếu. Sau 1 năm, ngày 10/06/2014 chị này bán 1.000 cổ phiếu MIS với giá 35.000 đồng/cổ phiếu, biết rằng công ty MIS đã chi trả cổ tức đợt 1 vào ngày 15/11/2013 tỉ lệ cổ tức là 7% và thông báo tỉ lệ cổ tức đợt 2 là 8%, ngày giao dịch không hưởng quyền là 10/06/2014. Hãy tính tỉ suất sinh lời của khoản đầu tư này?

13. Ngày 22/03/201N, một nhà đầu tư mua ký quỹ 3000 cổ phiếu của công ty cổ phần Đạm Phú Mỹ (DPM) tại Công ty chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương, giá mua 48000 đồng/CP. Tỉ lệ ký quỹ ban đầu là 50% - Tỉ lệ ký quỹ duy trì 40%.

a. Cho biết giá cổ phiếu giảm tới mức nào trước khi nhà đầu tư phải ký quỹ bổ sung.

b. Khi giá cổ phiếu DPM giảm xuống còn 38000 đồng/CP, trong trường hợp nhà đầu tư không đóng ký quỹ bổ sung, hãy tính số cổ phiếu DPM công ty chứng khoán bán bớt để duy trì hợp đồng ký quỹ.

14. Trong đợt khớp lệnh liên tục tại Sở Giao dịch Chứng khoán TPHCM (HOSE), giá tham chiếu của cổ phiếu ABC là 28.000 đồng, biên độ giao động là  $\pm 7\%$ , Thứ tự các lệnh đưa vào hệ thống như sau:



#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

1. Nhà đầu tư (B1) Mua 840 CP giá 26.100 đồng
2. Nhà đầu tư (B2) Mua 310 CP giá 27.500 đồng
3. Nhà đầu tư (B3) Mua 50 CP giá 28.600 đồng
4. Nhà đầu tư (B4) Bán 4300 CP giá 28.600 đồng
5. Nhà đầu tư (B5) Bán 590 CP giá 29.000 đồng
6. Nhà đầu tư (B6) Mua 2000 CP theo lệnh MP
7. Nhà đầu tư (B7) Bán 3000 CP theo lệnh MP
8. Nhà đầu tư (B8) Bán 1850 CP theo lệnh MP

Anh/Chị hãy tính giá khớp trong theo thứ tự như trên biết rằng trên hệ thống hiện không có bất kỳ lệnh nào đang chờ?

15. Tại HoSE ngày 30/09/2014, các lệnh mua bán chứng khoán của cổ phiếu Alpha được tập hợp vào sau 14h30 như sau:

Mua	Giá	Bán
	<i>ATC</i>	(B19) 2000; (B20) 4000
(B1) 300	<i>79000</i>	(B11) 240
(B2) 200	<i>80500</i>	(B12) 680
(B3) 400	<i>81500</i>	(D7) 2100
(B4) 1500; (D1) 600	<i>82000</i>	(B13) 100; (B14) 200
(D2) 1270 ; (B5) 1000	<i>83000</i>	(B15) 520; (D8) 200
(D4) 2500	<i>84500</i>	(D9) 3500; (D10) 500
(B6) 700 ; (B7) 1400 , (D5) 600	<i>85000</i>	(B16) 5700
(B8) 720	<i>85500</i>	(B17) 300
(B9) 430	<i>86000</i>	(D11) 200
(D6) 500; (B10) 400	<i>86500</i>	(B18) 2100



THƯ VIỆN  
HUBT

273

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Trước thời gian khớp lệnh xác định giá đóng cửa, có thêm 4 phiếu lệnh sau cùng được chuyển vào:

Lệnh mua ATC của B21: 3000 cổ phiếu

Lệnh bán của B22: 6.200 cổ phiếu giá 78.000 đồng/CP

Lệnh mua của B23: 1.935 cổ phiếu giá 79.000 đồng/CP

Lệnh bán của B24: 3.200 cổ phiếu giá 81.500 đồng/CP

Giá khớp được xác định theo phương thức khớp lệnh định kỳ, biên độ giao động giá 7%. Giá tham chiếu của cổ phiếu là 82.500. Các lệnh được sắp xếp trong sổ lệnh theo thứ tự từ trái sang phải. Lệnh D: lệnh tự doanh, Lệnh B: lệnh của môi giới thực hiện cho nhà đầu tư.

- Xác định giá trần, giá sàn của cổ phiếu cho phiên giao dịch này.
- Xác định giá đóng cửa, khối lượng khớp lệnh và phân phối số cổ phiếu giao dịch được.

Ngày 1/10/2014 là ngày giao dịch không hưởng quyền: (i) chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỉ lệ 15% của công ty Alpha và (ii) phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu với tỉ lệ 20:3 thông qua phát hành quyền tiền mãi, giá phát hành bằng mệnh giá cổ phiếu. Xác định:

- Giá tham chiếu cổ phiếu Alpha vào ngày 1/10/2014.
- Giá lý thuyết của quyền tiền mãi vào ngày 1/10/2014.

16. Cổ phiếu PVD niêm yết trên HoSE. Ngày 29/05/201x, Sổ lệnh chưa khớp của cổ phiếu PVD được chuyển từ đợt 1 (khớp lệnh định kỳ) sang đợt 2 (khớp lệnh liên tục) như sau:

Mua	Giá	Bán	
(B1) 600	49 600		
(B2) 800	49 700		
	49 800	(B4) 50	
	49 900	(B3) 500	(B5)400
	50 000	(B6) 280	



THƯ VIỆN  
HUBT  
274

#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

Biên độ giao động giá 7%.

Giá tham chiếu của cổ phiếu PVD: 49 600 đồng/CP.

Giá khớp lệnh đợt 1: 49 800 đồng/CP.

Các lệnh được sắp xếp trong sổ lệnh theo thứ tự từ trái sang phải.

- Tính giá trần, giá sàn của cổ phiếu PVD cho phiên giao dịch này.
- Sau thời gian khớp lệnh định kỳ xác định giá mở cửa (đợt 1), thị trường khớp lệnh liên tục (đợt 2), một số lệnh mới của nhà đầu tư trong nước lần lượt được chuyển vào Công ty chứng khoán như sau:

1	Mua (B7) giá 49.6 - 320 CP
2	Bán (D8) giá 49.6 - 1000 CP
3	Mua (D9) - MP - 1500 CP
4	Mua (B10) - MP - 200 CP
5	Mua (B11) giá 50 - 500 CP
6	Bán (B12) - MP- 900 CP

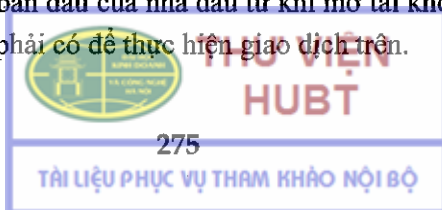
Lần lượt xử lý các lệnh nêu trên.

- Kết thúc ngày giao dịch 29/05/201x, Cổ phiếu PVD đứng giá so với đầu ngày. Ngày 30/05/201x là ngày giao dịch không hưởng quyền: (i) chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỉ lệ 15% của công ty PVD và (ii) phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu với tỉ lệ 20:3 thông qua phát hành quyền tiên mãi, giá phát hành bằng mệnh giá cổ phiếu. Xác định:

- Giá tham chiếu cổ phiếu PVD vào ngày 30/5/201x.
- Giá lý thuyết của quyền tiên mãi vào ngày 30/5/201x.

17. Một nhà đầu tư mua 3000 cổ phiếu DPM tại công ty chứng khoán VCBS với phương thức giao dịch ký quỹ, giá mua 32.000 đồng/CP. Tỉ lệ ký quỹ ban đầu là 60% - Tỉ lệ ký quỹ duy trì là 40%.

- Tính số tiền phải có ban đầu của nhà đầu tư khi mở tài khoản giao dịch ký quỹ và số tiền ban đầu phải có để thực hiện giao dịch trên.



#### Chương 4: Thị trường cổ phiếu

b. (i) Sau đó, giá chứng khoán DPM giảm xuống còn 12.000 đồng/CP. Hãy tính số tiền tối thiểu nhà đầu tư cần bổ sung để duy trì hợp đồng này

(ii) Trong trường hợp nhà đầu tư không bổ sung thêm tiền. Hãy tính toán phương án xử lý tài sản của khách hàng từ phía công ty chứng khoán VCBS.

18. Trong phiên khớp lệnh liên tục các lệnh mua bán cổ phiếu đang có trên sổ lệnh như sau:

<i>Lệnh Mua</i>	<i>Giá</i>	<i>Lệnh Bán</i>
	87	M1 : 500
	86.5	M2 : 600
	86	L4 : 1000
L1 : 700	85.5	
L2 : 1200	85	
L3 : 600	85.5	

Lần lượt các lệnh được đưa vào hệ thống theo thứ tự thời gian như sau:

1. P1 Mua : 800 giá 85
2. P2 Bán : 500 giá 87
3. P3 Mua : 500 giá 87
4. K1 Bán : 1000 giá 84
5. K2 Mua : 600 giá 86
6. K3 Mua : 1500 MP

Hãy xác định khối lượng khớp lệnh, giá khớp lệnh của các giao dịch và tình trạng thị trường sau đó.

## CHƯƠNG 5

# THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

*Mục tiêu của chương này là giúp người đọc hiểu được những đặc điểm cơ bản và nhận thức rõ được vai trò của thị trường ngoại hối, hiểu được ý nghĩa của tỉ giá hối đoái và biết cách thực hiện những tính toán liên quan đến tỉ giá hối đoái. Sau khi học xong chương này người đọc cũng có thể biết được thực tế vận hành của một số nghiệp vụ giao dịch ngoại hối diễn ra trên thị trường và giải thích được cách thức triển khai của những giao dịch ngoại hối này.*

### 5.1 TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

#### 5.1.1 Khái niệm thị trường ngoại hối

Theo tập quán cũng như quy định của luật pháp, mỗi quốc gia có chế độ tiền tệ riêng. Trong chế độ tiền tệ của mỗi quốc gia, nhà nước quy định đơn vị tiền tệ chính thức của quốc gia đó. Ngày nay đại đa số các quốc gia trên thế giới đều sử dụng đồng tiền riêng của mình. Khối các quốc gia thuộc liên minh Châu Âu sử dụng chung đồng EURO.

Quan hệ thương mại cũng như các mối quan hệ đa phương khác giữa các quốc gia, tất yếu dẫn đến việc nảy sinh các nghĩa vụ tiền tệ cần được giải quyết, đó cũng chính là nhu cầu thanh toán giữa các quốc gia.

Tuy nhiên, mỗi quốc gia lại sử dụng đơn vị tiền tệ riêng của mình. Do vậy, tất yếu nảy sinh nhu cầu khách quan của việc chuyển đổi đơn vị tiền tệ quốc gia này, thành đơn vị tiền tệ quốc gia khác có liên quan. Hay nói một cách cụ thể là đã xuất hiện một cách khách quan, nhu cầu mua bán trao đổi các đồng tiền khác nhau giữa các chủ thể. Nhu cầu này được giải quyết thông qua hoạt động của thị trường với tên gọi là thị trường ngoại hối.

Theo luật Ngân hàng Nhà nước số 46/2010/QH12 ngày 16/06/2010 khái niệm ngoại hối bao gồm:



THƯ VIỆN  
HUBT  
277

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- a. Đồng tiền của quốc gia khác hoặc đồng tiền chung Châu Âu và đồng tiền chung khác được sử dụng trong thanh toán quốc tế và khu vực (sau đây gọi là ngoại tệ);
- b. Phương tiện thanh toán bằng ngoại tệ, gồm séc, thẻ thanh toán, hối phiếu đòi nợ, hối phiếu nhận nợ và các phương tiện thanh toán khác;
- c. Các loại giấy tờ có giá bằng ngoại tệ, gồm trái phiếu Chính phủ, trái phiếu công ty, kỳ phiếu, cổ phiếu và các loại giấy tờ có giá khác;
- d. Vàng thuộc dự trữ ngoại hối Nhà nước, trên tài khoản ở nước ngoài của người cư trú; vàng dưới dạng khối, thỏi, hạt, miếng trong trường hợp mang vào và mang ra khỏi lãnh thổ Việt Nam;
- e. Đồng tiền của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam trong trường hợp chuyên vào và chuyên ra khỏi lãnh thổ Việt Nam hoặc được sử dụng trong thanh toán quốc tế.

Trong phạm vi chương này, ngoại hối chỉ được tiếp cận theo nghĩa hẹp bao gồm các loại ngoại tệ. Theo cách tiếp cận này, thị trường ngoại hối là thị trường thực hiện các giao dịch mua bán, trao đổi các loại ngoại tệ và các hoạt động kinh doanh có liên quan đến ngoại tệ.

### 5.1.2 Đặc điểm cơ bản của thị trường ngoại hối

Để thực hiện các hoạt động nghiệp vụ trên thị trường một cách hiệu quả, một trong những vấn đề mà mỗi chủ thể tham gia cần nắm vững, trước khi tìm hiểu các nội dung cơ bản liên quan trực tiếp tới nghiệp vụ của thị trường này, đó là những đặc điểm cơ bản của thị trường ngoại hối.

#### ▪ Thị trường mang tính quốc tế

Phạm vi hoạt động của thị trường không đóng khung trong một quốc gia mà lan rộng khắp toàn cầu nhằm phục vụ cho các nhu cầu mua bán, giao dịch về ngoại tệ. Với những tiến bộ khoa học kỹ thuật, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ thông tin, tạo điều kiện kết nối thông tin liên lạc thường xuyên giữa các thị trường trên thế giới. Trên cơ sở đó hình thành hoạt động quốc tế hóa quá trình niêm yết giá trên các thị trường ngoại hối toàn cầu.

Mọi sự kiện biến động trên mọi lĩnh vực kinh tế, chính trị, quân sự, ngoại giao,... tại các quốc gia trên thế giới đều có ảnh hưởng nhất định đến sự biến động tỉ giá trên thị trường. Đặc biệt đây là thị trường lớn nhất toàn cầu với doanh số giao dịch năm 2013 lên đến 5.300 tỉ USD/ngày.

▪ **Thị trường hoạt động không ngừng**

Xuất phát từ sự chênh lệch múi giờ giữa các khu vực địa lý khác nhau trên thế giới, dẫn tới hiện tượng: tại một thời điểm nhất định trong ngày, có những quốc gia đang trong thời gian nghỉ (ngủ); đồng thời ở một số quốc gia khác lại đang trong thời gian làm việc. Hiện tượng này dẫn đến kết quả là thị trường ngoại hối nếu xét trên bình diện quốc tế, nó được xem là thị trường hoạt động không ngừng (hoạt động 24h/24h). Điều này đã giúp cho các nhà giao dịch hối đoái có thể thực hiện được nhu cầu của mình (mua bán, vay, cho vay,...ngoại tệ) vào bất kỳ thời điểm nào trong ngày.

Ví dụ tại thị trường London buổi sáng có thể thực hiện các hoạt động giao dịch với thị trường Frankfurt, Paris. Đến khi hai thị trường này đóng cửa cũng là lúc các thị trường phương Đông như Hong Kong, Tokyo bắt đầu mở cửa và như vậy, nhà giao dịch này có thể hoạt động liên tục nếu muốn. Kể đến, hiện nay chúng ta được hỗ trợ rất nhiều từ các phương tiện thông tin liên lạc hiện đại như điện thoại, fax, internet... nên việc giao dịch trở nên thuận tiện và dễ dàng hơn.

▪ **Thị trường cạnh tranh hoàn hảo**

Số lượng người mua và người bán trên thị trường là rất lớn, các sản phẩm đồng nhất, thông tin lưu chuyển tự do và gần như không có rào cản nào cho việc tham gia thị trường.

▪ **Thị trường hoạt động hiệu quả**

Tính hiệu quả được thể hiện qua việc các thông tin trên thị trường luôn được phản ánh nhanh chóng và chính xác, giá cả hàng hoá tuy được niêm yết ở các thị trường khác nhau nhưng hầu như đều thống nhất với nhau (có độ chênh lệch không đáng kể). Mỗi diễn biến của nền kinh tế, các chính sách tiền tệ quốc gia hay các sự kiện về chính trị, ngoại giao đều có thể là nhân tố ảnh hưởng đến giá cả trên thị trường này.





### 5.1.3 Các chủ thể tham gia thị trường ngoại hối

#### ▪ Nhóm khách hàng mua bán lẻ

Tuy khối lượng giao dịch không lớn, song nhóm khách hàng mua bán lẻ bao gồm các công ty trong nước, công ty đa quốc gia, những nhà đầu tư quốc tế và tất cả những ai có nhu cầu giao dịch ngoại hối (mua bán, cho vay, đi vay ngoại tệ) nhằm đáp ứng nhu cầu đa dạng của mình, góp phần tạo nên mức độ sôi động của thị trường.

#### ▪ Các ngân hàng thương mại

Các ngân hàng thương mại là thành phần chủ yếu, đóng vai trò trụ cột trong hoạt động của thị trường ngoại hối. Họ tham gia thị trường với mục tiêu lợi nhuận, thông qua 2 loại giao dịch trên thị trường.

*Thứ nhất*, cung cấp dịch vụ cho khách hàng trong đó chủ yếu nhất là mua hộ, bán hộ cho nhóm khách hàng mua bán lẻ. Thông qua việc cung cấp dịch vụ này ngân hàng thương mại có thu nhập từ các khoản phí khách hàng trả. Tuy nhiên các khoản dịch vụ phí thường không nhiều; bởi lẽ với vai trò là trung gian mua hộ, bán hộ các ngân hàng thương mại không phải chịu rủi ro liên quan tới biến động tỉ giá trên thị trường.

*Thứ hai*, kinh doanh cho chính mình thông qua mua - bán, dự trữ ngoại hối để đầu cơ kiếm lãi khi tỉ giá biến động phù hợp với dự kiến. Hoạt động này có thể đem lại nguồn lợi nhuận cao hơn hẳn so với thu nhập từ dịch vụ. Tuy nhiên, trong loại hoạt động này, các ngân hàng thương mại phải sẵn sàng chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn, bởi lẽ nếu như biến động tỉ giá thực tế trên thị trường không phù hợp với những dự kiến của mình, họ sẽ rơi vào tình trạng rủi ro hối đoái.

#### ▪ Các nhà môi giới ngoại hối

Môi giới là thành phần trung gian giữa mua và bán trên thị trường ngoại hối, với thu nhập nhận được từ các dịch vụ trung gian thành công. Về nguyên tắc chung, sự hiện diện của môi giới là không bắt buộc phải có, vì người mua và bán có thể gặp gỡ giao dịch trực tiếp với nhau. Tuy nhiên, như vậy sẽ không hiệu quả bởi lẽ khả năng cung cầu kết nối được với nhau chỉ mang tính ngẫu



nhien. Vì vậy, hình thức giao dịch gián tiếp thông qua nhà môi giới ngoại hối khá phát triển.

Môi giới trên thị trường ngoại hối là thành phần thường xuyên cập nhật thông tin về cung và cầu đối với các loại ngoại tệ. Do vậy họ có khả năng cung cấp thông tin cập nhật, nhanh chóng, giúp cho giao dịch của các chủ thể trên thị trường được thực hiện một cách hiệu quả

▪ **Ngân hàng trung ương**

Trên thị trường ngoại hối tại mỗi quốc gia, sự hiện diện của ngân hàng trung ương được coi là một hiện tượng tất yếu. Tuy nhiên, động cơ chủ yếu đối với các hoạt động của chủ thể này về cơ bản khác với thành phần ngân hàng thương mại. Ngân hàng trung ương tham gia thị trường với tư cách một chủ thể giao dịch mua - bán ngoại tệ nhằm mục tiêu chủ yếu là bình ổn tỉ giá, điều hành thực thi chính sách tiền tệ quốc gia cũng như tạo quỹ dự trữ dự trữ ngoại hối quốc gia trong trạng thái thích hợp.

Ngày nay, các ngân hàng trung ương các nước trên thế giới luôn duy trì một lượng dự trữ ngoại hối nhất định, ví dụ như ở Việt Nam vào thời điểm cuối tháng 07/2015, dự trữ ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có 37 tỉ USD, 10 tấn vàng và một số khoản khác. Do giá cả của các đồng tiền dự trữ thường xuyên biến động, nên các ngân hàng trung ương bên cạnh đa dạng hoá cơ cấu dự trữ còn có thể khai thác các cơ hội về biến động giá nhằm gia tăng giá trị dự trữ ngoại hối của mình.

**5.1.4 Phân loại thị trường ngoại hối**

Căn cứ vào một tiêu chí cụ thể nào đó, người ta có thể phân chia thị trường ngoại hối thành các loại tương ứng. Về lý thuyết cũng như trong thực tiễn, có nhiều tiêu chí phân loại thị trường. Sau đây là một số tiêu chí điển hình khi xem xét các loại thị trường ngoại hối.

▪ **Căn cứ tính chất pháp lý**

- Thị trường có tổ chức (Organized Market)
- Thị trường không có tổ chức (Unorganized Market)



▪ **Căn cứ tính chất chuyên môn hóa các sản phẩm giao dịch**

- Thị trường giao ngay (Spot Market)
- Thị trường giao sau (Future Market)
- Thị trường hoán đổi tiền tệ (Swap Market)
- Thị trường kỳ hạn (Forward Market)
- Thị trường quyền chọn (Option Market)

▪ **Căn cứ phương thức giao dịch**

- Thị trường tập trung (Foreign Exchange Focus Market)
- Thị trường phi tập trung (OTC Market)

**5.1.5 Vai trò của thị trường ngoại hối**

Thị trường ngoại hối đã có lịch sử hình thành từ lâu đời. Quá trình tồn tại và phát triển, thị trường ngoại hối ngày càng phát huy vai trò quan trọng của nó trong nền kinh tế thị trường:

- Thị trường ngoại hối là nơi gặp gỡ giữa cung - cầu của các loại ngoại tệ. Trên cơ sở cân bằng cung - cầu, tỉ giá hối đoái giữa 2 đồng tiền được hình thành một cách khách quan.
- Tạo môi trường thuận tiện đối với các giao dịch mua bán, trao đổi ngoại tệ; đáp ứng nhu cầu thanh toán của các chủ thể hoạt động trong lĩnh vực ngoại thương. Thông qua đó góp phần tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động thương mại quốc tế phát triển.
- Giúp các nhà đầu tư có điều kiện thuận tiện trong việc chuyển đổi các loại ngoại tệ phù hợp, đáp ứng nhu cầu phục vụ mục đích luân chuyển các khoản đầu tư quốc tế, tín dụng quốc tế,...
- Thị trường ngoại hối được Ngân hàng trung ương của mỗi quốc gia sử dụng như là một công cụ kinh tế tài chính, thông qua đó tổ chức điều hành thực thi chính sách tiền tệ quốc gia. Thông qua hoạt động tham gia mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối, ở những thời điểm cần thiết, ngân hàng trung ương có thể chủ động tác động (thông qua mua - bán) để làm ảnh



hướng tới tương quan cung cầu loại ngoại tệ nào đó với bản tệ, nhằm tác động điều chỉnh tỉ giá theo hướng phù hợp nhu cầu của chính sách tiền tệ quốc gia.

## 5.2 TỈ GIÁ HỐI ĐOÁI VÀ CÁC NỘI DUNG LIÊN QUAN

### 5.2.1 Khái niệm tỉ giá hối đoái

Đa phần các quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới đều có đồng bản tệ riêng. Khi giao thương và hoạt động kinh doanh diễn ra trên quy mô toàn cầu... đòi hỏi các quốc gia phải thanh toán với nhau. Điều này đòi hỏi các quốc gia phải mua bán các đồng tiền khác nhau, đồng tiền này lấy đồng tiền kia. Từ đó lại xuất hiện một nhu cầu khách quan là cần phải xác định xem, một đơn vị tiền nước này bằng bao nhiêu đơn vị tiền nước kia. Nói cách khác là phải xác định được tỉ lệ trao đổi giữa đơn vị tiền quốc gia này với đơn vị tiền quốc gia khác. Tỉ lệ trao đổi đó thực chất chính là tỉ giá hối đoái (Foreign Exchange Rate).

Có rất nhiều các quan điểm khác nhau về tỉ giá hối đoái của các nhà kinh tế học trên thế giới, và đi kèm theo nó là những khái niệm khác nhau. Nhà kinh tế học người Anh (Christopher Pass và Bryan Lowes) cho rằng: tỉ giá hối đoái là giá của một loại tiền tệ được biểu hiện qua một tiền tệ khác. Nhà kinh tế học người Úc (Slatyer) cho rằng: một đồng tiền của một nước nào đó thì bằng trị giá của một số lượng đồng tiền nước khác. Nhà kinh tế học người Mỹ (Samuelson) cho rằng: tỉ giá hối đoái là giá để đổi tiền của một nước lấy tiền của một nước khác.

Theo luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam số 46/2010/QH12 ngày 16/06/2010 định nghĩa: “Tỉ giá hối đoái của đồng Việt Nam là giá của một đơn vị tiền tệ nước ngoài tính bằng đơn vị tiền tệ của Việt Nam”.

Như vậy, có thể đi đến một khái niệm về tỉ giá hối đoái như sau: *Tỉ giá hối đoái là giá cả của một đơn vị tiền nào đó được biểu hiện thông qua một đơn vị tiền khác.*

Ví dụ:  $1 \text{ USD} = 21.350 \text{ VND}$ , có nghĩa là giá của 1 đơn vị tiền tệ của Hoa Kỳ được biểu hiện thông qua đơn vị tiền tệ Việt Nam (ở thời điểm ngày



10/02/2016) bằng 21.350. Hoặc 1 GBP (bảng Anh) = 32.254 VND, có nghĩa là giá của 1 đơn vị tiền tệ của Anh Quốc được biểu hiện thông qua VND bằng 32.254 (ở thời điểm ngày 10/02/2016).

Nhìn bề ngoài, ta thấy tỉ giá đơn thuần là quan hệ tỉ lệ trao đổi giữa các đồng tiền. Hay nói cách khác, tỉ giá hối đoái có thể được coi như một loại giá - giá của tiền tệ. Tuy nhiên, nếu đi sâu xem xét về bản chất của nó, rõ ràng phạm trù kinh tế này không đơn giản, trái lại nó vô cùng phức tạp.

Quan hệ tỉ giá giữa hai đồng tiền ở mức độ như thế nào, cao hay thấp tùy thuộc vào rất nhiều yếu tố, trong đó có những yếu tố rất quan trọng như sức mạnh của nền kinh tế quốc gia, tương quan cung cầu của đồng tiền đó với đồng tiền đối ứng ở mỗi thời điểm, chính sách vĩ mô và các biện pháp can thiệp của nhà nước trên thị trường,...

### 5.2.2 Phân loại tỉ giá hối đoái

Trên những giác độ khác nhau, dựa vào những tiêu chí nhất định, ta có thể phân chia tỉ giá thành các loại khác nhau. Sau đây là một số căn cứ phân loại tỉ giá thông dụng:

#### ▪ Căn cứ vào tiêu chí điều hành tỉ giá

- **Tỉ giá chính thức:** là tỉ giá do cơ quan quản lý và điều hành chính sách tỉ giá của quốc gia công bố. Tỉ giá này phản ánh chính thức giá trị đối ngoại của đồng bản tệ. Ở Việt Nam, cho đến nay tỉ giá trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng do cơ quan Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố, được coi là tỉ giá chính thức của VND với USD. Tỉ giá này là căn cứ để tính tỉ giá trong các quan hệ đối ngoại của Việt Nam với các quốc gia và tổ chức Quốc tế, xác định giá trị xuất nhập khẩu và cũng dùng làm cơ sở xác định biên độ tỉ giá kinh doanh ngoại hối của các tổ chức tín dụng tại Việt Nam...

- **Tỉ giá không chính thức:** (còn được gọi là tỉ giá chợ đen - Black Market Rate) là tỉ giá hình thành một cách tự phát trên thị trường không có tổ chức. Tỉ giá này hình thành trên cơ sở tương quan cung cầu tự phát trên thị trường.

- **Tỉ giá cố định:** là tỉ giá do cơ quan quản lý và điều hành chính sách tỉ giá của quốc gia công bố (thường là Ngân hàng trung ương).



- **Tỉ giá thả nổi hoàn toàn:** là tỉ giá hình thành hoàn toàn do tương quan cung - cầu ngoại tệ trên thị trường quyết định. Với cơ chế tỉ giá này, nhà nước không can thiệp để bình ổn tỉ giá.

- **Tỉ giá thả nổi có quản lý:** là tỉ giá hình thành do tương quan cung - cầu ngoại tệ trên thị trường tác động. Tuy nhiên, tùy từng thời điểm và tùy từng mức độ, nhà nước có sự can thiệp để tạo lập mức tỉ giá thích hợp.

▪ **Căn cứ thời điểm giao dịch**

- **Tỉ giá mở cửa:** là tỉ giá áp dụng cho hợp đồng giao dịch ngoại tệ đầu tiên được thực hiện trong ngày giao dịch

- **Tỉ giá đóng cửa:** là tỉ giá áp dụng cho hợp đồng giao dịch ngoại tệ cuối cùng được thực hiện trong ngày giao dịch

▪ **Căn vào chiều giao dịch ngoại hối**

- **Tỉ giá mua:** là tỉ giá mà tại mức giá đó ngân hàng (hay các định chế tài chính trung gian) niêm yết giá sẵn sàng mua vào đồng tiền đã niêm yết giá.

- **Tỉ giá bán:** là tỉ giá mà tại mức giá đó ngân hàng niêm yết giá sẵn sàng bán ra đồng tiền đã niêm yết giá.

▪ **Căn cứ vào phương thức giao dịch**

- **Tỉ giá trao ngay:** là tỉ giá mà được áp dụng cho các giao dịch ngày hôm nay và việc thanh toán tiền được thực hiện ngay hoặc tối đa vào hai ngày làm việc kế tiếp.

- **Tỉ giá có kỳ hạn:** là tỉ giá được thỏa thuận ở thời điểm hiện tại, nhưng được áp dụng tại một ngày nhất định trong tương lai (nhiều hơn 2 ngày làm việc ngân hàng).

▪ **Căn cứ vào hình thức tiền tệ giao dịch**

- **Tỉ giá chuyển khoản:** là tỉ giá được áp dụng trong trường hợp mua bán các đồng tiền tồn tại trên sổ dư tài khoản tại ngân hàng (mua bán tiền ghi sổ - tiền chuyển khoản)

- **Tỉ giá tiền mặt:** là tỉ giá áp dụng trong giao dịch mua bán các đồng tiền mặt tồn tại dưới dạng là tiền kim loại đúc, tiền giấy, séc du lịch, thẻ thanh toán...

- **Tỉ giá điện hối:** là tỉ giá áp dụng trong trường hợp chuyển tiền bằng phương thức chuyển tiền điện (T/T)

- **Tỉ giá thư hối:** là tỉ giá áp dụng trong trường hợp chuyển tiền bằng phương thức chuyển tiền thư (M/T)

▪ **Căn cứ vào giá trị thực**

- **Tỉ giá danh nghĩa:** là tỉ giá của một loại tiền tệ được biểu hiện theo giá hiện tại, không tính đến bất kỳ ảnh hưởng nào của lạm phát;

- **Tỉ giá thực:** là tỉ giá có tính đến tác động của lạm phát và sức mua trong một cặp tiền tệ, phản ánh giá của hàng hoá tương quan có thể bán ra nước ngoài và hàng tiêu thụ trong nước.

### 5.2.3 Niêm yết tỉ giá

Để có thể tiến hành các giao dịch trên thị trường ngoại hối, tỉ giá các đồng tiền giao dịch cần được niêm yết. Để tìm hiểu việc niêm yết tỉ giá, cần nắm vững một số nội dung có liên quan sau đây:

#### 5.2.3.1 Phương pháp ký hiệu các đơn vị tiền tệ quốc gia

Nhằm tạo điều kiện thống nhất và tiện lợi khi muốn biểu hiện hoặc giao dịch mua bán trao đổi đồng tiền các quốc gia trên thị trường hối đoái, tổ chức Tiêu chuẩn Quốc tế (International Standard Organization- ISO) quy định tên gọi của đơn vị tiền tệ quốc gia được ký hiệu bằng ba ký tự: trong đó hai ký tự đầu là tên quốc gia và ký tự thứ ba là tên đơn vị tiền của quốc gia đó.

Ví dụ về ký hiệu đơn vị tiền tệ của một số quốc gia theo tiêu chuẩn ISO

- Đơn vị tiền của Mỹ: United States Dollar – Ký hiệu USD.

- Đơn vị tiền của Nhật: Japanese Yen – Ký hiệu JPY



**Bảng 5.1: Đơn vị tiền tệ thông dụng của một số quốc gia**

Tên quốc gia	Tên đơn vị tiền	Ký hiệu
Anh quốc	Bảng Anh	GBP
Canada	Dollar Canada	CAD
Úc	Australia Dollar	AUD
Malaysia	Malaysia Ringgit	MYR
Thụy Sĩ	Franc Swizerland	CHF
HồngKông	Dollar HongKong	HKD
Hàn quốc	South Korean Won	KRW
Singapore	Dollar Singapore	SGD
New Zealand	Dollar New Zealand	NZD
Thailand	Thai baht	THB
Liên minh tiền tệ Châu Âu	EURO	EUR
Việt Nam	Dong Viet Nam	VND

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

### 5.2.3.2 Phương pháp niêm yết tỉ giá

Hoạt động thanh toán quốc tế luôn có quan hệ gắn bó chặt chẽ với nhu cầu chuyển đổi đồng tiền của quốc gia này sang đồng tiền quốc gia khác.

Hoạt động chuyển đổi này thực chất là giao dịch mua bán các đồng tiền giữa các chủ thể đang có nhu cầu chuyển đổi, có thể là giữa đồng nội tệ với ngoại tệ hoặc giữa các ngoại tệ với nhau nhằm đáp ứng nhu cầu thanh toán quốc tế.

Hoạt động giao dịch mua bán ngoại tệ diễn ra trên thị trường hối đoái, trong đó có các chủ thể tham gia chủ yếu là ngân hàng thương mại, doanh nghiệp, các nhà môi giới,... nhằm đáp ứng nhu cầu ngoại tệ của các chủ thể tham gia và tìm kiếm lợi nhuận cho mình. Trên thị trường này cũng còn có cả sự hiện diện của ngân hàng trung ương với mục tiêu điều tiết để bình ổn tỉ giá, thực thi chính sách tiền tệ quốc gia.





Để tiến hành giao dịch mua bán ngoại tệ trên thị trường hối đoái, các ngân hàng phải thực hiện việc niêm yết tỉ giá. Muốn giao dịch ngoại tệ được thuận tiện, việc niêm yết tỉ giá phải được thực hiện, trên cơ sở áp dụng những phương pháp niêm yết thống nhất.

Có 2 phương pháp niêm yết tỉ giá được sử dụng theo quy ước trên thị trường, đó là: niêm yết tỉ giá theo cách gián tiếp và niêm yết tỉ giá theo cách trực tiếp.

▪ **Phương pháp niêm yết tỉ giá gián tiếp**

Trên thị trường hối đoái của một quốc gia nào đó, khi người ta biểu hiện giá của một đơn vị (cố định) nội tệ bằng một số lượng (biến đổi) đơn vị ngoại tệ, ta nói đồng nội tệ đó được biểu hiện giá theo cách gián tiếp.

Ví dụ: Tại thị trường ngoại hối London, ngân hàng niêm yết tỉ giá

$$\text{GBP/JPY} = 123,26$$

Có nghĩa là giá của 1 GBP (1 đơn vị bản tệ) được biểu hiện qua JPY (ngoại tệ) là: 1GBP = 123,26 JPY. Đây chính là cách biểu hiện tỉ giá của GBP. Người ta không niêm yết ngược lại JPY/GBP.

Hoặc ví dụ tại thị trường Sydney (Australia), ngân hàng niêm yết tỉ giá

$$\text{AUD/CHF} = 0,8675$$

Có nghĩa là giá của 1 AUD (1 đơn vị bản tệ) được biểu hiện qua CHF (ngoại tệ) là: 1AUD = 0,8675 CHF. Đây chính là cách biểu hiện tỉ giá của AUD. Người ta không niêm yết ngược lại CHF/AUD.

Trên thế giới chỉ có một số ít đơn vị tiền tệ thực hiện niêm yết tỉ giá theo phương pháp gián tiếp, đó là: GBP, AUD, NZD và EUR. Các đồng tiền còn lại sử dụng phương pháp niêm yết tỉ giá theo cách trực tiếp.

▪ **Phương pháp niêm yết tỉ giá trực tiếp**

Đối lập với cách niêm yết gián tiếp là phương pháp niêm yết trực tiếp. Thực chất của phương pháp này là biểu hiện giá của đơn vị ngoại tệ thông qua các đơn vị nội tệ.



Ví dụ: tại thị trường Tokyo, ngân hàng niêm yết tỉ giá:

$$\text{CHF/JPY} = 83,3349$$

Với tỉ giá niêm yết trên cho biết, giá của 1 CHF (1 đơn vị ngoại tệ) được biểu hiện thông qua JPY (đơn vị nội tệ) là  $1\text{CHF} = 83,3349\text{JPY}$ .

Hoặc tại thị trường Hà Nội, ngân hàng niêm yết:

$$\text{CAD/VND} = 21.043$$

Tỉ giá được niêm yết như trên cho biết giá của 1CAD (1 đơn vị ngoại tệ) được biểu hiện thông qua VND (đơn vị nội tệ) là  $1\text{CAD} = 20.890\text{VND}$ .

### 5.2.3.3 Đồng tiền yết giá và đồng tiền định giá

Ở phần trên chúng ta đã tìm hiểu về phương pháp niêm yết tỉ giá. Khi niêm yết tỉ giá ta luôn phải thể hiện mối quan hệ giữa 2 đồng tiền (hay nói cách khác là một cặp đồng tiền). Trong cặp đồng tiền này, mỗi đồng tiền ở vị trí khác nhau và có chức năng khác nhau.

Cho đến nay vẫn còn tồn tại hai quan niệm khác nhau (trái ngược nhau) về vị trí của mỗi đồng tiền trong tỉ giá. Quan niệm thứ nhất cho rằng, đồng tiền ở vị trí thứ nhất (viết trước, đọc trước) là đồng tiền *Yết giá*. Còn đồng tiền ở vị trí thứ 2 (viết sau, đọc sau) là đồng tiền *Định giá*. Quan niệm này được sử dụng phổ biến trên thị trường. Quan niệm thứ hai thì ngược lại (có nghĩa là đồng tiền ở vị trí thứ nhất là định giá, đồng tiền ở vị trí thứ 2 là đồng yết giá). Trong giáo trình này ta thống nhất sử dụng quan niệm thứ nhất về đồng tiền yết giá và định giá.

Một điểm cần lưu ý là đồng Yết giá luôn có đơn vị cố định (thường là 1); còn đồng tiền Định giá có số lượng biến đổi ở mỗi thời điểm khác nhau.

Ví dụ ta có tỉ giá một số ngoại tệ tại thị trường Hà Nội thời điểm ngày 16-02-2012 như sau:

$\text{USD/VND} = 21.360$ ; USD là đồng yết giá, VND là đồng định giá.

$\text{GBP/VND} = 32.824$ ; GBP là đồng yết giá, VND là đồng định giá.

$\text{JPY/VND} = 266,75$ ; JPY là đồng yết giá, VND là đồng định giá.



THƯ VIỆN  
289 HUBT

#### 5.2.3.4 Niêm yết tỉ giá thông qua một đồng tiền “chuẩn”

Trên thị trường hối đoái quốc tế thường có rất nhiều đồng tiền của các quốc gia khác nhau tham gia giao dịch. Việc niêm yết tỉ giá sẽ trở nên phức tạp khi người ta phải niêm yết sẵn tất cả các cặp tỉ giá trên thị trường. Rõ ràng như vậy sẽ rất phức tạp và lại cũng không cần thiết.

Để đơn giản hóa quá trình niêm yết trong giao dịch, người ta quy ước chọn một đơn vị tiền làm “đồng tiền chuẩn”. Như vậy thay vì phải niêm yết một khối lượng khổng lồ số cặp tỉ giá thì với cách làm này, thị trường chỉ cần niêm yết một số lượng cặp tỉ giá ít hơn rất nhiều lần. Ví dụ trên thị trường hối đoái có 190 đồng tiền quốc gia tham gia giao dịch thì ta sẽ có số lượng các cặp tỉ giá được niêm yết lên tới:  $190 \cdot (190 - 1) / 2 = 17.955$  cặp tỉ giá!

Tuy nhiên, với quy ước chọn một đơn vị tiền làm “đồng tiền chuẩn”, tất cả các đồng tiền khác còn lại đều biểu hiện tỉ giá qua đồng tiền chuẩn này, thì sẽ chỉ phải niêm yết số cặp tỉ giá là  $n - 1$  mà thôi (tức là chỉ còn  $190 - 1 = 198$  cặp tỉ giá).

#### Vai trò đồng tiền chuẩn: USD

Với sức mạnh của nền kinh tế Mỹ, với sự ổn định tương đối và khả năng chuyển đổi rất cao của USD, hầu như quốc gia nào cũng dự trữ USD làm phương tiện thanh toán quốc tế. Vì vậy đã từ lâu, người ta sẵn sàng chấp nhận vai trò đồng tiền chuẩn của USD. Như vậy, tất cả các đồng tiền quốc gia khác còn lại đều biểu hiện tỉ giá qua đồng tiền chuẩn này. Ví dụ: USD/CHF, USD/JPY, USD/CAD, AUD/USD,...

Tuy nhiên, khi giao dịch có thể ta lại cần biết tỉ giá giữa các đồng tiền trong đó không có USD. Ví dụ CHF/JPY, AUD/CAD,... chẳng hạn. Để xác định được tỉ giá giữa CHF/JPY, AUD/CAD,... ta cần dựa vào tỉ giá giữa USD/CHF và USD/JPY cũng như USD/CAD và AUD/USD, đã được niêm yết sẵn trên thị trường để tính. Những cặp tỉ giá như CHF/JPY và AUD/CAD có tên gọi là chung là *tỉ giá chéo*. Vậy ta có thể đưa ra khái niệm chung về tỉ giá chéo như sau.

## 5.2.4 Tỷ giá chéo

### 5.2.4.1 Khái niệm tỷ giá chéo

Để đơn giản hóa quá trình niêm yết tỷ giá trên thị trường, người ta sử dụng phương pháp niêm yết tỷ giá qua đồng tiền chuẩn (USD). Tuy nhiên, một vấn đề đặt ra là khi ta muốn giao dịch giữa 2 đồng tiền ngoài USD, ví dụ tỷ giá CAD/HKD chẳng hạn, tỷ giá này lại không niêm yết sẵn trên thị trường. Để có thể giao dịch, chúng ta phải tự xác định trên cơ sở 2 cặp tỷ giá đã niêm yết là USD/CAD và USD/HKD. Tỷ giá CAD/HKD mà ta phải tự xác định này được gọi là tỷ giá chéo.

Một cách khái quát, ta có thể phát biểu như sau: *Tỷ giá giữa 2 đồng tiền được xác định trên cơ sở suy ra từ tỷ giá của chúng với một đồng tiền trung gian (đồng tiền thứ ba) được gọi là tỷ giá chéo.*

Tuy nhiên có một thực tế là đồng tiền trung gian theo quy ước trên thị trường hối đoái, người ta đã chọn USD là đồng tiền luôn đóng vai trò này. Do vậy ta có thể phát biểu khái niệm tỷ giá chéo như sau: *Tỷ giá giữa hai đồng tiền bất kỳ, trong đó không có USD được gọi là tỷ giá chéo (hay tỷ giá tính chéo).*

### 5.2.4.2 Phương pháp xác định tỷ giá chéo

#### a. Quy tắc xác định tổng quát

Để tiến hành giao dịch mua bán các đồng tiền trên thị trường hối đoái, thông thường ta gặp tình huống phải xác định *tỷ giá chéo*. Về phương diện lý thuyết, khi xác định tỷ giá chéo có khả năng xảy ra 3 trường hợp sau đây:

- Tỷ giá chéo giữa 2 đồng tiền cùng biểu hiện tỷ giá theo phương pháp trực tiếp. Ví dụ cần xác định cặp tỷ giá CHF/CAD; HKD/JPY,...
- Tỷ giá chéo giữa 2 đồng tiền cùng biểu hiện tỷ giá theo phương pháp gián tiếp. Ví dụ cần xác định cặp tỷ giá GBP/AUD; EUR/GBP,...
- Tỷ giá chéo giữa 1 đồng tiền biểu hiện tỷ giá theo phương pháp gián tiếp, một đồng tiền biểu hiện theo phương pháp trực tiếp. Ví dụ cần xác định cặp tỷ giá GBP/CAD; AUD/VND,...

Tương ứng với 3 tình huống trên ta có quy tắc để xác định tỷ giá chéo thích hợp.



- **Trường hợp 1:** Cả 2 đồng tiền cùng biểu hiện tỉ giá theo phương pháp trực tiếp (tt)

Ta áp dụng công thức dạng tổng quát sau đây:

$$\frac{\text{Yết giá (tt)}}{\text{Định giá (tt)}} = \frac{\text{USD/Định giá}}{\text{USD/Yết giá}}$$

**Ví dụ:** Trên thị trường có niêm yết 2 cặp tỉ giá USD/CHF và USD/CAD. Nhà kinh doanh muốn giao dịch theo tỉ giá CHF/CAD, họ phải xác định tỉ giá chéo này. Kết quả là:

$$\frac{\text{CHF}}{\text{CAD}} = \frac{\text{USD/CAD}}{\text{USD/CHF}}$$

- **Trường hợp 2:** Cả 2 đồng cùng biểu hiện tỉ giá theo phương pháp gián tiếp (gt)

Ta áp dụng công thức dạng tổng quát sau đây:

$$\frac{\text{Yết giá (gt)}}{\text{Định giá (gt)}} = \frac{\text{Yết giá/USD}}{\text{Định giá/USD}}$$

**Ví dụ:** Trên thị trường có niêm yết 2 cặp tỉ giá GBP/USD và AUD/USD. Nhà kinh doanh muốn giao dịch theo tỉ giá GBP/AUD, họ phải xác định tỉ giá chéo này. Kết quả là:

$$\frac{\text{GBP}}{\text{AUD}} = \frac{\text{GBP/USD}}{\text{AUD/USD}}$$

- **Trường hợp 3:** Một đồng biểu hiện tỉ giá theo phương pháp gián tiếp (gt) và một đồng biểu hiện theo phương pháp trực tiếp (tt)

Ta áp dụng công thức dạng tổng quát sau đây:

$$\frac{\text{Yết giá (gt)}}{\text{Định giá (tt)}} = \text{Yết giá (gt)/USD} \times \text{USD/Định giá(tt)}$$

Ví dụ: Trên thị trường có niêm yết 2 cặp tỉ giá GBP/USD và USD/CHF. Nhà kinh doanh muốn giao dịch theo tỉ giá GBP/CHF, họ phải xác định tỉ giá chéo này. Kết quả tỉ giá được xác định theo quy tắc:

$$\frac{\text{GBP}}{\text{CHF}} = \text{GBP/USD} \times \text{USD/CHF}$$

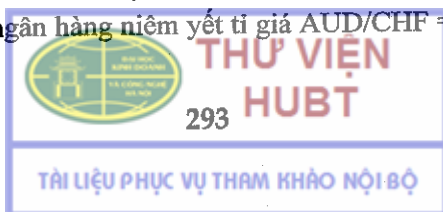
### b. Quy tắc xác định cụ thể

Trong nội dung vừa rồi, để đơn giản chúng ta đã bỏ qua yếu tố giá (mua, bán) và mới chỉ đưa ra kết quả tính toán trên cơ sở nguyên lý chung mà thôi. Để có thể vận dụng quy tắc vào việc tính toán cụ thể các cặp tỉ giá chéo khi giao dịch trên thị trường ta phải ghép thêm yếu tố giá giao dịch (hay gọi là chiều giao dịch: mua - bán). Tuy nhiên, trước khi nghiên cứu phương pháp xác định tỉ giá tính chéo cụ thể ta cần tìm hiểu những quy ước chung liên quan tới việc niêm yết tỉ giá trên thị trường hối đoái.

#### ❖ Quy ước về chiều giao dịch (mua - bán đồng tiền yết giá)

Khi niêm yết tỉ giá trên thị trường hối đoái, các ngân hàng phải niêm yết đồng thời cả 2 chiều giao dịch đối với đồng tiền Yết giá: chiều mua vào và chiều bán ra. Theo quy ước chung, tỉ giá mua vào được viết trước, tỉ giá bán ra được viết sau. Người niêm yết giá (hay người thông báo giá) là người quy định chiều giao dịch đối với họ (còn với khách hàng là chiều ngược lại).

Ví dụ: Ngày 16/02/2016 Ngân hàng thương mại cổ phần Xuất Nhập khẩu EXIMBANK TP. Hồ Chí Minh niêm yết tỉ giá CAD/VND = 20.829 – 21.015. Có nghĩa là EXIMBANK mua vào 1CAD trả cho khách hàng 20.829 VND và bán ra cho khách hàng 1 CAD với giá 21.015 VND. Hoặc tại thị trường Sydney, các ngân hàng niêm yết tỉ giá AUD/CHF = 0,8675 – 0,8690.



Có nghĩa là ngân hàng niêm yết sẵn sàng mua vào 1 AUD trả cho khách hàng 0,8675 CHF và bán ra cho khách hàng 1 AUD với giá 0,8690.

❖ Quy ước về cách viết tắt tỉ giá khi niêm yết trên thị trường

Vì tỉ giá được niêm yết bao gồm nhiều ký tự, do đó để tiện trao đổi thông tin trong giao dịch, đáp ứng yêu cầu nhanh chóng và chính xác, trên thị trường hối đoái người ta áp dụng quy ước thống nhất về cách viết tắt như sau: ta viết (hoặc đọc) đầy đủ các số hạng của tỉ giá mua trước và phần *điểm* của tỉ giá bán tiếp sau gạch ngang (-) hoặc gạch chéo (/). (*Điểm* là số hạng thứ ba và thứ tư của phần thập trong tỉ giá).

Ví dụ: ta có tỉ giá AUD/CHF = 0,8675 – 0,8690. Trên thị trường hối đoái người ta sẽ niêm yết tắt như sau: AUD/CHF = 0,8675 – 90 hoặc AUD/CHF = 0,8675/90.

Khi muốn biết tỉ giá bán đầy đủ, ta chỉ việc bỏ số hạng thứ ba và thứ tư trong phần thập phân của tỉ giá mua (tức điểm của tỉ giá mua) và thay vào đó hai số hạng điểm của tỉ giá bán, ta sẽ có đầy đủ các số hạng của tỉ giá bán.

❖ Tỉ giá chéo mua - bán

Ở phần trên chúng ta mới chỉ xem xét cách xác định tỉ giá chéo ở mức độ tổng quát, chưa thể dựa vào kết quả đó để giao dịch được. Bởi vì giữa trường hợp mua và bán tỉ giá chéo trong giao dịch đương nhiên là khác nhau. Quy tắc xác định tỉ giá chéo ở dạng tổng quát chưa cho biết chiều giao dịch (mua - bán) giữa các nhà kinh doanh trên thị trường. Vì vậy cần tìm hiểu xem, tỉ giá chéo với chiều giao dịch mua hoặc bán sẽ được xác định cụ thể ra sao? Trong phần này sẽ trình bày nội dung đó.

Để đơn giản vấn đề, ta quy ước như sau:

- Khi nói NH Mua (NHM) đồng tiền Yết giá (T1) cũng có nghĩa là KH Bán (KHB) cùng đồng tiền đó. Còn về giá: giá NHM T1 phải trả cũng chính là giá KHB T1 được hưởng.

- Khi nói NH Bán (NHB) đồng tiền Yết giá (T1) cũng có nghĩa là KH Mua (KHM) cùng đồng tiền đó. Còn về giá: giá NHB T1 được hưởng cũng chính là giá KHM T1 phải trả.



Ở đây ta chỉ cần quan tâm tới đồng tiền Yết giá, còn với đồng Định giá (T2) thì ngược lại với đồng Yết giá (T1) mà thôi. Chẳng hạn khi NHM T1 (tức là NHB T2). Trong khi đó với KH sẽ là KHB T1 (tức là KHM T2).

Bây giờ ta lần lượt xét từng trường hợp cụ thể:

▪ **Trường hợp 1:** Cả 2 đồng tiền cùng biểu hiện tỉ giá theo phương pháp trực tiếp

- Tình huống 1: NHM T1, ta có công thức xác định giá như sau:

$$\frac{\text{NHM (KHB) T1}}{\text{T2}} = \frac{\text{USD/T2 (dùng tỉ giá Mua để tính)}}{\text{USD/T1 (dùng tỉ giá Bán để tính)}}$$

- Tình huống 2: NHB T1, ta có công thức xác định giá như sau:

$$\frac{\text{NHB (KHM) T1}}{\text{T2}} = \frac{\text{USD/T2 (dùng tỉ giá Bán để tính)}}{\text{USD/T1 (dùng tỉ giá Mua để tính)}}$$

**Ví dụ:** Một nhà kinh doanh ngoại hối hỏi NH X, đề nghị cho biết tỉ giá giữa CAD/HKD. Giả sử tỉ giá trên thị trường giữa các NH tại thời điểm đó như sau:

$$\text{USD/HKD} = 7,7284 - 92 \text{ và } \text{USD/CAD} = 0,9910 - 18$$

Vì khách hàng không cho biết ý đồ của họ là mua hay bán. Do vậy trong trường hợp này NH X sẽ phải thông báo cả tỉ giá NH mua vào và tỉ giá NH bán ra. Cụ thể như sau:

- Trường hợp NH *mua* CAD. Áp dụng công thức trên ta có:

$$\frac{\text{CAD}}{\text{HKD}} = \frac{\text{USD/HKD}}{\text{USD/CAD}} = \frac{7,7284}{0,9918} = 0,9918$$



## Chương 5: Thị trường ngoại hối

- Trường hợp NH **Bán** CAD. Áp dụng công thức trên ta có:

$$\frac{\text{CAD}}{\text{HKD}} = \frac{\text{USD/HKD}}{\text{USD/CAD}} = \frac{7,7292}{0,9910} = 7,7994$$

Vậy NH XY thông báo tỉ giá giao dịch cho nhà kinh doanh như sau:

$$\text{CAD/HKD} = 7,7923 - 94$$

▪ **Trường hợp 2:** Cả 2 đồng tiền cùng biểu hiện tỉ giá theo phương pháp gián tiếp

- Tình huống 1: NHM T1, ta có công thức xác định giá như sau:

$$\frac{\text{NHB (KHM) T1}}{\text{T2}} = \frac{\text{T1/USD (dùng tỉ giá Mua để tính)}}{\text{T2/USD (dùng tỉ giá Bán để tính)}}$$

- Tình huống 2: NHB T1, ta có công thức xác định giá như sau:

$$\frac{\text{NHB (KHM) T1}}{\text{T2}} = \frac{\text{T1/USD (dùng tỉ giá Bán để tính)}}{\text{T2/USD (dùng tỉ giá Mua để tính)}}$$

**Ví dụ:** Một nhà kinh doanh ngoại hối hỏi NHX, đề nghị cho biết tỉ giá giữa EUR/GBP là bao nhiêu? Giả sử tỉ giá trên thị trường giữa các NH tại thời điểm đó như sau:

$$\text{GBP/USD} = 1,5778 - 85 \text{ và } \text{EUR/USD} = 1,3146 - 56$$

Vì khách hàng không cho biết ý đồ của họ là mua hay bán. Do vậy trong trường hợp này NHX sẽ phải thông báo cả tỉ giá NH mua vào và tỉ giá NH bán ra. Cụ thể như sau:

- Trường hợp NH **mua** UER. Áp dụng công thức trên ta có:

$$\frac{\text{EUR}}{\text{GBP}} = \frac{\text{EUR/USD}}{\text{GBP/USD}} = \frac{1,3146}{1,5785} = 0,8328$$



Chương 5: Thị trường ngoại hối

- Trường hợp NH **Bán** EUR. Áp dụng công thức trên ta có:

$$\frac{\text{EUR}}{\text{GBP}} = \frac{\text{EUR/USD}}{\text{GBP/USD}} = \frac{1,3156}{1,5778} = 0,8338$$

Vậy NHX sẽ thông báo tỉ giá giao dịch cho nhà kinh doanh là:

$$\text{EUR / GBP} = 0,8328 - 38.$$

▪ **Trường hợp 3:** Đồng yết giá biểu hiện tỉ giá theo phương pháp gián tiếp, đồng định giá biểu hiện theo phương pháp trực tiếp.

- Tình huống 1: NHM T1, ta có công thức xác định giá như sau:

$$\frac{\text{NHM (KHB) T1}}{\text{T2}} = \text{T1/USD} \times \text{USD/T2}$$

Trong đó: T1/USD và USD/T2: cùng sử dụng tỉ giá **mua** để tính

- Tình huống 2: NHB T1, ta có công thức xác định giá như sau:

$$\frac{\text{NHB (KHM) T1}}{\text{T2}} = \text{T1/USD} \times \text{USD/T2}$$

Trong đó: T1/USD và USD/T2: cùng sử dụng tỉ giá **Bán** để tính

**Ví dụ:** Một nhà kinh doanh ngoại hối hỏi NHX, đề nghị cho biết tỉ giá giữa EUR / CAD là bao nhiêu? Giả sử tỉ giá trên thị trường giữa các NH tại thời điểm đó như sau:

$$\text{GBP / USD} = 1,5778 - 85 \text{ và } \text{USD / CAD} = 0,9910 - 18$$

Vì khách hàng không cho biết ý đồ của họ là mua hay bán. Do vậy trong trường hợp này NHX sẽ phải thông báo cả tỉ giá NH mua vào và tỉ giá NH bán ra. Cụ thể như sau:

- Trường hợp NH **Mua** GBP. Áp dụng công thức trên ta có:



$$\frac{\text{GBP}}{\text{CAD}} = \text{GBP/USD} \times \text{USD/CAD} = 1,5778 \times 0,9910 = 1,5636$$

- Trường hợp NH *Bán* GBP. Áp dụng công thức trên ta có:

$$\frac{\text{GBP}}{\text{CAD}} = \text{GBP/USD} \times \text{USD/CAD} = 1,5785 \times 0,9918 = 1,5656$$

Vậy NH XY thông báo tỉ giá giao dịch với nhà kinh doanh là:

$$\text{GBP/CAD} = 1,5636 - 1,5656$$

Tóm lại, qua nội dung trình bày ở phần trên giúp chúng ta có thể thấy trong bất kỳ trường hợp tỉ giá chéo nào, kết quả của việc tính toán xác định đều phản ánh sự chênh lệch giữa tỉ giá mua và tỉ giá bán, trong đó tỉ giá ngân hàng mua (tức khách hàng bán được hưởng) luôn nhỏ hơn tỉ giá ngân hàng bán (tức khách hàng mua phải chịu). Chính phần chênh lệch đó và phí giao dịch tạo ra khoản thu nhập cho các ngân hàng trong kinh doanh hối đoái.

## 5.3 CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN TỈ GIÁ HỐI ĐOẠI

### 5.3.1 Nhân tố trực tiếp

Tại các quốc gia có nền kinh tế thị trường áp dụng hệ thống tỉ giá linh hoạt, tỉ giá sẽ thay đổi theo tác động cung và cầu ngoại tệ trên thị trường nhằm đáp ứng cho nhu cầu giao dịch ngoại tệ phục vụ cho việc giao thương, kinh doanh hàng hoá quốc tế.

- Cầu ngoại tệ

Là số lượng ngoại tệ phát sinh cần mua trên thị trường ngoại hối nhằm đáp ứng nhu cầu mua ngoại tệ của các tổ chức (gồm nhà đầu tư, nhà nhập khẩu, tổ chức tín dụng...) và cá nhân nhằm thực hiện mục đích thanh toán, đầu cơ và phòng ngừa rủi ro tỉ giá... Ngoài ra còn có ngân hàng trung ương mua để can thiệp bình ổn tỉ giá.



- **Cung ngoại tệ**

Là số lượng ngoại tệ cần bán trên thị trường ngoại hối nhằm đáp ứng nhu cầu bán ngoại tệ của các tổ chức (gồm các nhà đầu tư, nhà xuất khẩu, tổ chức tín dụng...) và cá nhân nhằm thực hiện mục đích thanh toán, đầu cơ và phòng ngừa rủi ro tỉ giá... Ngoài ra còn có ngân hàng trung ương bán để can thiệp bình ổn tỉ giá.

### 5.3.2 Nhân tố gián tiếp

Ngoài những nhân tố trực tiếp ảnh hưởng, tỉ giá còn biến động trên thị trường và chịu sự tác động của những nhân tố khác. Các nhân tố này sẽ tác động trực tiếp lên cung và cầu ngoại tệ, kéo theo hệ quả là tỉ giá sẽ biến động. Các nhân tố sau đây tác động trực tiếp lên cung cầu ngoại tệ rồi tác động đến tỉ giá, bao gồm:

- **Tỉ lệ lạm phát dự tính**

Tỉ lệ lạm phát trong nước cao hơn lạm phát nước ngoài, làm cho đồng nội tệ mất giá so với đồng ngoại tệ, do đó giá ngoại tệ tăng. Mặt khác, sự mất giá của đồng bản tệ dẫn tới tâm lý chạy trốn tiền tệ bằng cách đầu cơ tích trữ hàng hóa, vàng, ngoại tệ mạnh, do đó làm cho cầu ngoại tệ tăng, giá ngoại tệ tăng.

Ngoài ra, khi tỉ lệ lạm phát trong nước cao hơn lạm phát nước ngoài, giá cả hàng hoá trong nước chịu tác động của lạm phát sẽ tăng cao và đắt hơn so với hàng hoá nước ngoài, kéo theo đó là gia tăng nhu cầu sử dụng hàng hoá nước ngoài và giảm nhu cầu sử dụng hàng hoá trong nước. Việc nhập khẩu sẽ tăng cao, dẫn đến biến động cầu ngoại tệ tăng hậu quả là ngoại tệ sẽ lên giá so với nội tệ hay tỉ giá tăng.

- **Lãi suất nội tệ và ngoại tệ**

Lãi suất thực đồng bản tệ trong nước giảm ở mức tương đối so với lãi suất thực ngoại tệ thì việc đầu tư vào tài sản tài chính nội địa của các nhà đầu tư sẽ mang lại hiệu quả thấp hơn khi đầu tư vào các tài sản tài chính nước ngoài. Chính vì điều này họ sẽ tái cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình. Hậu quả là việc dòng vốn đầu tư sẽ chảy khỏi thị trường trong nước để chuyển ra



thị trường nước ngoài. Sự thay đổi các dòng vốn đầu tư này sau đó cũng sẽ ảnh hưởng đến thị trường ngoại hối làm tăng cầu và giảm cung ngoại tệ. Kết quả là đồng tiền trong nước mất giá so với ngoại tệ hay tỉ giá tăng.

- **Cán cân thanh toán quốc tế**

Cán cân thanh toán quốc tế là một yếu tố rất quan trọng trong những yếu tố kinh tế tác động đến tỉ giá hối đoái. Đối với sự biến động của tỉ giá hối đoái, các nhà kinh tế tin tưởng hàng hoá xuất khẩu và dịch vụ quốc gia là những yếu tố cơ bản gây ra.

- **Tốc độ tăng trưởng kinh tế**

Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế trong nước tăng lên một cách tương đối, có nghĩa là cung tiền sẽ tăng, tỉ lệ lạm phát có xu hướng tăng cao hơn. Do đó đồng bản tệ sẽ mất giá so với ngoại tệ.

Ngoài ra, với các nước sử dụng tư liệu sản xuất chủ yếu bằng nguồn nhập khẩu, khi tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng, có nghĩa là nhu cầu nhập khẩu tăng. Kết quả là cầu ngoại tệ tăng nhanh hơn cung ngoại tệ làm cho ngoại tệ lên giá so với nội tệ.

- **Yếu tố tâm lý**

Các chấn động về chính trị, kinh tế của quốc gia và thế giới sẽ có tác động đến tâm lý của các nhà kinh doanh ngoại hối (ngân hàng thương mại, doanh nghiệp, đầu cơ, cá nhân...). Từ đó, họ sẽ đưa ra những quyết định trong việc đầu cơ, kinh doanh các tài sản tài chính, trong đó có ngoại hối. Do đó có tác động đến cung cầu ngoại tệ, từ đó tác động đến tỉ giá. Yếu tố tâm lý là yếu tố phản ứng nhanh nhất với thị trường tài chính nói chung và thị trường ngoại hối nói riêng. Nhưng vì chủ yếu dựa vào phán đoán và phản ứng nhạy cảm nên yếu tố này mang tính chất ngắn hạn và dễ thay đổi.

- **Yếu tố khác**

Các nhân tố khác tác động trực tiếp lên cung cầu ngoại tệ rồi tác động đến tỉ giá như tình hình chính trị của quốc gia, ảnh hưởng của việc đầu cơ, giá vàng, giá dầu, tình hình thu hút kiều hối...



Việc tác động của các yếu tố kể trên lên cung, cầu ngoại tệ có thể là đơn lẻ hoặc đồng thời. Hiểu và phân tích tác động của các yếu tố đến tỉ giá sẽ giúp ta dự báo và đưa ra các phán đoán hợp lý về tỉ giá từ đó đưa ra các quyết định, phòng ngừa các rủi ro liên quan đến ngoại tệ.

## 5.4 NGHIỆP VỤ GIAO DỊCH NGOẠI HỐI

Căn cứ tính chất chuyên môn hóa giao dịch, thị trường ngoại hối phân chia những bộ phận khác nhau: giao dịch trao ngay, giao dịch kỳ hạn, giao dịch hoán đổi,... Sau đây giới thiệu nội dung cơ bản về những bộ phận giao dịch chuyên môn hóa chủ yếu trên thị trường ngoại hối.

### 5.4.1 Giao dịch ngoại hối giao ngay

Theo thông lệ quốc tế, giao dịch ngoại hối giao ngay (Exchange Spot) được hiểu là một giao dịch trong đó mọi yếu tố có liên quan đã đạt được sau thỏa thuận (tỉ giá giao ngay, loại tiền giao dịch, số lượng giao dịch,...) giữa các bên, sẽ được thực hiện tại thời điểm tối đa là 2 ngày làm việc kể từ thời điểm giao dịch kết thúc. Sở dĩ có quy ước như vậy bởi vì khi nói tới giao dịch ngoại hối trên thị trường ngoại hối quốc tế là nói tới giao dịch ngoại hối tồn tại dưới trạng thái tiền ghi sổ, tiền chuyển khoản (chứ không phải là tiền mặt). Do vậy việc thực hiện các kết quả giao dịch đã được thỏa thuận giữa các bên phụ thuộc vào nghiệp vụ ngân hàng tại các ngân hàng có liên quan.

Có thể tóm tắt quy tắc của giao dịch giao ngay là:  $T + 2$ . Có nghĩa là: nếu ta ký hiệu  $T$  là ngày giao dịch ngoại hối đạt kết quả thì thời điểm hai bên giao dịch thực hiện nghĩa vụ và quyền lợi của mình (trao cho nhau và nhận lại số lượng tiền đối ứng theo tỉ giá đã thỏa thuận) sẽ là thời điểm  $T + 2$  (trong đó  $T$  là ngày giao dịch đạt được thỏa thuận và 2 là hai ngày làm việc của các ngân hàng).

Ở Việt Nam, giao dịch hối đoái giao ngay được quy định theo Thông tư số 15/2015/TT-NHNN về hướng dẫn giao dịch ngoại tệ ban hành ngày 02 tháng 10 năm 2015 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là giao dịch hai bên thực hiện mua, bán với nhau một lượng ngoại tệ với đồng Việt Nam hoặc với một ngoại tệ khác theo tỉ giá giao ngay xác định tại ngày giao dịch. Ngoài ra Thông tư này còn quy định tỉ giá giao ngay là tỉ giá do tổ chức tín dụng yết



THƯ VIỆN  
HUBT  
301

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

giá tại thời điểm giao dịch hoặc do hai bên thỏa thuận nhưng yêu cầu phải dựa trên tỉ giá bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước công bố và trong phạm vi biên độ do Ngân hàng Nhà nước quyết định; ngày thanh toán trong giao dịch giao ngay tối đa không quá 02 ngày làm việc kể từ ngày giao dịch. Nội dung quy định chỉ là hướng dẫn thực hiện cụ thể nghiệp vụ giao ngay trên thị trường ngoại hối Việt Nam.

Thị trường thực hiện giao dịch các hợp đồng hối đoái giao ngay được gọi là thị trường hối đoái giao ngay, thành phần tham gia vào thị trường là những người có nhu cầu mua hoặc bán ngoại tệ giao ngay (ngân hàng thương mại, các nhà kinh doanh xuất nhập khẩu, các nhà đầu tư và cá nhân...). Trên thị trường hối đoái giao ngay, ngân hàng thương mại sẽ thực hiện các hoạt động như mua ngoại tệ của tổ chức (nhà xuất khẩu, nhà đầu tư...), cá nhân có nhu cầu bán ngoại tệ để đầu tư hoặc bán lại cho những tổ chức (nhà nhập khẩu, nhà đầu tư...), cá nhân có nhu cầu mua ngoại tệ, nói cách khác, ngân hàng thương mại vừa đóng vai trò nhà kinh doanh vừa đóng vai trò nhà môi giới.

Giao dịch hối đoái giao ngay cần thiết để đáp ứng nhu cầu mua hoặc bán ngoại tệ giao ngay phục vụ thanh toán cho khách hàng. Hoạt động này giúp ích rất nhiều cho khách hàng trong lĩnh vực xuất nhập khẩu. Có thể đưa ra một số trường hợp thường gặp, một doanh nghiệp xuất khẩu khi thu về ngoại tệ họ sẽ bán ngoại tệ lại cho các ngân hàng thương mại để chi trả các chi phí hoạt động kinh doanh của mình. Ngân hàng thương mại sẽ thu mua lại các ngoại tệ đó và bán lại cho các doanh nghiệp nhập khẩu có nhu cầu ngoại tệ để đáp ứng việc thanh toán với đối tác nước ngoài. Ngân hàng thương mại đóng vai trò trung gian để luân chuyển nguồn ngoại tệ cho các bên.

Có thể nói thị trường hối đoái giao ngay là thị trường tài chính lớn nhất toàn cầu. Chỉ tính doanh số mua bán một chiều, thì trung bình mỗi ngày doanh số giao dịch lên tới trên 1.500 tỉ USD. Kể từ năm 1970 cho đến nay thì cứ hai năm doanh số giao dịch lại được nâng lên gần gấp đôi. Thị trường hối đoái giao ngay lớn nhất phải kể đến là thị trường Anh, sau đó là thị trường hối đoái Mỹ, Nhật, Singapore.

Thị trường hối đoái giao ngay được xem là một thị trường hiệu quả, đặc tính này được thể hiện ở chỗ:



- Chênh lệch giữa tỉ giá mua và tỉ giá bán (spread) thường rất hẹp, thông thường là nhỏ hơn 0,1%.
- Xuất phát từ tốc độ truyền tin nhanh chóng, do đó những thay đổi của thị trường đã ảnh hưởng tức thời lên tỉ giá hay nói cách khác là tỉ giá hối đoái trên thị trường luôn biến động tức thì để phản ánh những thay đổi của thị trường.
- Thị trường hối đoái này có tính thanh khoản rất cao bởi những đặc điểm như: luôn sẵn có số tiền cần thiết, ở tại địa điểm cần có, ngay thời điểm có nhu cầu, bằng đồng tiền cần có và với giá cả hợp lý.

#### 5.4.2 Giao dịch ngoại hối kỳ hạn

Trong trường hợp các bên giao dịch có nhu cầu thỏa thuận với nhau các điều khoản có liên quan tới một hợp đồng giao dịch ngoại hối ở thời điểm hiện tại, nhưng sẽ thực hiện các điều khoản đã thỏa thuận đó ở một thời điểm nhất định trong tương lai (lưu ý là thời điểm trong tương lai phải có số ngày lớn hơn 2 ngày làm việc của ngân hàng). Như vậy các bên sẽ có thể đạt được mong muốn của mình, thông qua một giao dịch hối đoái được gọi là “Giao dịch hối đoái kỳ hạn” (Forward). Giao dịch này được diễn ra trên bộ phận thị trường ngoại hối có tên gọi “Thị trường ngoại hối kỳ hạn” (hay Thị trường hối đoái kỳ hạn)

Theo Thông tư số 15/2015/TT-NHNN về hướng dẫn giao dịch ngoại tệ ban hành ngày 02 tháng 10 năm 2015 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, giao dịch hối đoái có kỳ hạn là giao dịch hai bên cam kết mua, bán với nhau một lượng ngoại tệ với đồng Việt Nam hoặc với một ngoại tệ khác theo tỉ giá kỳ hạn xác định tại ngày giao dịch. Việc xác định tỉ giá có kỳ hạn là tỉ giá giao dịch do ngân hàng thương mại yết giá hoặc do hai bên tham gia giao dịch tự tính toán và thỏa thuận với nhau, nhưng nằm trong biên độ, quy định giới hạn tỉ giá có kỳ hạn hiện hành của Ngân hàng Nhà nước tại thời điểm ký kết hợp đồng.

Ví dụ, một nhà nhập khẩu sẽ nhập một lô hàng từ một đối tác Mỹ có giá trị 1 triệu USD thanh toán trong vòng 6 tháng tới, nhưng đánh giá thấy đồng USD tăng giá trong thời gian sắp tới và muốn giảm thiểu rủi ro nhà đầu tư muốn



303

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



mua USD ngay hiện tại nhưng việc chuyển giao sẽ thực hiện trong 6 tháng tới, rõ ràng trường hợp này giao dịch hối đoái giao ngay sẽ không đáp ứng được nhu cầu của khách hàng. Do đó ngân hàng thương mại đã phát triển thêm loại giao dịch hối đoái kỳ hạn, đây là loại giao dịch giữa ngân hàng với khách hàng có nhu cầu mua hoặc bán ngoại tệ, trong đó hai bên sẽ tự thoả thuận tỉ giá và số lượng ngoại tệ ngay lúc ký kết hợp đồng, còn việc chuyển giao ngoại tệ sẽ được thực hiện vào thời gian thoả thuận trong tương lai.

Loại giao dịch này xuất hiện để đáp ứng nhu cầu phòng chống rủi ro hối đoái (rủi ro phát sinh do sự biến động của tỉ giá) của khách hàng. Khi thực hiện giao dịch hợp đồng kỳ hạn khách hàng có thể cố định được khoản thu nhập hay chi trả theo hợp đồng mà không bị ảnh hưởng bởi sự biến động của tỉ giá trên thị trường. Khách hàng thực hiện giao dịch kỳ hạn đa phần là những tổ chức, cá nhân mà hoạt động kinh doanh của họ thường xuyên chịu ảnh hưởng đáng kể bởi sự biến động của tỉ giá như các ngân hàng thương mại, các công ty đa quốc gia, các nhà đầu tư trên thị trường tài chính quốc tế và các công ty xuất nhập khẩu... Khi có nhu cầu, ngân hàng thương mại và khách hàng sẽ thoả thuận tỉ giá, số lượng ngoại tệ và thời gian chuyển giao ngoại tệ để ký kết hợp đồng giao dịch ngoại tệ kỳ hạn trên thị trường hối đoái kỳ hạn.

Như vậy, trong một hợp đồng giao dịch ngoại hối kỳ hạn, yếu tố cốt lõi cần được xác định và đạt được sự chấp thuận của các bên có liên quan chính là “Tỉ giá có kỳ hạn” (Forward Exchange Rate).

Vậy Tỉ giá có kỳ hạn là gì? Nó có phải là sự dự đoán của các bên liên quan không? Có thể khẳng định rằng, nó không phải là kết quả đem đến từ sự dự đoán của các bên có liên quan (ngân hàng, người mua, người bán,...), mà chính là kết quả của việc tính toán xác định, dựa trên những thông tin có sẵn. Để xác định được tỉ giá có kỳ hạn, cần căn cứ vào những yếu tố sau đây:

- Tỉ giá trao ngay của các đồng tiền giao dịch;
- Lãi suất của các đồng tiền có liên quan;
- Kỳ hạn giao dịch.



Giả sử ta có ký hiệu của tỉ giá có kỳ hạn và các yếu tố nêu trên như sau:

$T_k$  = Tỉ giá có kỳ hạn;

$T_n$  = Tỉ giá giao ngay;

$T_{n1}$  = Tỉ giá giao ngay của đồng tiền yết giá;

$T_{n2}$  = Tỉ giá giao ngay của đồng tiền định giá;

$I_1$  = Lãi suất của đồng tiền yết giá;

$I_2$  = Lãi suất của đồng tiền định giá;

$N$  = Số ngày của kỳ hạn giao dịch.

Ta có công thức xác định tỉ giá có kỳ hạn như sau:

$$T_k = T_n + \frac{T_n * (I_2 - I_1) * N}{(1 - I_1 * N)}$$

Trong thực tế, thông thường thời hạn của các hợp đồng kỳ hạn tương đối ngắn và các mức lãi suất %/năm của các đồng tiền là những số nhỏ nên tích số  $(I_1 * N)$  là con số rất nhỏ so với 1 đơn vị. Do đó mẫu số của công thức trên là một số xấp xỉ bằng 1 đơn vị. Do vậy trong tính toán ta có thể bỏ qua trị số này mà không ảnh hưởng đáng kể tới kết quả tỉ giá kỳ hạn. Do vậy có thể áp dụng công thức gần đúng trong tính toán tỉ giá kỳ hạn theo công thức đơn giản sau đây:

$$T_k = T_n + T_n * (I_2 - I_1) * N$$

Nếu  $I_2 = I_1$  thì tỉ giá có kỳ hạn cũng bằng tỉ giá giao ngay;

Nếu  $I_2 > I_1$  thì tỉ giá có kỳ hạn lớn hơn tỉ giá giao ngay (được gọi là có “điểm gia tăng”);

Nếu  $I_2 < I_1$  thì tỉ giá có kỳ hạn nhỏ hơn tỉ giá giao ngay (được gọi là có “điểm khấu trừ”)

**Xác định giá trị của “điểm gia tăng” và “điểm khấu trừ” (ký hiệu AT)**

Ta có:  $AT = T_n * (I_2 - I_1) * N$



Nếu  $AT > 0$ : ta có “điểm gia tăng”

Nếu  $AT < 0$ : ta có “điểm khấu trừ”

Với các công thức nêu trên mới cho ta biết ở dạng tổng quát. Vì vậy để có thể vận dụng tính toán cụ thể, cần căn cứ vào những nhận xét mang tính ứng dụng cho các tình huống cụ thể sau đây:

▪ **Trường hợp 1:** Khách hàng mua có kỳ hạn đồng tiền yết giá ( $T_1$ ) bằng đồng tiền định giá ( $T_2$ ):

- Tỷ giá giao ngay  $T_n$ : chọn tỷ giá bán ra của Ngân hàng.

- Lãi suất đồng tiền định giá  $I_2$ : chọn lãi suất ngân hàng cho vay đồng tiền này.

- Lãi suất đồng tiền yết giá  $I_1$ : chọn lãi suất tiền gửi ngân hàng đồng tiền này.

▪ **Trường hợp 2:** Khách hàng bán có kỳ hạn đồng tiền yết giá ( $T_1$ ) để thu về (mua) đồng tiền định giá ( $T_2$ ):

- Tỷ giá giao ngay  $T_n$ : chọn tỷ giá Mua vào của ngân hàng.

- Lãi suất đồng tiền định giá  $I_2$ : chọn lãi suất tiền gửi ngân hàng đồng tiền này.

- Lãi suất đồng tiền yết giá  $I_1$ : chọn lãi suất cho vay của ngân hàng đồng tiền này.

Trên phương diện lý thuyết cũng như trong thực tế, giao dịch ngoại hối kỳ hạn được xem là một trong những công cụ tương đối đơn giản và hữu hiệu. Do vậy nó được ứng dụng khá phổ biến đối với việc phòng ngừa, hạn chế rủi ro hối đoái trong hoạt động kinh doanh thuộc lĩnh vực xuất nhập khẩu hoặc tín dụng quốc tế.

Hợp đồng kỳ hạn tuy đã chính thức được sử dụng từ năm 1998 tại Việt Nam (khi Ngân hàng Nhà nước ban hành Quy chế hoạt động giao dịch hối đoái kèm theo Quyết định số 17/1998/QĐ-NHNN7 ngày 10 tháng 01 năm 1998) nhưng nhu cầu của nó vẫn chưa cao vì một phần khách hàng chưa nắm rõ về giao dịch này, và do chính sách điều chỉnh tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước đi



theo hướng ổn định, đưa VND giảm giá từ từ so với ngoại tệ để khuyến khích xuất khẩu nhưng vẫn ổn định nhập khẩu do đó các nhà đầu tư không phải quá lo lắng về biến động tỉ giá làm cho mất giá ngoại tệ khi ký hợp đồng xuất khẩu do đó không phát sinh nhu cầu bán ngoại tệ kỳ hạn. Về phía nhà nhập khẩu, việc đồng ngoại tệ tăng giá hơn so với đồng VND nhưng vẫn nằm trong một mức nhất định có sự kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước nên biến động vẫn nằm trong mức cho phép nên nhà nhập khẩu vẫn chưa thực sự cần giao dịch kỳ hạn để bảo hiểm rủi ro tỉ giá. Nhưng ta cần lưu ý, Việt Nam đã gia nhập WTO, do đó sự can thiệp vào tỉ giá của Ngân hàng Nhà nước sẽ giảm dần, khi đó biến động tỉ giá sẽ thành mối lo ngại của các nhà đầu tư nên các bên liên quan như ngân hàng thương mại, công ty xuất nhập khẩu nên làm quen sớm với loại giao dịch này.

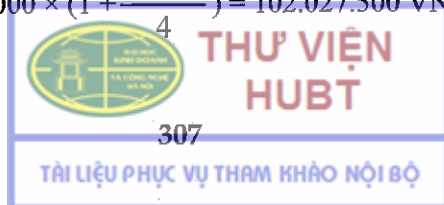
Về khả năng ứng dụng, giao dịch kỳ hạn không chỉ được dùng để phòng ngừa rủi ro tỉ giá (bảo hiểm tỉ giá) trong hoạt động xuất nhập khẩu, mà còn được ứng dụng trong hoạt động đi vay và đầu tư, hay cả kinh doanh chênh lệch giá (Arbitrage – hành động tận dụng sự không thống nhất về giá cả trên thị trường hối đoái để kinh doanh kiếm lãi). Lấy một ví dụ cụ thể về việc áp dụng giao dịch kỳ hạn khi lựa chọn đồng tiền để đầu tư: Trên thị trường có một số thông tin như sau:

- Tỉ giá giao ngay: USD/VND: 15.787 – 15.796
- Tỉ giá kỳ hạn 3 tháng: USD/VND: 15.888 – 15.908
- Lãi suất  $i_{\text{VND}}$  (%/năm): 8,11 – 8,98
- Lãi suất  $i_{\text{USD}}$  (%/năm): 6,69 – 6,82.

Khi có trong tay 100.000.000 VND, từ đây ta sẽ tiến hành thực hiện một số phân tích để lựa chọn đầu tư vào đồng tiền (USD hay VND) mà sau 3 tháng sẽ thu về số VND nhiều nhất.

Nếu dùng toàn bộ 100.000.000 VND đầu tư với lãi suất tiền gửi VND là 8,11%/năm, sau 3 tháng sẽ có số tiền:

$$100.000.000 \times \left(1 + \frac{8,11\%}{4}\right)^4 = 102.027.500 \text{ VND}$$



Nếu đầu tư vào USD, thì có thể thực hiện qua các bước:

- Bán giao ngay số VND tại tỉ giá USD/VND 15.796.
- Dùng số USD thu được đầu tư trong 3 tháng, lãi suất tiền gửi USD là 6,69%/năm.
- Bán kỳ hạn số USD sẽ thu về sau 3 tháng để thu về VND, tỉ giá kỳ hạn USD/VND 15.888.

Khi đó, số VND thu về sau 3 tháng là:

$$100.000.000 \times \frac{1 + \frac{6,69\%}{4}}{15.796} \times 15.888 = 102.264.667 \text{ VND}$$

Sau khi so sánh, ta thấy trong trường hợp này đầu tư vào USD sẽ có lợi hơn và do đó ta sẽ lựa chọn USD để đầu tư.

#### 5.4.3 Giao dịch hoán đổi ngoại hối

Trong hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu, các nhà kinh doanh cũng thường gặp những tình huống bất cập như: nhà nhập khẩu cần thanh toán tiền hàng cho nhà xuất khẩu sớm hơn so với thời hạn thực hiện hợp đồng mua ngoại tệ kỳ hạn; hoặc nhà xuất khẩu nhận được tiền thanh toán của đối tác sớm hơn thời hạn thực hiện hợp đồng bán ngoại tệ kỳ hạn;... Trong những tình huống như vậy, để hạn chế rủi ro hối đoái hiệu quả hơn, người ta có thể nghiên cứu ứng dụng một loại sản phẩm phái sinh ngoại hối thích hợp hơn, đó chính là hợp đồng hoán đổi ngoại hối (SWAP) - một loại công cụ giúp nhà kinh doanh xuất nhập khẩu hạn chế rủi ro hối đoái do tuân hoàn được trạng thái tiền tệ của mình.

*Giao dịch hoán đổi ngoại hối là một giao dịch trong đó diễn ra đồng thời hai nghiệp vụ mua vào và bán ra cùng một đồng tiền (đơn vị tiền) và số lượng; trong đó ngày giá trị mua vào và ngày giá trị bán ra là khác nhau.*

Từ khái niệm nêu trên ta có thể rút ra những đặc điểm chủ yếu phản ánh bản chất của giao dịch hoán đổi như sau:



## Chương 5: Thị trường ngoại hối

- Một hợp đồng hoán đổi luôn chứa đựng đồng thời hai giao dịch trái chiều: Giao dịch “Mua vào” và “Bán ra”, được ký kết cùng ngày hôm nay, nhưng có ngày giá trị khác nhau;

- Khi nói Mua một đồng tiền cũng có nghĩa là Ngân hàng yết giá mua vào đồng tiền yết giá và Bán một đồng tiền cũng có nghĩa là Ngân hàng yết giá bán ra đồng tiền yết giá;

- Số lượng mua vào và bán ra đồng tiền yết giá là bằng nhau trong cả hai giao dịch.

Trong thực tiễn ta thường gặp các hợp đồng SWAP thuộc hai dạng sau:

Một là: **Mua ngoại tệ trao ngay (Spot) - Bán ngoại tệ kỳ hạn (Forward);**

Hai là: **Bán ngoại tệ trao ngay (Spot) - Mua ngoại tệ kỳ hạn (Forward).**

Tại Việt Nam, giao dịch hoán đổi chính thức ra đời từ khi Ngân hàng Nhà nước ban hành Quy chế hoạt động giao dịch hối đoái kèm theo Quyết định số 17/1998/QĐ-NHNN7 ngày 10 tháng 01 năm 1998. Thị trường ngoại hối Việt Nam chịu nhiều biến động do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tiền tệ Đông Nam Á vào năm 1998, và quyết định trên đã giúp cho các ngân hàng thương mại tiến hành triển khai thực hiện các giao dịch hoán đổi ngoại tệ để giảm bớt sức ép từ cuộc khủng hoảng. Khách hàng có nhu cầu thực hiện giao dịch hoán đổi với ngân hàng là các công ty xuất nhập khẩu, các ngân hàng khác, công ty tài chính...

Tính ứng dụng của giao dịch hoán đổi rất cao, nó hay được dùng trong bảo hiểm rủi ro tỉ giá thông thường, trong hoạt động điều chỉnh kỳ hạn ra vào của dòng tiền và cả trong kinh doanh chênh lệch lãi suất ở các thị trường.

**Ví dụ:** Một công ty chuyên hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, đã ký hợp đồng kỳ hạn 3 tháng mua 500.000 USD với tỉ giá kỳ hạn USD/VND 20.200 để thanh toán tiền hàng nhập khẩu theo hợp đồng. Hôm nay cũng là ngày hợp đồng kỳ hạn đến hạn, tuy nhiên, người bán đồng ý cho công ty trả chậm thêm 3 tháng do lô hàng nhập khẩu lần này gặp khó khăn trong tiêu thụ. Công ty quyết định kéo dài thời hạn trạng thái luồng tiền (thời điểm xuất hiện dòng tiền ra vào) thông qua sử dụng hợp đồng hối đoái hoán đổi. Hiện tại có thông tin giao dịch hối đoái trên thị trường:



- Tỷ giá giao ngay USD/VND: 20.400 – 20.450
- Tỷ giá hoán đổi 3 tháng USD/VND: 20.568 – 20.684
- Lãi suất VND 3 tháng (90 ngày): 9% – 10%/năm (360 ngày)
- Lãi suất USD 3 tháng (90 ngày): 5% – 6%/năm (360 ngày)

Trong tình huống này, công ty sẽ sử dụng hợp đồng hoán đổi để kéo dài thời hạn trạng thái luồng tiền cho khoản phải trả thêm 3 tháng theo cách thức sau cho 2 vế của giao dịch:

- Bán giao ngay 500.000 USD (có được do thực hiện hợp đồng kỳ hạn cũ) theo tỷ giá giao ngay bình quân là 20.425 VND/USD (đây là cách tính để giao dịch mà các ngân hàng rất hay áp dụng trong thực tế với vế giao ngay của giao dịch hoán đổi).
- Mua kỳ hạn 3 tháng cho 500.000 USD theo tỷ giá kỳ hạn là 20.684 VND/USD.

**Bảng 5.2. Luồng tiền của công ty tham gia giao dịch hối đoái hoán đổi**

Thời điểm	Giao dịch	Trạng thái luồng tiền	
		VND	USD
Hiện tại	Thực hiện hợp đồng kỳ hạn đã ký 3 tháng trước (USD/VND 20.200)	-10.100.000.000	+500.000
	Bán USD giao ngay theo hợp đồng hoán đổi (USD/VND 20.425)	+10.212.500.000	-500.000
	Đầu tư 3 tháng với số VND dư (9%/năm)	-112.500.000	
	<b>Luồng tiền ròng</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
3 tháng sau	Mua USD kỳ hạn theo hợp hoán đổi (USD/VND 20.684)	-10.342.000.000	+500.000
	Thu hồi vốn và lãi đầu tư VND	+115.000.000	
	<b>Luồng tiền ròng</b>	<b>-10.227.000.000</b>	<b>+500.000</b>



Như vậy có thể thấy dòng tiền ra vào của bên tham gia giao dịch hoán đổi đã được chuyển dời về thời điểm trong tương lai theo đúng nhu cầu của họ.

#### **5.4.4 Giao dịch ngoại hối giao sau**

Giao dịch ngoại hối giao sau (Future) là một thỏa thuận mua bán một số lượng ngoại tệ đã biết theo tỉ giá cố định tại thời điểm hợp đồng có hiệu lực và việc chuyển giao ngoại tệ được thực hiện vào một ngày trong tương lai được xác định bởi Sở giao dịch. Thị trường ngoại tệ giao sau là thị trường giao dịch các hợp đồng mua bán ngoại tệ giao sau (hợp đồng giao sau). Giao dịch giao sau, về bản chất là giao dịch kỳ hạn nhưng thông qua một bên trung gian, và bên trung gian có nhiệm vụ chuẩn hoá (standardized) về loại ngoại tệ giao dịch, doanh số giao dịch, ngày giao dịch cho hai bên mua và bán ngoại tệ. Giao dịch giao sau được tập trung thông qua trung gian ở sàn giao dịch. Khác với hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng giao sau chỉ sẵn sàng cung cấp đối với một số loại ngoại tệ.

Năm 1972, tại Chicago Thị trường Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Market - IMM) đã đưa ra hợp đồng giao sau nhằm cung cấp một công cụ phòng chống rủi ro hối đoái cho những người ngại rủi ro và là phương tiện kinh doanh cho các nhà đầu cơ.

Điểm đặc biệt trong giao dịch giao sau là cả người mua và người bán phải có một khoản ký quỹ (margin) và phải trả các phí khi tham gia giao dịch. Khoản ký quỹ ban đầu thường là 4% giá trị của hợp đồng và tài khoản ký quỹ được mở tại nhà môi giới và nhà môi giới lại phải ký quỹ tại nhà thanh toán bù trừ của Sở giao dịch. Khi số dư trên tài khoản ký quỹ giảm xuống dưới mức quy định, gọi là hạn mức duy trì tài khoản (Maintenance Level) thì những người nắm giữ hợp đồng giao sau phải bổ sung cho đủ mức ký quỹ ban đầu. Số dư trên tài khoản ký quỹ được điều chỉnh hàng ngày theo tỉ giá thanh toán là tỉ giá cuối ngày được Sở giao dịch sử dụng để tính toán việc thanh toán lỗ lãi bù trừ.



**Bảng 5.3: Quá trình thanh toán hàng ngày của hợp đồng giao sau GBP**

Ngày	Giá thanh toán (GBP/USD)	Giá trị hợp đồng (USD)	Điều chỉnh ký quỹ (USD)	Bổ sung (+) Rút ra (-) (USD)	Số dư tài khoản ký quỹ (USD)
0	1,4700	91.875	0	+2.000	2.000
1	1,4714	91.962,5	+87,5	0	2.087,5
2	1,4640	91.500	-462,5	0	1.625
3	1,4600	91.250	-250	+625	2.000
4	1,4750	92.187,5	+937,5	-2.937,5	0

Bảng 5.3 mô tả lại quá trình thanh toán của bên mua hợp đồng tương lai 62.500 GBP với giá giao dịch GBP/USD là 1,4700. Mức ký quỹ ban đầu là 2.000 USD và mức ký quỹ duy trì là 1.500 USD.

• Hết ngày thứ nhất, tỉ giá thanh toán GBP/USD là 1,4714 và lúc này khoản lãi khi hợp đồng giao sau đáo hạn sẽ là:

$$1,4714 \times 62.500 - 91.875 = 87,5 \text{ USD}$$

Khoản lãi này sẽ được ghi có vào tài khoản ký quỹ của người mua và số dư tài khoản ký quỹ sẽ nâng từ mức 2.000 USD lên 2.087,5 USD.

• Cuối ngày thứ 2, tỉ giá GBP/USD giảm còn 1,4640 và người mua hợp đồng giao sau trong trường hợp này sẽ lỗ:

$$1,4640 \times 62.500 - 91.962,5 = -462,5 \text{ USD}$$

Khoản lỗ này sẽ được ghi nợ vào tài khoản ký quỹ và lúc này số dư của nó còn 1.625 USD.

• Sang ngày thứ 3, tỉ giá thanh toán GBP/USD tiếp tục giảm còn 1,4600 và người mua sẽ tiếp tục lỗ:

$$1,4600 \times 62.500 - 91.500 = -250 \text{ USD}$$

Khoản lỗ này được ghi nợ vào tài khoản ký quỹ và số dư trên tài khoản này sẽ còn 1.375 USD, ít hơn so với mức ký quỹ duy trì yêu cầu là 1.500 USD nên người mua hợp đồng giao sau sẽ phải ký quỹ bổ sung thêm 625 USD để đưa tài khoản ký quỹ về mức 2.000 USD ban đầu.

## Chương 5: Thị trường ngoại hối

• Vào ngày thứ 4, tỉ giá thanh toán GBP/USD tăng lên thành 1,4750 và người mua quyết định tắt toán hợp đồng (thực hiện giao dịch bán đối ứng) thì số tiền lãi có thêm là:

$$1,4750 \times 62.500 - 91.250 = 937,5 \text{ USD}$$

Số tiền lãi này cộng với 2.000 USD trong tài khoản ký quỹ người mua hợp đồng có quyền rút ra và quá trình thanh toán hàng ngày của hợp đồng giao sau sẽ kết thúc tại đây.

### 5.4.5 Giao dịch quyền chọn tiền tệ

Quyền chọn (Option) là một công cụ tài chính mà cho phép người mua nó có quyền, nhưng không bắt buộc, được mua hay bán một công cụ tài chính khác ở một mức giá và thời hạn được xác định trước. Người bán hợp đồng quyền chọn phải thực hiện nghĩa vụ hợp đồng nếu người mua quyết định thực hiện hợp đồng. Bởi vì quyền quyết định thực hiện hợp đồng hay không là do người mua nên nó có giá trị và người mua phải trả một khoản chi phí nhất định khi mua nó.

**Bảng 5.4: Một số thuật ngữ thường gặp khi thực hiện hợp đồng quyền chọn mua**

STT	Thuật ngữ	Diễn giải
1	Người mua quyền	Người bỏ ra chi phí để được nắm giữ quyền chọn và có quyền yêu cầu người bán có nghĩa vụ thực hiện quyền chọn theo ý mình.
2	Người bán quyền	Người nhận chi phí mua quyền của người mua quyền, do đó, có nghĩa vụ phải thực hiện quyền chọn theo yêu cầu của người mua quyền.
3	Phí mua quyền	Chi phí mà người mua quyền phải trả cho người bán quyền để được nắm giữ hay sở hữu quyền chọn. Chi phí này thường được tính bằng một số nội tệ trên mỗi ngoại tệ giao dịch.
4	Kiểu quyền chọn	Kiểu giao dịch do hai bên thỏa thuận cho phép người mua quyền được lựa chọn thời điểm thực hiện quyền. Kiểu quyền chọn cho phép người mua quyền được thực hiện bất cứ thời điểm nào trong thời hạn hiệu lực của quyền chọn gọi là quyền



## Chương 5: Thị trường ngoại hối

STT	Thuật ngữ	Diễn giải
		chọn kiểu Mỹ. Kiểu quyền chọn chỉ cho phép người mua thực hiện khi quyền chọn đến hạn gọi là quyền chọn kiểu châu Âu.
5	<b>Loại quyền chọn</b>	Loại quyền mà người mua nắm giữ. Loại quyền nào cho phép người mua có quyền được mua một loại tài sản cơ sở ở mức giá xác định trước trong thời hạn nhất định gọi là quyền chọn mua. Ngược lại loại quyền cho phép người mua có quyền được bán gọi là quyền chọn bán.
6	<b>Trị giá hợp đồng quyền chọn</b>	Trị giá được chuẩn hóa theo từng loại ngoại tệ và thị trường giao dịch.
7	<b>Tỉ giá thực hiện</b>	Tỉ giá sẽ được áp dụng nếu người mua quyền yêu cầu thực hiện quyền chọn.
8	<b>Tài sản cơ sở</b>	Tài sản mà dựa vào đó quyền chọn được giao dịch. Giá cả trên thị trường của tài sản cơ sở là căn cứ để xác định giá trị của quyền chọn. Tài sản cơ sở có thể là hàng hóa như cà phê, dầu hỏa, vàng,.., hay chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu hoặc ngoại tệ như EUR, CHF, CAD...
9	<b>Thời hạn của quyền chọn</b>	Thời hạn hiệu lực của quyền chọn. Quá thời hạn này quyền không còn giá trị.

Hợp đồng quyền chọn giao dịch trên tỉ giá hối đoái xuất hiện lần đầu tiên vào năm 1983 tại Sở giao dịch Chứng khoán Philadelphia. Trên thế giới hợp đồng quyền chọn mua được áp dụng cho rất nhiều các loại hàng hoá khác nhau trên những thị trường khác nhau nhưng trong phạm vi chương này chúng ta chỉ đề cập đến quyền chọn trên thị trường ngoại hối.

Quyền chọn trên thị trường ngoại hối có hai hình thức khác nhau: quyền chọn mua (Call Option) và quyền chọn bán (Put Option). Quyền chọn mua là kiểu hợp đồng quyền chọn mà cho phép người mua nó có quyền, nhưng không bắt buộc, được mua một số lượng ngoại tệ ở một mức giá và trong thời hạn được xác định trước. Quyền chọn bán là kiểu hợp đồng quyền chọn mà cho phép người mua nó có quyền, nhưng không bắt buộc, được bán một số lượng ngoại tệ ở một mức giá và trong thời hạn được xác định trước.



**THƯ VIỆN  
HUBT**  
314

Có hai loại hợp đồng quyền chọn phổ biến trên thế giới: hợp đồng quyền chọn theo kiểu Mỹ cho phép người mua nó có quyền thực hiện hợp đồng ở bất kỳ thời điểm nào trước khi hợp đồng hết hạn. Hợp đồng quyền chọn theo kiểu châu Âu chỉ cho phép người mua thực hiện hợp đồng khi hợp đồng đến hạn.

Vì đáp ứng được khá nhiều nhu cầu của thị trường nên hiện nay thị trường quyền chọn là một trong những phân khúc thị trường có tốc độ phát triển nhanh nhất trên thị trường hối đoái toàn cầu và nó chiếm khoảng chừng 7% doanh số giao dịch hàng ngày. Trong số các nhu cầu của thị trường, đặc biệt phải kể đến nhu cầu kinh doanh dựa trên việc giao dịch các hợp đồng quyền chọn khi có những đánh giá về chiều hướng biến động tỉ giá trong tương lai. Chúng ta tiến hành xem xét ví dụ sau:

**Ví dụ:** Một nhà kinh doanh nắm giữ một quyền chọn mua 100.000 EUR thanh toán bằng USD tại mức tỉ giá thực hiện là  $E(\text{EUR/USD}) = 1,2350$ . Với các trường hợp tỉ giá giao ngay EUR/USD trên thị trường vào ngày quyền chọn đáo hạn là 1,2650; 1,2700 và 1,2270 thì chúng ta tiến hành xem xét nhà kinh doanh sẽ có lợi lỗ bao nhiêu, với đặc điểm đây là quyền chọn kiểu châu Âu.

• Tỉ giá giao ngay trên thị trường là  $S(\text{EUR/USD}) = 1,2650 > E(\text{EUR/USD}) = 1,2350$ , nhà kinh doanh sẽ thực hiện quyền chọn mua tức mua 100.000 EUR theo giá  $E(\text{EUR/USD}) = 1,2350$ . Sau đó nhà kinh doanh có thể bán lại trên thị trường với tỉ giá giao ngay  $S(\text{EUR/USD}) = 1,2650$ . Như vậy, nhà kinh doanh sẽ thu được khoản thu nhập gộp (chưa tính phí) là:

$$(1,2650 - 1,2350) \times 100.000 = 3.000 \text{ USD}$$

• Tỉ giá giao ngay trên thị trường là  $S(\text{EUR/USD}) = 1,2700 > E(\text{EUR/USD}) = 1,2350$  và tiến hành lập luận tương tự, nhà kinh doanh sẽ có khoản thu nhập gộp:

$$(1,2700 - 1,2350) \times 100.000 = 3.500 \text{ USD}$$

• Tỉ giá giao ngay trên thị trường là  $S(\text{EUR/USD}) = 1,2270 < E(\text{EUR/USD}) = 1,2350$ , nhà kinh doanh sẽ không thực hiện quyền chọn mua mà sẽ mua 100.000 EUR theo giá  $S(\text{EUR/USD}) = 1,2270$  thấp hơn và có lợi hơn. Như vậy nhà kinh doanh có thu nhập gộp bằng 0 và bị lỗ khoản phí mua quyền chọn:

## TÓM TẮT CHƯƠNG 5

- Trên góc độ tiếp cận của chương, thị trường ngoại hối được hiểu là thị trường thực hiện các giao dịch mua bán, trao đổi các loại ngoại tệ và các hoạt động kinh doanh có liên quan đến ngoại tệ. Thị trường này nổi bật với các đặc điểm: mang tính chất quốc tế; hoạt động liên tục không ngừng; cạnh tranh hoàn hảo và luôn mang tính hiệu quả. Thông qua thị trường ngoại hối, hoạt động thương mại quốc tế có điều kiện phát triển, quá trình luân chuyển vốn đầu tư và vốn tín dụng xuyên biên giới diễn ra thuận lợi và các ngân hàng trung ương ở các quốc gia có thêm công cụ để tổ chức điều hành chính sách tiền tệ quốc gia.
- Căn cứ vào các tiêu chí khác nhau mà thị trường ngoại hối có các cách phân loại khác nhau, nhìn chung với các chủ thể tham gia thường xuyên trên thị trường bao gồm: nhóm khách hàng mua bán lẻ, các ngân hàng thương mại, các nhà môi giới ngoại hối, các ngân hàng trung ương. Các chủ thể với các động cơ khác nhau triển khai giao dịch với đa dạng mục đích, trong đó ngân hàng thương mại là thành phần quan trọng nhất, có vai trò trụ cột trong hoạt động của thị trường ngoại hối.
- Chương này cũng đã trình bày chi tiết về tỉ giá hối đoái ở các góc độ cơ bản nhất liên quan đến cách thức phân loại các loại tỉ giá trên thị trường, cách niêm yết tỉ giá và đặc biệt là phương pháp xác định tỉ giá chéo đã được hướng dẫn cụ thể. Việc xác định tỉ giá chéo có rất nhiều ứng dụng quan trọng trong thực tế.
- Tỉ giá hối đoái chịu sự tác động của nhiều nhân tố, trong đó phân thành hai nhóm là nhóm nhân tố trực tiếp và nhóm nhân tố gián tiếp. Theo đó, nhân tố trực tiếp chính là cung - cầu ngoại tệ trên thị trường, còn nhóm gián tiếp sẽ bao gồm các nhân tố như: tỉ lệ lạm phát dự tính, lãi suất, cán cân thanh toán, tình hình kinh tế, tâm lý người dân... tác động lên cung - cầu ngoại tệ và qua đó làm tỉ giá biến động.
- Các nghiệp vụ giao dịch ngoại hối quan trọng nhất trên thị trường, bao gồm: giao dịch giao ngay, giao dịch kỳ hạn, giao dịch hoán đổi, giao dịch



quyền chọn và giao dịch tương lai đã được trình bày chi tiết ở mục 5.4, với cách tiếp cận chung về đặc điểm, cách thức thực hiện và ứng dụng trong thực tế. Các tính toán chi tiết liên quan từng loại nghiệp vụ cũng đã được đề cập chi tiết trong phần này.

## **CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP**

1. Khái niệm thị trường ngoại hối. Những đặc điểm riêng biệt của thị trường ngoại hối là gì? Thị trường ngoại hối có vai trò như thế nào trong nền kinh tế thị trường?

2. Tỷ giá hối đoái là gì? Trình bày các phương pháp biểu hiện tỷ giá?

3. Phân tích các yếu tố tác động đến tỷ giá?

4. Thế nào là giao dịch giao ngay (Spot), giao dịch kỳ hạn (forward), giao dịch hoán đổi (swap), giao dịch giao sau (future), giao dịch quyền chọn (option). Sự khác biệt cơ bản giữa chúng?

5. Công ty A xuất khẩu thu được 100.000 SGD cần bán lấy JPY. Biết rằng:

✓  $USD/SGD = 1,3434 - 1,3147$

✓  $USD/JPY = 118,44 - 116,25$

a. Công ty A thu được bao nhiêu JPY?

b. Công ty A cần bao nhiêu JPY để mua 100.000 SGD

6. Tỷ giá giao ngay được yết tại ngân hàng như sau:

✓  $EUR/USD: 1,1553 - 1,1665$

✓  $USD/VND: 21.310 - 21.370$

✓  $USD/HKD: 7,8458 - 7,7088$

a. Ngân hàng sẽ áp dụng tỷ giá nào khi khách hàng bán EUR mua VND?

b. Ngân hàng sẽ áp dụng tỷ giá nào khi khách hàng mua HKD bán USD?



THƯ VIỆN  
HUBT

317

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## CHƯƠNG 6

# THỊ TRƯỜNG CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH

*Mục tiêu của chương này truyền tải những nội dung cơ bản về công cụ phái sinh và thị trường các công cụ phái sinh. Thông qua chương này, người đọc có thể hiểu được ý nghĩa và thấy rõ những tính chất cơ bản của công cụ phái sinh và vai trò của thị trường công cụ phái sinh. Biết được cách thức phân loại các công cụ phái sinh theo những tiêu thức nhất định và nắm được nội dung, khả năng ứng dụng của từng công cụ. Từ đó người đọc có thể thực hiện được những tính toán cần thiết liên quan đến thực hành. Bên cạnh đó sau khi đọc xong chương này người đọc cũng sẽ hiểu được quá trình tạo lập và tiến hành giao dịch các công cụ phái sinh trên thị trường diễn ra như thế nào.*

### 6.1 KHÁI NIỆM VÀ VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG CÔNG CỤ PHÁI SINH

#### 6.1.1 Khái niệm

Công cụ phái sinh là công cụ tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào một tài sản cơ sở đã được phát hành trước đó. Thông thường công cụ phái sinh là một hợp đồng giữa hai bên nhằm trao đổi một số lượng chuẩn tài sản thực hay tài sản tài chính theo giá xác định trước vào một ngày ấn định trước trong tương lai. Tài sản cơ sở có thể là hàng hóa, ngoại tệ, chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán. Nếu giá trị của tài sản cơ sở trong hợp đồng thay đổi thì giá trị của công cụ phái sinh cũng thay đổi.

Lịch sử thị trường công cụ phái sinh ghi nhận các làn sóng phát triển và suy thoái nối tiếp nhau. Trong 120 năm đầu tiên, Sở giao dịch tương lai (nơi giao dịch các hợp đồng tương lai) chỉ giao dịch các hợp đồng hàng hóa như nông sản, kim loại. Làn sóng phái sinh đầu tiên được ghi nhận khi các hợp đồng tương lai ngoại tệ xuất hiện trên Thị trường Tiền tệ quốc tế (International



THƯ VIỆN  
HUBT  
318

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Moneytary Market - IMM - chi nhánh của Sở giao dịch hàng hóa Chicago), cũng là lúc các nền kinh tế chủ chốt của Châu Âu bắt đầu thả nổi tỉ giá vào năm 1971.

Làn sóng phái sinh thứ hai nổi lên là vào năm 1975, khi có sự xuất hiện các hợp đồng tương lai lãi suất. Vào thời gian đó lãi suất thường xuyên biến động và Quỹ dự trữ Liên bang Mỹ sau đó đã thay đổi mục tiêu điều chỉnh từ lãi suất sang dự trữ bắt buộc, các định chế tài chính rất lo lắng khi lãi suất biến động không ngừng. Sở giao dịch Chicago (Chicago Board of Trade - CBT) đã đưa ra thị trường một loạt các hợp đồng tương lai lãi suất ngắn hạn và dài hạn, sau đó tiếp tục đưa ra các hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu và quyền chọn vào những năm 1980. Từ những ngày đó, thành phần chủ yếu tham gia thị trường công cụ phái sinh chính là các định chế tài chính để phòng hộ hoặc kiếm lời.

Làn sóng thứ ba diễn ra vào những năm 1990 với tín dụng phái sinh (tín dụng kỳ hạn, tín dụng hoán đổi, quyền chọn rủi ro tín dụng). Ví dụ một tín dụng kỳ hạn là một hợp đồng kỳ hạn giúp phòng ngừa rủi ro thanh toán của một khoản vay tăng lên (khi độ tín nhiệm của người vay giảm xuống) trong khi lãi suất cho vay đã được ấn định trước đó. Loại công cụ phái sinh này trở nên hữu dụng trong việc quản lý rủi ro tín dụng trên các thị trường mới nổi và rủi ro danh mục tín dụng nói chung.

Có thể nói, mặc dù thị trường công cụ phái sinh đã tồn tại cách đây hàng thế kỉ nhưng chỉ thực sự phát triển vào những năm 1970, 1980 và 1990. Trong các thị trường tài chính thì thị trường công cụ phái sinh là thị trường ra đời sau cùng. Trước đây các sở giao dịch truyền thống như CME (Chicago Mercantile Exchange) và CBT (Chicago Board of Trade) chỉ sử dụng phương pháp hô giá, nghĩa là sử dụng tay ra hiệu và hô lên để giao dịch. Đầu những năm 2000, hệ thống giao dịch điện tử được áp dụng trên các sở giao dịch CBT, CME và Eurex - Sở giao dịch phái sinh lớn nhất thế giới.

### **6.1.2 Vai trò của thị trường công cụ phái sinh**

Mặc dù ra đời sau các loại thị trường tài chính, nhưng thị trường công cụ phái sinh đã thể hiện rõ vai trò quan trọng đối với thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung.





• **Thị trường phái sinh giúp quản lý rủi ro**

Thị trường phái sinh giúp chuyển rủi ro từ những người đang gặp rủi ro và ngại rủi ro sang những người chấp nhận rủi ro. Vì giá cả công cụ phái sinh chịu ảnh hưởng của thị giá trao ngay của tài sản cơ sở nên chúng có thể được dùng để tăng hoặc giảm rủi ro của việc nắm giữ các tài sản cơ sở ấy. Những người tham gia thị trường phái sinh nhằm mục đích giảm thiểu rủi ro, được gọi là người phòng hộ. Những người tham gia nhằm mục đích tăng lợi nhuận chấp nhận rủi ro thì được gọi là người đầu cơ.

**Ví dụ:** mua một tài sản nào đó ở giá trao ngay, ngay sau đó viết một hợp đồng tương lai hoặc quyền chọn mua (các loại hợp đồng kiểu này sẽ được tìm hiểu ở phần sau) nhằm giảm rủi ro của nhà đầu tư. Nếu giá tài sản giảm, giá của hợp đồng tương lai hoặc quyền chọn sẽ giảm. Nhà đầu tư có thể mua lại hợp đồng với giá thấp hơn, khoảng chênh lệch bán mua sẽ bù đắp phần nào cho khoản lỗ khi giữ hàng hóa này. Các giao dịch này được gọi là phòng hộ. Nông dân phòng hộ rủi ro giá nông sản rớt trước khi họ thu hoạch và đem đi bán. Ngân hàng phòng hộ rủi ro khi lãi suất huy động ngắn hạn tăng làm giảm lợi nhuận mà ngân hàng thu được trên các khoản cho vay cố định và chứng khoán đầu tư. Nhà sản xuất điện phòng hộ rủi ro khi thời tiết thay đổi bất thường. Quỹ hưu trí phòng hộ rủi ro khi giá trị danh mục đầu tư giảm mạnh.

Nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư có thái độ khác nhau về rủi ro. Người này chịu được rủi ro cao, người kia lại chịu rủi ro thấp. Thị trường công cụ phái sinh cho phép nhà đầu tư muốn giảm rủi ro có thể chuyển rủi ro cho nhà đầu tư chấp nhận gia tăng rủi ro. Chúng ta gọi họ là nhà đầu cơ. Bởi vì các thị trường này phân bổ rủi ro giữa các nhà đầu tư rất hiệu quả nên không cần phải quá lo lắng về rủi ro. Kết quả là nhà đầu tư sẽ tự tin hơn khi tham gia thị trường và muốn bỏ thêm vốn vào thị trường tài chính, doanh nghiệp sẽ có thêm vốn kinh doanh.

Mặt trái của phòng hộ là đầu cơ. Trừ phi người phòng hộ có thể tìm được người phòng hộ khác có nhu cầu ngược lại, thì rủi ro của người phòng hộ sẽ được “tiêu hóa” bởi người đầu cơ. Thị trường phái sinh cung cấp các biện pháp thay thế hiệu quả cho đầu cơ. Thay vì giao dịch các tài sản cơ sở, một



nhà đầu tư có thể giao dịch các công cụ phái sinh. Nhiều nhà đầu tư thích đầu cơ vào các công cụ phái sinh hơn là các tài sản cơ sở. Nhờ vậy người phòng hộ có thể giao dịch dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn.

• **Thị trường phái sinh cung cấp các chỉ báo giá**

Giá cả trong các thị trường phái sinh tập trung phản ánh kỳ vọng của các thành viên tham gia thị trường về tương lai và dẫn dắt giá của tài sản cơ sở đến mức giá tương lai đó. Điển hình như các hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai cung cấp thông tin quan trọng về giá cả, là cơ sở để hình thành giá trao ngay của hàng hóa/chứng khoán. Giá này không chỉ quan trọng đối với người mua người bán mà còn quan trọng đối với người sản xuất, người tiêu dùng trên các thị trường khác ở những địa điểm khác, và hữu ích cho tất cả các tài sản khác bị ảnh hưởng bởi giá cả, lãi suất, tỉ giá... Đặc biệt khi thị trường các tài sản cơ sở lớn và rời rạc, giá không thống nhất, chất lượng không đồng đều thì giá cả trên sở giao dịch hợp đồng tương lai là cơ sở quan trọng để ấn định giá trao ngay của tài sản đó. Giá trong hợp đồng tương lai sắp sửa đáo hạn thường được xem là giá trao ngay.

Giá cả trong hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai cũng chứa đựng kỳ vọng của nhà đầu tư về tương lai của giá trao ngay. Tuy nhiên, lưu ý rằng kỳ vọng này có thể thay đổi. Thị trường phái sinh không cung cấp trực tiếp dự báo về tương lai của giá trao ngay mà chỉ cung cấp các thông tin hữu ích về biến động giá hay rủi ro của tài sản cơ sở.

• **Thị trường phái sinh tạo điều kiện thuận lợi trong điều hành**

*Thứ nhất*, thị trường phái sinh có chi phí giao dịch thấp hơn thị trường trao ngay. Do đó các nhà giao dịch sẽ thấy bị thu hút và dễ giao dịch trên thị trường này thay vì thị trường trao ngay, hoặc hỗ trợ thêm cho hoạt động trên thị trường trao ngay.

*Thứ hai*, thị trường công cụ phái sinh thường có thanh khoản cao hơn thị trường trao ngay. Dễ thấy, mặc dù chứng khoán của đa số các công ty có thanh khoản trên thị trường trao ngay nhưng cũng khó có các giao dịch lớn trị giá hàng triệu đô la mà không ảnh hưởng đến giá. Trong một vài trường hợp, một nhà đầu tư có thể đạt được cùng mức lợi nhuận và rủi ro kỳ vọng



bằng cách sử dụng thị trường phái sinh. Tính thanh khoản cao của thị trường có được là nhờ khả năng sử dụng đòn bẩy cao của thị trường này, người tham gia chỉ cần một số tiền nhỏ đã có thể tham gia thị trường. Thêm vào đó, rủi ro và lợi nhuận được điều chỉnh cho bất kỳ mức độ mong muốn nào. Do đó thị trường phái sinh có thể “tiêu hóa” các giao dịch giá trị lớn.

*Thứ ba*, thị trường phái sinh cho phép nhà đầu tư bán khống dễ dàng. Trong khi đó các thị trường trao ngay thường áp đặt các giới hạn giao dịch hoặc không khuyến khích bán khống. Kết quả là nhiều nhà đầu tư bán khống trong thị trường phái sinh thay vì bán khống các tài sản cơ sở.

- **Thị trường phái sinh giúp làm tăng tính hiệu quả thị trường**

Thị trường trao ngay có thể trở nên hiệu quả ngay cả khi không có thị trường phái sinh. Tuy nhiên, cũng tồn tại các cơ hội kinh doanh chênh lệch giá ngay cả trong các thị trường vốn được xem là hiệu quả. Sự tồn tại các cơ hội nghĩa là giá của một số tài sản tạm thời lệch so với giá mà đáng lẽ nó phải có. Nhà đầu tư có thể có một suất sinh lời vượt khỏi mức trung bình của thị trường với một mức độ rủi ro nhất định.

Như đã nói ở trên, có một mối liên kết quan trọng giữa giá phái sinh và giá trao ngay. Sự nói lỏng và chi phí giao dịch thấp trên thị trường này tạo điều kiện cho các hoạt động kinh doanh chênh lệch giá và điều chỉnh giá nhanh chóng sẽ triệt tiêu các cơ hội này. Xã hội sẽ có lợi vì giá của tài sản cơ sở phản ánh chính xác hơn giá trị thật của nền kinh tế.

## 6.2 CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH PHÂN LOẠI THEO ĐẶC ĐIỂM

### 6.2.1 Hợp đồng kỳ hạn

#### 6.2.1.1 Khái niệm

Hợp đồng kỳ hạn (Forward Contract) là hợp đồng giữa bên mua và bên bán ở thời điểm hiện tại nhằm mua bán một loại tài sản xác định vào thời điểm trong tương lai. Các chi tiết về tài sản và giá cả trong hợp đồng vào ngày đáo hạn được ấn định ở thời điểm hiện tại. Giá của hợp đồng kỳ hạn là cố định trong suốt kỳ hạn hợp đồng.



## Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

Người ta tham gia hợp đồng kỳ hạn vì không chắc chắn mức giá trao ngay trong tương lai của tài sản đó sẽ tăng hay giảm so với giá trao ngay ở thời điểm hiện tại. Do đó họ sẵn sàng trả một mức phí cho một định chế tài chính để có một hợp đồng kỳ hạn, giúp họ phòng hộ rủi ro nếu giá trong tương lai gây bất lợi cho họ bằng cách đảm bảo mức giá trong tương lai ở ngày hôm nay.

**Ví dụ:** Một hợp đồng kỳ hạn 3 tháng trên trái phiếu 10 năm mệnh giá 100 USD, người mua và người bán thỏa thuận với nhau về giá (98 USD/trái phiếu) và số lượng trái phiếu ngay tại thời điểm hiện tại, nhưng việc chuyển trái phiếu nhận tiền chưa diễn ra. Ba tháng sau, người bán sẽ chuyển trái phiếu trên cho người mua và nhận 98 USD/trái phiếu, bất kể giá trái phiếu trên thị trường lúc đó là bao nhiêu.

### 6.2.1.2 Đặc điểm

Hợp đồng kỳ hạn được thiết lập với các điều khoản phù hợp với nhu cầu của hai bên tham gia giao dịch. Giả sử một doanh nghiệp muốn đảm bảo giá khi mua 400 tấn gạo, chúng ta sẽ biết sau đây rằng thị trường tương lai chỉ cho phép giao dịch trên một số tài sản nhất định với các ngày đáo hạn nhất định. Doanh nghiệp có thể gặp một số khó khăn như không có hợp đồng tương lai gạo; hoặc không có ngày đáo hạn phù hợp với kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp; hoặc người bán hợp đồng có thể giao bất cứ loại gạo nào ở một vài địa điểm khác nhau... Doanh nghiệp sẽ thích có một hợp đồng riêng hơn với các điều khoản phù hợp với nhu cầu của mình. Tương tự như vậy đối với các hợp đồng tài chính, một nhà quản lý danh mục đầu tư có thể muốn cố định thị giá của danh mục của mình vào một ngày ấn định. Nếu thị trường tương lai không có loại hợp đồng đó, nhà quản lý phải tìm đến thị trường kỳ hạn.

Thị trường kỳ hạn cũng có ưu điểm nữa là nó riêng tư vì công chúng không biết các giao dịch thực hiện trong đó. Điều này giúp ngăn cản những nhà giao dịch khác diễn dịch quy mô của nhiều giao dịch khác nhau thành những thông tin sai lệch.

Thị trường kỳ hạn cũng không có sự quản lý của chính phủ, hầu hết các chính phủ xem các hợp đồng đó là riêng tư. Điều này giúp cho những người tham gia thêm sự linh hoạt, tiết kiệm tiền bạc và cho phép thị trường phản



THƯ VIỆN  
HUBT

323

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

ứng nhanh nhạy trước sự thay đổi nhu cầu và hoàn cảnh bằng cách phát triển nhiều hợp đồng lẻ.

## 6.2.2 Hợp đồng tương lai

### 6.2.2.1 Khái niệm

Hợp đồng tương lai (Future Contract) là hợp đồng giữa bên mua và bên bán ở thời điểm hiện tại nhằm mua bán một loại tài sản theo chuẩn vào thời điểm trong tương lai tại giá cả được xác định vào ngày hôm nay. Mỗi hợp đồng có ngày đáo hạn theo chuẩn và giao dịch diễn ra ở thị trường tập trung.

### 6.2.2.2 Đặc điểm

Nhìn qua thì hợp đồng tương lai rất giống hợp đồng kỳ hạn, song giữa chúng có vài sự khác biệt. Điểm khác biệt đầu tiên là hợp đồng kỳ hạn có rủi ro vỡ nợ của đối tác, còn đối với hợp đồng tương lai thì rủi ro này được giảm thiểu đáng kể nhờ có sở giao dịch tương lai bảo đảm việc thực thi nghĩa vụ mua/bán cho các bên. Một điểm khác biệt nữa đó là giá của hợp đồng kỳ hạn thì cố định trong suốt thời hạn hợp đồng, còn hợp đồng tương lai thì giá cả thay đổi hàng ngày phản ánh tình trạng hiện tại của tài sản cơ sở.

Có hai hình thức thanh lý hợp đồng tương lai: thanh toán tiền mặt và thanh toán tài sản. Chuyển giao tài sản nghĩa là nói đến việc chuyển giao tài sản từ người bán sang người mua. Ví dụ đối với hợp đồng tương lai cổ phiếu thì khi đáo hạn, người bán hợp đồng sẽ chuyển cổ phiếu cho người mua hợp đồng. Đối với hình thức chuyển giao tiền mặt thì không có sự chuyển giao thực tài sản giữa người bán sang người mua mà chỉ có chuyển giao tiền, số tiền này là sự chênh lệch giữa giá ban đầu của tài sản cơ sở so với giá của nó vào ngày đáo hạn hợp đồng.

Khác với hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai được chuẩn hóa. Quy mô của hợp đồng tương lai là số lượng tài sản cơ sở trên một hợp đồng tương lai và nó được ấn định bởi sở giao dịch. Ví dụ đối với hợp đồng tương lai cổ phiếu thì 100 hoặc 1.000 cổ phiếu trên 1 hợp đồng; Hợp đồng tương lai ngũ cốc là 5.000 gia/hợp đồng. Quy mô hợp đồng có tác động quan trọng đến quyết định giao dịch: nếu quá nhỏ thì sẽ tốn nhiều phí giao dịch, còn quá lớn thì có thể không khớp với nhu cầu giao dịch vì hợp đồng tương lai không thể chia nhỏ.



## Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

Sở giao dịch cũng ấn định hạng hợp đồng. Điều này đặc biệt áp dụng cho hợp đồng tương lai hàng hóa. Ví dụ như ngũ cốc có được phân hạng từ loại 1 đến loại 4 hay dầu thô cũng có nhiều loại. Rõ ràng rằng ngũ cốc loại 1 sẽ có giá khác với ngũ cốc loại 2. Do đó hợp đồng phải nêu rõ loại/hạng hàng hóa có thể chấp nhận được trong hợp đồng.

### • Các điều khoản giao hàng

Hợp đồng phải nêu rõ ngày hoặc những ngày giao hàng từ người bán sang người mua, quy trình giao nhận và loạt tháng đáo hạn. Đối với hàng hóa theo mùa vụ, sở giao dịch sẽ ấn định tháng đáo hạn phù hợp với tháng thu hoạch. Đối với hàng hóa không theo mùa vụ như là hợp đồng tương lai tài chính, sở giao dịch theo một loạt tháng đáo hạn như tháng 3, 6, 9 và tháng 12. Tuy nhiên cũng có một vài ngoại lệ.

Khi tháng đáo hạn được xác định, sở giao dịch sẽ quyết định ngày giao dịch cuối cùng, thường là vào thứ sáu của tuần thứ ba của tháng đáo hạn (cho hợp đồng tương lai các công cụ tài chính) hay ngày giao dịch liền trước ngày giao dịch cuối cùng của tháng đó (cho hợp đồng tương lai hàng hóa).

**Bảng 6.1: Hoạt động của thị trường tương lai giai đoạn 1992 - 2003**

	1992	1995	2000	2003
Số lượng hợp đồng lưu hành bình quân tháng (ngàn đơn vị):				
Các công cụ tài chính	2.037,8	3.749,8	5.454,9	9.117,1
Tiền tệ	385,5	299,2	402,7	499,0
Số lượng hợp đồng giao dịch (triệu đơn vị):				
Các công cụ tài chính	148,2	259,0	297,0	760,3
Tiền tệ	38,7	24,3	20,0	30,0
Số lượng hợp đồng đáo hạn (ngàn đơn vị):				
Các công cụ tài chính	965,4	1.939,9	3.151,5	7.115,8
Tiền tệ	503,1	521,5	722,3	682,1

(Nguồn: Commodity Futures Trading Commission [www.cftc.gov](http://www.cftc.gov))



• **Giới hạn dao động giá và ngưng giao dịch**

Giới hạn dao động giá trong ngày là cơ chế an toàn giúp ngưng việc giao dịch các hợp đồng tương lai cho tới ngày giao dịch tiếp theo khi giá đã chạm đến mức giới hạn. Giới hạn dao động giá là khác nhau tùy vào sở giao dịch. Cũng có những hợp đồng tương lai mà không có giới hạn dao động giá trong ngày như hầu hết các hợp đồng tương lai ngoại hối.

Một số hợp đồng tương lai đặc biệt là hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu có cơ chế ngưng giao dịch. Khi giá tăng quá nhanh, giao dịch sẽ bị ngưng lại trong một khoảng thời gian xác định.

Sở giao dịch cũng chỉ rõ rằng các thành viên phải đáp ứng được trách nhiệm tài chính tối thiểu. Trong một vài hợp đồng, sở giao dịch thiết lập các giới hạn mua bán nhằm hạn chế số lượng hợp đồng mà một nhà giao dịch cá nhân có thể nắm giữ. Sở giao dịch cũng đưa ra các luật lệ quản lý các hoạt động trên sàn giao dịch và duy trì một bộ phận có trách nhiệm giám sát giao dịch để xác định xem có ai đó đang lũng đoạn thị trường không. Trong một vài trường hợp đặc biệt sở giao dịch có thể tạm hoãn giao dịch nếu một số sự kiện bất thường xảy ra.

**6.2.3 Hợp đồng quyền chọn**

**6.2.3.1 Khái niệm**

Thị trường hợp đồng quyền chọn (Options) (sau đây gọi tắt là thị trường quyền chọn) bắt nguồn từ thế kỉ thứ 19 với các quyền chọn bán và quyền chọn mua cổ phiếu. Sau đó vào đầu những năm 1900, một nhóm công ty tự gọi là Put and Call Brokers và Dealer Association đã tạo ra thị trường quyền chọn. Nếu ai đó muốn mua một quyền chọn thì một thành viên của hiệp hội sẽ tìm người muốn bán nó, nếu không tìm được ai muốn bán thì chính thành viên đó sẽ là người bán. Do đó một thành viên vừa là nhà môi giới - kết nối kẻ bán người mua lại với nhau, vừa là nhà buôn - trực tiếp mua bán quyền chọn.

Năm 1973, một cuộc “cách mạng” đã diễn ra trong thế giới quyền chọn. Sở giao dịch Chicago - Sở giao dịch hợp đồng tương lai hàng hóa lâu đời nhất





và lớn nhất đã tổ chức một thị trường dành riêng cho hợp đồng quyền chọn cổ phiếu. Thị trường này được đặt tên là Chicago Board Options Exchange (CBOE - Sở quyền chọn Chicago). Quyền chọn mua được giao dịch lần đầu vào ngày 26 tháng 4 năm 1973, sau đó vào tháng 7 năm 1977, quyền chọn bán được đưa vào giao dịch.

Kể từ đó, một vài sở giao dịch chứng khoán và hầu hết các sở giao dịch tương lai bắt đầu đưa hợp đồng quyền chọn vào giao dịch. Nhờ vào sự quan tâm của công chúng, thị trường quyền chọn đã phát triển mạnh mẽ cho tới khi thị trường chứng khoán sụp đổ năm 1987. Thị trường quyền chọn chỉ hồi phục vào năm 1997. Vào năm 2004, tổng khối lượng hợp đồng quyền chọn đã lần đầu tiên vượt qua con số 1 tỉ đơn vị.

**Bảng 6.2: Hoạt động của thị trường quyền chọn (1992 - 2003)**

Đơn vị: 1.000 đơn vị

	1992	1995	2000	2003
Số lượng hợp đồng quyền chọn lưu hành bình quân tháng	1.585,8	3.285,4	4.007,5	12.857,4
Số lượng hợp đồng được giao dịch	39.928,1	65.502,6	64.695,8	173.915,2

(Nguồn: Commodity Futures Trading Commission [www.cftc.gov](http://www.cftc.gov))

Một hợp đồng quyền chọn (sau đây gọi tắt là quyền chọn) là một hợp đồng giữa người mua và người bán. Trong đó, người mua (hay còn gọi là người nắm giữ) là người có quyền, chứ không phải là nghĩa vụ, mua hoặc bán một tài sản nào đó và phải trả tiền để có được quyền mua hoặc quyền bán ấy. Người bán (còn gọi là người viết), nhận tiền và phải mua (khi người mua quyền thực hiện bán) hoặc phải bán (khi người mua quyền thực hiện mua) tài sản đó.

Bảng 6.3 dưới đây cho ta ví dụ cụ thể về quyền chọn mua và quyền chọn bán cổ phiếu của công ty Microsoft (mã cổ phiếu MSFT).





Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

**Bảng 6.3: Các hợp đồng quyền chọn cổ phiếu của công ty Microsoft**

MICROSOFT

Giá cổ phiếu cơ sở: 29,37 USD

Đáo hạn	Giá thực hiện	Quyền chọn mua			Quyền chọn bán		
		Giá đóng cửa	Khối lượng giao dịch	Khối lượng đang lưu hành	Giá đóng cửa	Khối lượng giao dịch	Khối lượng đang lưu hành
Tháng 7	22,5	7,1	56	437	0,18	1	16.816
Tháng 3	24	5.3	21	876	...	...	744
Tháng 4	24	5.5	35	2.661	0,04	1	11.227
Tháng 7	24	...	...	417	0.27	50	1.340
Tháng 10	24	...	...	16	0.63	28	2.592
Tháng 3	25	4,25	140	861	...	...	3.762
Tháng 4	25	4,45	3	21.642	0,04	77	19.620
<b>Tháng 7</b>	<b>25</b>	<b>4,75</b>	<b>15</b>	<b>2.289</b>	<b>0,37</b>	<b>92</b>	<b>49.685</b>
Tháng 10	25	...	...	123	0,8	35	592
Tháng 3	26	3,25	70	1.941	...	...	9.966
Tháng 4	26	3.35	72	8.760	0,08	37	19.534
Tháng 7	26	3,75	7	1.676	0,53	6	18.711
Tháng 10	26	...	...	111	0,98	45	1.008
Tháng 3	27	2,38	877	8.130	0,01	157	24.469
Tháng 4	27	2,53	12.613	54.735	0,12	717	20.736

\* Underlying stock price represents listed exchange price only. It may not match the composite closing price.

Giá đóng cửa vào ngày 16/03/2010

Nguồn: The Wall Street Journal, 16/03/2010.



6.2.3.2 Đặc điểm hợp đồng quyền chọn

• Giá thực hiện của quyền chọn

Giá thực hiện của quyền chọn là giá mà tại đó người mua hợp đồng được quyền mua (hoặc bán) tài sản cơ sở, và là giá mà tại đó người bán hợp đồng bắt buộc phải bán (hoặc mua) tài sản đó. Ví dụ ở Bảng 6.3, một quyền chọn mua tại mức giá thực hiện là 25 USD cho bạn quyền mua cổ phiếu MSFT tại mức giá 25 USD vào bất cứ lúc nào trước ngày đáo hạn hợp đồng dù cho lúc đó thị giá cổ phiếu MSFT có là bao nhiêu đi chăng nữa.

Có nhiều mức giá thực hiện trên quyền chọn đối với một tài sản cơ sở. Tiếp tục lấy ví dụ của MSFT, các quyền lựa chọn cổ phiếu MSFT sẵn có với giá thực hiện từ 22,5 USD đến 27 USD. Ta thấy đa số các mức giá thực hiện cách đều nhau một khoảng là 1 USD. Có 4 bước giá thực hiện thông thường: 1 USD; 2,5 USD; 5 USD và 10 USD. Bước 1 USD được sử dụng cho các cổ phiếu có tính thanh khoản cao, giá thường dưới 50 USD; khoảng 2,5 USD hoặc 5 USD được sử dụng cho cổ phiếu có giá từ 50 USD đến 150 USD; và khoảng 10 USD được sử dụng cho các cổ phiếu giá cao trên 200 USD. Hiện không có tiêu chuẩn nghiêm ngặt nào về bước giá thực hiện, các sở giao dịch thường xuyên xem lại và quyết định bước giá thực hiện cho mỗi quyền chọn để có chính sách điều chỉnh thích hợp với nhu cầu giao dịch. Ví dụ nếu giá cổ phiếu MSFT tăng trung bình mỗi ngày giao dịch là 10 USD thì có nghĩa lý gì nếu ấn định khoảng cách giá thực hiện là 1 USD? Khoảng cách giá thực hiện của quyền chọn phải phù hợp với nhu cầu giao dịch. Mỗi giá thực hiện phải phản ánh mức giá mà tài sản cơ sở được kỳ vọng là sẽ đạt được trong ngắn hạn để đáp ứng những nhu cầu đầu tư khác nhau, những kỳ vọng khác nhau của nhà đầu tư. Điều này giúp tạo nên những quyền chọn theo nhu cầu thực tế hơn là những quyền chọn mà chẳng ai cần chúng. Hơn nữa, tính thanh khoản của các quyền chọn cũng tăng lên trong khi vẫn duy trì hay đẩy mạnh hơn nữa những ưu điểm chiến thuật của các quyền chọn tại mỗi mức giá thực hiện.

• **Kiểu quyền chọn**

Có 2 kiểu quyền chọn, kiểu Châu Âu và kiểu Mỹ. Tên của các kiểu này không liên quan gì đến nơi giao dịch của quyền chọn vì hầu hết các sở giao dịch quyền chọn kiểu Mỹ đặt ở Châu Âu. Quyền chọn kiểu Châu Âu cho phép người sở hữu quyền chọn chỉ được thực hiện nó vào ngày đáo hạn hợp đồng, trong khi đó với quyền chọn kiểu Mỹ thì người sở hữu có thể thực hiện vào bất kì lúc nào họ muốn miễn là trước ngày đáo hạn. Sự linh động của quyền chọn kiểu Mỹ vừa làm cho quyền này đắt hơn quyền kiểu Châu Âu, vừa làm cho nó trở nên khó định giá trị hơn. Tất cả các sở giao dịch quyền chọn ở Mỹ đều giao dịch quyền chọn kiểu Mỹ.

• **Yêu cầu niêm yết**

Sở giao dịch quyền chọn quy định các loại tài sản được phép làm tài sản cơ sở trong các giao dịch quyền chọn. Đối với quyền chọn cổ phiếu thì các yêu cầu niêm yết của sở giao dịch cũng chỉ rõ các cổ phiếu nào là đủ tiêu chuẩn để làm cổ phiếu cơ sở. Trước kia thì chỉ có cổ phiếu của các công ty lớn mới đáp ứng được các tiêu chuẩn niêm yết, sau đó các tiêu chuẩn dần được nới lỏng và có thêm nhiều cổ phiếu của các công ty nhỏ cũng được đưa vào giao dịch quyền chọn. Sở giao dịch cũng đưa ra các quy định về “những điều kiện duy trì tối thiểu” mà một cổ phiếu phải đáp ứng để duy trì vị trí làm tài sản cơ sở. Những điều kiện này thoáng hơn so với những điều kiện ban đầu. Sở giao dịch cũng có quyền đưa ra những ngoại lệ và hủy những yêu cầu niêm yết.

Các quyền chọn có thể được niêm yết trên nhiều hơn 1 sở giao dịch. Các sở giao dịch quyền chọn sẽ quyết định quyền chọn trên tài sản nào sẽ được niêm yết trên sở giao dịch của nó.

• **Quy mô hợp đồng**

Sở giao dịch sẽ quy định cụ thể quy mô của tài sản cơ sở giao dịch trong hợp đồng quyền chọn. Ví dụ một quyền chọn cổ phiếu được niêm yết trên sở giao dịch quy định 100 cổ phiếu trên 1 hợp đồng. Do đó nếu một nhà đầu tư mua một quyền chọn mua thì họ có quyền mua 100 cổ phiếu. Khi công ty chia tách cổ phiếu hoặc trả cổ tức bằng cổ phiếu thì sẽ điều chỉnh lại số cổ



phiếu/hợp đồng sao cho phản ánh được sự thay đổi trong giá trị vốn hóa của công ty. Cụ thể, nếu một công ty chia 15% cổ tức bằng cổ phiếu, số cổ phiếu trên một hợp đồng sẽ tăng từ 100 lên 115. Giá thực hiện sẽ được điều chỉnh xuống bằng 0,8696 ( $1/1,15$ ) lần giá thực hiện trước đó. Nếu cổ phiếu được chia cổ tức hoặc tách làm tăng thêm 100 cổ phiếu hoặc bội số của 100 thì người sở hữu hợp đồng sẽ có thêm hợp đồng mới. Điển hình nếu tách cổ phiếu theo 2:1, với mỗi một hợp đồng đang sở hữu, người mua và người bán hợp đồng sẽ được ghi có thêm 1 hợp đồng nữa là 2 hợp đồng. Lưu ý là giá thực hiện sẽ giảm xuống còn  $\frac{1}{2}$  so với trước đó.

Đối với quyền chọn chỉ số và các tài sản cơ sở xác định khác thì sử dụng bội số. Ví dụ: một quyền chọn trên chỉ số S&P 100 có bội số là 100, nghĩa là một nhà đầu tư mua 1 hợp đồng thì hợp đồng được tính cho 100 lần của chỉ số S&P 100.

#### • Ngày đáo hạn hợp đồng

Ngày đáo hạn hợp đồng trên thị trường OTC được thiết lập phù hợp với nhu cầu của từng người mua, người bán trong hợp đồng. Còn trên sở giao dịch, quyền chọn được phân loại theo các chu kỳ đáo hạn như sau: (i) tháng Một, tháng Tư, tháng Bảy và tháng Mười; (ii) tháng Hai, tháng Năm, tháng Tám và tháng Mười Một; (iii) tháng Ba, tháng Sáu, tháng Chín và tháng Mười Hai. Các chu kỳ trên được gọi theo thứ tự là *Chu kỳ Tháng Một*, *Chu kỳ Tháng Hai*, và *Chu kỳ Tháng Ba*. Các tháng đáo hạn sẵn có là tháng hiện hành, tháng kế tiếp và 2 tháng kế tiếp trong *Chu kỳ Tháng Một*, *Chu kỳ Tháng Hai*, và *Chu kỳ Tháng Ba*. Ví dụ vào đầu tháng 6, cổ phiếu IBM được ấn định vào Chu kỳ Tháng Một, sẽ có các quyền chọn đáo hạn vào tháng 6 và tháng 7, cộng với 2 tháng kế tiếp trong Chu kỳ tháng Một là tháng Mười và tháng Một tiếp theo. Khi quyền chọn tháng Sáu đã đáo hạn, hợp đồng tháng Tám sẽ được thêm vào; Khi hợp đồng tháng Bảy đáo hạn, hợp đồng tháng Chín sẽ được thêm vào; Khi hợp đồng tháng Tám đáo hạn, hợp đồng tháng Tư sẽ được thêm vào.

Ngày đáo hạn là thứ Bảy tiếp theo của thứ Sáu lần thứ ba của tháng. Ngày giao dịch cuối cùng của quyền chọn là thứ Sáu lần thứ ba của tháng.



THƯ VIỆN  
HUBT

331

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

• **Giới hạn vị thế và giới hạn thực hiện**

Ở Mỹ, Sở giao dịch chứng khoán bắt buộc các Sở giao dịch quyền chọn phải đặt ra giới hạn vị thế (Position limits), nghĩa là số lượng quyền chọn tối đa mà một nhà đầu tư có thể mua bán trong cùng một xu thế tăng – giảm của thị trường.

Giới hạn thực hiện (exercise limits) thì tương tự như giới hạn vị thế, nghĩa là số lượng quyền chọn tối đa có thể thực hiện trong vòng năm ngày làm việc liên tiếp bởi bất kì một cá nhân hoặc nhóm cá nhân nào. Số lượng giới hạn thực hiện tương tự như giới hạn vị thế.

Mục đích của giới hạn vị thế và giới hạn thực hiện là nhằm ngăn ngừa một cá nhân hay nhóm cá nhân có tác động đáng kể lên thị trường. Mặc dù chưa có kết luận rõ ràng là các quy định trên có thật sự cần thiết hay không, nhưng chúng đã ngăn nhiều nhà đầu tư lớn sử dụng sở giao dịch quyền chọn, làm giảm thanh khoản. Các quy định này cũng ảnh hưởng đến sở giao dịch khi buộc các nhà đầu tư tổ chức phải sử dụng thị trường OTC.

6.2.3.3 Các loại hợp đồng quyền chọn

• **Quyền chọn mua (Call Option)**

Một quyền chọn mua cho người mua sở hữu quyền được mua một loại tài sản cơ sở ở một mức giá cố định (gọi là giá thực hiện) trong một khoảng thời gian xác định. Đổi lại, người mua quyền phải trả ngay cho người bán quyền một khoản tiền gọi là phí quyền chọn. Người bán quyền có nghĩa vụ phải bán tài sản khi người mua thực hiện quyền (nghĩa là mua tài sản).

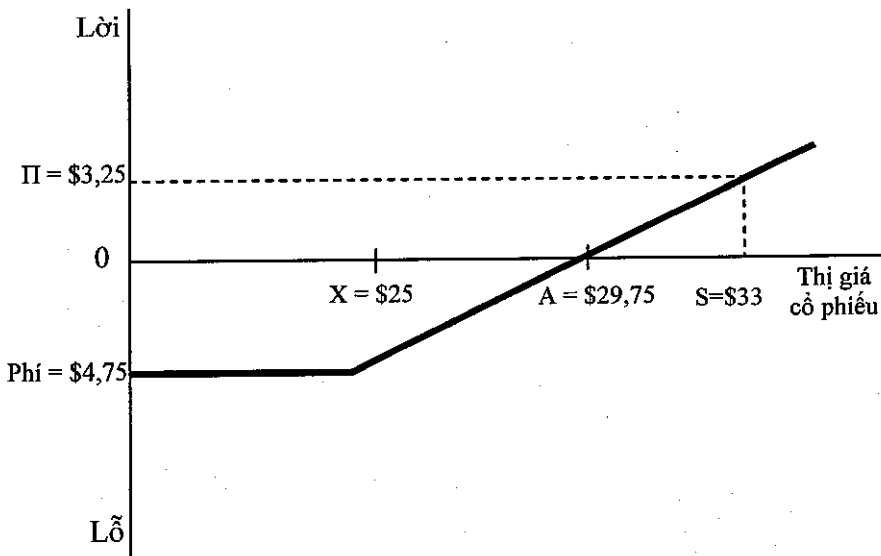
*Người mua quyền chọn mua (Call buyer):* người mua quyền chọn mua hy vọng là giá tài sản cơ sở sẽ tăng và sẵn sàng trả một cái giá nhỏ (là phí mua quyền chọn) để đầu cơ tăng giá. Kỳ vọng này được phản ánh trong một tỉ số phổ biến đó là tỉ số Put Call. Đây là tỉ lệ giữa số quyền chọn bán trên số quyền chọn mua đã được giao dịch.

Ví dụ: Bạn mua một quyền chọn mua cổ phiếu MSFT tháng 7 tại giá thực hiện là  $X = 25$  USD/cổ phiếu và phải trả phí là  $C = 4,75$  USD/cổ phiếu, thị giá của MSFT là  $S = 29,37$  USD/cổ phiếu. Giá sử vào 5 ngày sau, MSFT



tăng lên  $S = 33$  USD. Vì quyền chọn mua cho phép bạn mua MSFT ở mức giá 25 USD nên lợi nhuận của bạn trong quyền chọn lúc này là chênh lệch giữa thị giá cổ phiếu và giá thực hiện quyền chọn trừ đi khoản phí đã trả cho người bán quyền chọn  $(33 - 25) - 4,75 = 3,25$  USD/cổ phiếu. Bạn có thể bán quyền này hoặc thực hiện mua cổ phiếu theo quyền rồi bán cổ phiếu này đi để kiếm lời. A là điểm hòa vốn vì khi thị giá cổ phiếu ở mức giá này ( $S = A = 29,75$  USD) thì chênh lệch giữa thị giá cổ phiếu và giá thực hiện vừa đúng bằng phí phải trả cho quyền chọn ( $A - X = 29,75 - 25 = 4,75$  USD). Giá cổ phiếu càng tăng, lợi nhuận của bạn trên options càng lớn. Ngược lại, nếu giá cổ phiếu giảm, bạn có khả năng lỗ và mức lỗ tối đa chính là bằng khoản phí bạn đã trả khi mua quyền chọn.

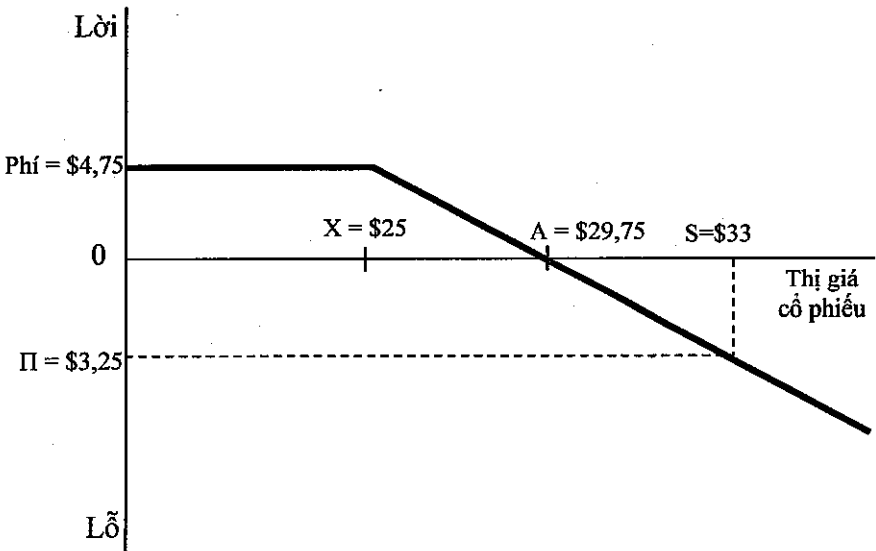
Hình 6.1: Lãi lỗ của người mua quyền chọn mua



*Người bán quyền chọn mua (Call writer):* người bán hay còn gọi là người viết quyền chọn mua hy vọng giá tài sản sẽ đi ngang hoặc giảm giá. Do hy vọng như thế nên họ bán quyền chọn mua trên các tài sản, đó là thứ mang lại cho họ thu nhập thêm thực sự để bù trừ cho sự giảm giá tài sản nếu anh ta đúng. Sự phòng hộ này giúp cho những ai đang sở hữu tài sản mà không phải bán chúng.

Ví dụ: theo hình 6.2, bạn bán một quyền chọn mua trên cổ phiếu MSFT tại giá thực hiện là 25 USD/cổ phiếu khi MSFT đang được giao dịch ở mức giá là 29,37 USD/cổ phiếu và nhận phí là 4,75 USD/cổ phiếu; giả sử ngày sau, MSFT rớt xuống còn 24,62 USD/cổ phiếu nhưng giá trị tài khoản của bạn vẫn như cũ vì khoản rớt giá đã được bù đắp bằng khoản phí bạn thu vào khi bán quyền chọn mua.

Hình 6.2: Lãi lỗ của người bán quyền chọn mua

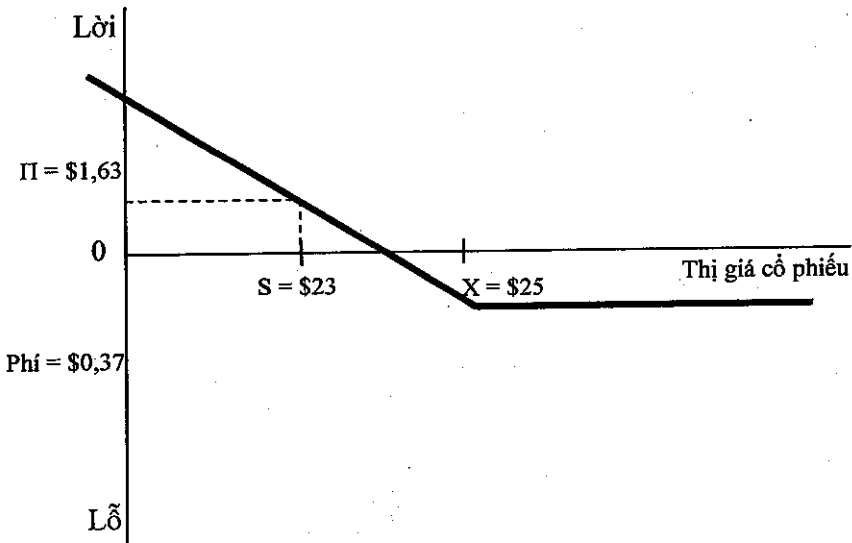


• **Quyền chọn bán (Put Option)**

Một quyền chọn bán cho người mua sở hữu quyền được bán tài sản cơ sở tại một giá cố định cho người bán quyền chọn bán. Đổi lại, người mua quyền phải trả cho người bán một khoản phí. Người bán quyền có nghĩa vụ phải mua tài sản khi người mua thực hiện quyền (nghĩa là bán tài sản).

*Người mua quyền chọn bán (Put buyer):* có quyền (nhưng không phải nghĩa vụ) được bán tài sản cơ sở cho người bán quyền chọn tại một mức giá thực hiện xác định (X). Đổi lại, người mua quyền chọn bán phải trả một khoản phí (P) cho người bán quyền. Chúng ta hãy xem hình sau minh họa lãi lỗ của người mua quyền chọn bán.

Hình 6.3: Lợi lỗ của người mua quyền chọn bán

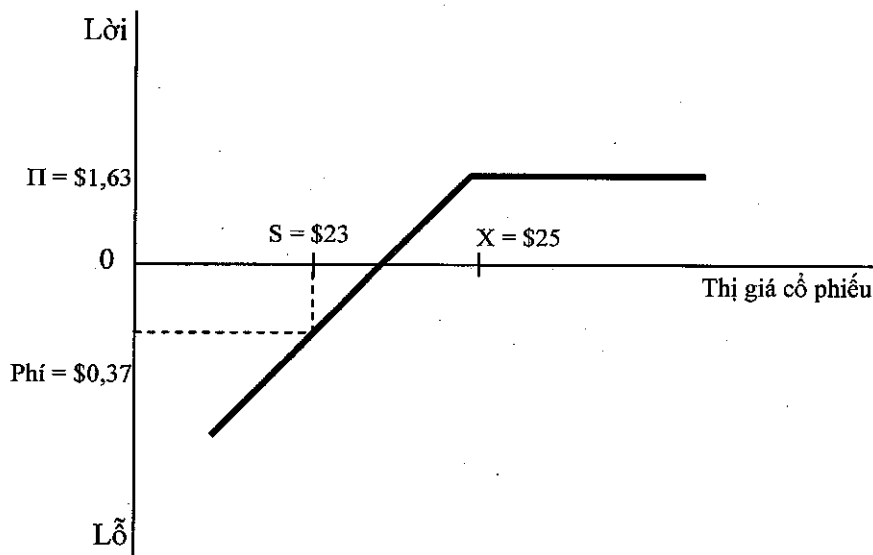


Thị giá tài sản cơ sở càng thấp thì lợi nhuận của người mua quyền càng cao. Ví dụ: nếu giá cổ phiếu MSFT rớt xuống còn  $S = 23$  USD/cổ phiếu, người mua quyền có thể mua cổ phiếu ngoài thị trường tại giá  $\$23$ /cổ phiếu và bán lại cho người bán quyền tại giá thực hiện  $X = 25$ /cổ phiếu. Sau khi trừ đi phí phải trả, lợi nhuận của người mua quyền chọn bán là:  $25 - 0,37 - 23 = 1,63$  USD/cổ phiếu. Nếu giá cổ phiếu tăng, người mua quyền có khả năng bị lỗ. Nếu giá cổ phiếu tăng cao hơn giá thực hiện ( $S > X$ ) thì người mua quyền sẽ không thực hiện quyền chọn. Kết quả là họ sẽ chịu một khoản lỗ tối đa là bằng khoản phí ( $P$ ) mà họ đã trả khi mua quyền chọn bán.

*Người bán quyền chọn bán (Put writer):* người bán hay người viết quyền chọn bán nhận một khoản phí để đổi lại phải sẵn sàng mua tài sản cơ sở ở mức giá thực hiện nếu người mua quyền thực hiện quyền. Hãy nhìn minh họa sau về lợi lỗ của người bán quyền chọn bán.



Hình 6.4: Lợi lỗ của người bán quyền chọn bán



Khi giá cổ phiếu tăng, người viết quyền chọn bán có khả năng có lãi. Nếu giá cổ phiếu tăng cao hơn giá thực hiện  $X$  thì người mua quyền chọn bán sẽ không thực hiện quyền. Khi đó, lợi nhuận của người viết quyền chọn bán tối đa là khoản phí ( $P = 0,37$  USD). Khi giá cổ phiếu giảm, người viết quyền chọn bán có khả năng lỗ lớn. Nếu giá cổ phiếu cơ sở giảm thấp hơn giá thực hiện ( $S < X$ ), người mua sẽ thực hiện quyền, buộc người bán phải mua cổ phiếu tại giá thực hiện ( $X = 25$  USD) trong khi thị giá của cổ phiếu chỉ là  $S$  ( $S = 23$  USD). Giá cổ phiếu càng thấp thì người bán quyền chọn bán càng lỗ.

*Lưu ý:* người sở hữu quyền chọn có 3 cách để tắt toán: Một là nếu xét thấy việc thực hiện quyền chẳng bao giờ mang lại lợi nhuận (out of the money) thì có thể để quyền đáo hạn mà không được thực hiện. Hai là nếu điều kiện thuận lợi hay nói cách khác là quyền chọn có lợi nhuận nếu thực hiện (in the money) thì người đó có thể làm ngược lại nghĩa là bán quyền chọn trên cùng tài sản cơ sở, cùng giá thực hiện và ngày đáo hạn. Ba là thực hiện quyền theo các điều khoản của hợp đồng nếu điều kiện thuận lợi.

### 6.2.4 Các loại công cụ phái sinh khác

- **Hợp đồng hoán đổi (Swap)**

Hợp đồng hoán đổi là một thỏa thuận giữa hai bên nhằm trao đổi các khoản tiền định kỳ trong tương lai. Giống như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền chọn, hợp đồng hoán đổi cho phép các doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn lãi suất, tỉ giá và rủi ro tín dụng. Hợp đồng hoán đổi lần đầu được giới thiệu vào đầu những năm 1980 và thị trường hợp đồng hoán đổi đã phát triển vượt bậc trong những năm gần đây. Hợp đồng hoán đổi được giao dịch trên thị trường OTC và không có quy định chuẩn. Điển hình ở thị trường hoán đổi Mỹ, hầu như chưa có quy định nào ràng buộc. Hiện nay, hiệp hội hoán đổi và phái sinh quốc tế chỉ đưa ra tài liệu chuẩn về quy trình giao dịch và thủ tục pháp lý (chỉ áp dụng ở Mỹ). Ở Châu Âu, thị trường hoán đổi chủ yếu do các ngân hàng vận hành, được điều chỉnh bởi một số quy định của Luật Ngân hàng. Nhìn chung, cho đến nay chỉ có quy định đối với người môi giới về việc tổ chức các giao dịch hoán đổi, không quy định về trách nhiệm của các đối tác trên thị trường đối với việc thực hiện hợp đồng. Các hợp đồng hoán đổi này có hạn chế là khi muốn giao dịch, một bên đối tác phải tìm được đối tác còn lại sẵn sàng giao dịch với mình (bắt buộc có sự trùng hợp về nhu cầu đối với thời gian đáo hạn, cầu trúc các dòng tiền và khối lượng tài sản). Do đó các hợp đồng hoán đổi được thiết kế riêng theo nhu cầu của hai bên đối tác, chính vì vậy các điều kiện của hợp đồng mang tính cứng nhắc và thiếu linh hoạt.

- **Chứng quyền (Warrant)**

Chứng quyền là loại công cụ phái sinh được phát hành kèm theo trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, cho phép người nắm giữ chứng được quyền mua một khối lượng cổ phiếu phổ thông nhất định theo mức giá đã được thỏa thuận trước trong thời kỳ nhất định (mức giá này thường cao hơn giá trao ngay tại thời điểm thỏa thuận). Quyền này được phát hành khi tổ chức lại các công ty hoặc khi công ty muốn khuyến khích các nhà đầu tư tiềm năng mua các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi có những điều kiện kém lợi nhuận. Chứng quyền có thể được thực hiện hàng năm trong thời hạn kéo dài đa số từ 5 đến 10 năm và cũng giống như hợp đồng quyền chọn, chứng quyền xác định quyền



mua chứ không phải nghĩa vụ của người nắm giữ. Một số chứng quyền có thể được giao dịch tách rời với trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi mà nó đi kèm.

- **Quyền mua cổ phần (Right)**

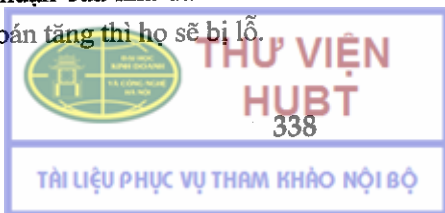
Còn gọi là quyền tiên mãi, là loại công cụ phái sinh ghi nhận quyền dành cho các cổ đông hiện tại của công ty cổ phần được mua trước một số lượng cổ phần trong đợt phát hành cổ phiếu phổ thông mới tương ứng với tỉ lệ cổ phần hiện có của họ trong công ty. Mục đích phát hành quyền mua cổ phần là để đảm bảo lợi ích cho các cổ đông hiện hữu, giúp họ duy trì tỉ lệ sở hữu và quyền kiểm soát công ty trong khi công ty thì vẫn đáp ứng được nhu cầu tăng vốn. Một số đặc điểm nổi bật của quyền mua cổ phần là: chỉ được phát hành kèm theo đợt phát hành cổ phiếu phổ thông mới mà không được phát hành độc lập; giá mua cổ phiếu mới thường thấp hơn giá thị trường vào thời điểm phát hành; xác nhận quyền mua chứ không áp đặt nghĩa vụ trong thời gian thực hiện quyền ngắn thường từ 1 đến 6 tuần; có thể tách ra giao dịch độc lập nếu cổ đông sở hữu quyền không có ý định thực hiện quyền.

- **Hợp đồng Repo giấy tờ có giá (Repurchase Agreement)**

Được hiểu là một giao dịch trong đó các giấy tờ có giá được mua ở tỉ lệ giao ngay và được mua lại ở tỉ lệ kỳ hạn. Về bản chất thì nghiệp vụ repo giống như một khoản vay có bảo đảm bằng các giấy tờ có giá và các tài sản bảo đảm khác. Về hình thức biểu hiện thì repo giấy tờ có giá sử dụng một hợp đồng mua lại trong đó quy định các điều khoản mà mỗi bên tham gia phải tôn trọng.

- **Hợp đồng bán không chứng khoán**

Là một hợp đồng được thực hiện nhằm với mục đích đạt lợi nhuận thông qua việc giảm giá chứng khoán. Nhà đầu tư sẽ vay chứng khoán khi giá đang cao để bán, khi giá xuống thấp thì nhà đầu tư mua lại để trả. Khi tiến hành bán chứng khoán, nhà đầu tư không có chứng khoán trong tài khoản và mong đợi giá sẽ giảm trong tương lai, khi đó họ sẽ mua được chứng khoán với giá thấp hơn để trả cho người cho vay chứng khoán (thường là các công ty chứng khoán). Lợi nhuận của nhà đầu tư sẽ là khoản chênh lệch đã trừ đi phí, song nếu chứng khoán tăng thì họ sẽ bị lỗ.



## 6.3 CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH PHÂN LOẠI THEO TÀI SẢN CƠ SỞ

### 6.3.1 Công cụ phái sinh chứng khoán và chỉ số chứng khoán

Công cụ phái sinh chứng khoán là những công cụ phái sinh được phát hành trên cơ sở những chứng khoán đã có như cổ phiếu, trái phiếu,... nhằm nhiều mục tiêu khác nhau như phân tán rủi ro, bảo vệ lợi nhuận hoặc tạo lợi nhuận. Các công cụ phái sinh chứng khoán sẽ là đòn bẩy, làm tăng nhiều lần giá trị các đối tượng đầu tư như cổ phiếu, trái phiếu, để đảm bảo rằng nếu giá của cổ phiếu, trái phiếu có thay đổi bao nhiêu thì giá của các công cụ phái sinh vẫn sẽ được duy trì ở mức ban đầu. Ngày nay, thị trường các công cụ phái sinh chứng khoán đang rất phát triển tại nhiều quốc gia, do tính hấp dẫn, đa dạng, phong phú bắt nguồn từ chính loại hàng hóa cơ sở là chứng khoán.

Công cụ phái sinh chỉ số chứng khoán có tài sản cơ sở là chỉ số chứng khoán và có quá trình giao dịch được kết thúc bằng việc thanh toán bằng tiền mặt khi đáo hạn mà không thực hiện chuyển giao tài sản. Một chỉ số chứng khoán phản ánh biến động của một thị trường cổ phiếu nhất định, đại diện cho giá trị tổng hợp của các cổ phiếu thành phần. Nhà đầu tư mua/bán công cụ phái sinh chỉ số chứng khoán dựa trên việc ước đoán xu hướng tổng thể của thị trường cổ phiếu, thường được đại diện bằng một rổ cổ phiếu nào đó. Hầu hết các quốc gia có thị trường phái sinh phát triển đều có loại công cụ phái sinh này dựa trên chỉ số đại diện cho các cổ phiếu có tính thanh khoản cao nhất của thị trường ở quốc gia đó. Ví dụ như quyền chọn trên chỉ số cổ phiếu NASDAQ 100 được biết đến là quyền chọn có tính thanh khoản cao nhất ở Mỹ, hay hợp đồng kỳ hạn chỉ số KOSPI 200 vốn được xem là một trong những sản phẩm phái sinh thành công nhất của Hàn Quốc...

Các công cụ phái sinh chỉ số chứng khoán mang lại giá trị đóng góp vô cùng quan trọng. Với tỉ trọng chiếm hơn 54% trên tổng số hợp đồng phái sinh có tài sản cơ sở là chứng khoán (8,3 tỉ hợp đồng/15,3 tỉ hợp đồng vào năm 2011) và 33% trên tổng số lượng hợp đồng phái sinh được giao dịch trên tất cả các loại tài sản cơ sở gồm: hàng hóa, lãi suất và ngoại hối. Vào năm 2012, trong số 52 sở giao dịch thành viên của Liên đoàn các Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới (WFE), công cụ phái sinh chỉ số chứng khoán là loại sản



339

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

phẩm được các sở lựa chọn nhiều nhất. Từ đây, có thể thấy các công cụ phái sinh chỉ số chứng khoán đã và đang là xu hướng lựa chọn và phát triển của thị trường phái sinh thế giới. Thống kê từ nhiều quốc gia trên thế giới, đây là công cụ được ưu tiên lựa chọn làm sản phẩm nền móng cho công cuộc xây dựng thị trường công cụ phái sinh tại nhiều quốc gia.

Trong số các công cụ phái sinh chỉ số chứng khoán, hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai chỉ số phổ biến hơn cả. Ưu thế của chúng là chỉ có thanh toán bằng tiền vào ngày đáo hạn hợp đồng, giúp nhà đầu tư không cần phải làm động tác chuyển giao/nhận cổ phiếu vào ngày đáo hạn. Tuy nhiên việc thanh toán bằng tiền cũng có mặt thuận lợi và bất lợi. Nhiều nhà đầu tư tổ chức nắm giữ các danh mục đầu tư lớn gồm các cổ phiếu mô phỏng chỉ số thị trường. Họ có thể viết các quyền chọn mua hoặc bán các hợp đồng tương lai dựa trên danh mục này. Vào những thời điểm khác, họ có thể bán cổ phiếu và mua quyền chọn mua hoặc hợp đồng tương lai. Khi quyền chọn đáo hạn, nhà đầu tư tổ chức nếu không muốn giữ cổ phiếu nữa có thể tất toán vị thế của mình. Người giữ cổ phiếu sẽ bán cổ phiếu đi và người đã bán cổ phiếu có thể mua lại. Kết quả là nhiều giao dịch lớn cổ phiếu xảy ra gần ngày đáo hạn quyền chọn làm tăng khối lượng giao dịch. Đặc điểm “thanh toán tiền mặt” của quyền chọn chỉ số và hợp đồng tương lai bị chỉ trích vì khối lượng giao dịch lớn này, mặc dù không chắc đó có phải là nguyên nhân hay không. Hơn nữa quyền chọn hay hợp đồng tương lai chỉ số dựa trên tổng thể thị trường. Có quá nhiều quyền chọn hay hợp đồng tương lai cổ phiếu nên nhà đầu tư khó có thể lọc lựa tất cả các cơ hội tốt. Do đó việc phân tích tổng thể thị trường sẽ tiện lợi hơn bằng cách sử dụng quyền chọn chỉ số và hợp đồng tương lai chỉ số để thực hiện dự đoán của mình.

### **6.3.2 Công cụ phái sinh hàng hóa**

Có thể nói công cụ phái sinh hàng hóa được hình thành sớm nhất trong lịch sử của các thị trường phái sinh trên thế giới. Ngay từ thời trung cổ, các công cụ phái sinh hàng hóa đã xuất hiện nhằm đáp ứng nhu cầu cho những người nông dân và các thương gia, giúp gắn kết cung và cầu giữa họ. Ở một số nước, thị trường phái sinh hàng hóa được hình thành từ rất sớm, lúc đầu



cũng chỉ giao dịch lúa gạo. Theo đó, một số người lo ngại gạo sẽ rớt giá khi đến mùa thu hoạch, trong khi một số khác lại dự đoán giá không rớt mà thậm chí còn tăng. Từ chỗ một bên có nhu cầu phòng vệ rủi ro, bên còn lại thì coi đó là cơ hội, vì thế phát sinh các công cụ phục vụ cho nhu cầu này.

Đúng với tên gọi của nó, nhóm công cụ phái sinh hàng hóa này có hệ thống tài sản cơ sở rất rộng là các loại hàng hóa đủ thể loại trên thị trường từ nhóm năng lượng như xăng dầu, khí đốt... hay nhóm nông sản như xơ bông, gạo, ngô, lúa mì, cà phê... thậm chí đến các mặt hàng kim loại, vận tải... Những người tham gia giao dịch công cụ phái sinh hàng hóa với mục đích phòng vệ rủi ro cho mặt hàng của mình là chủ yếu. Điển hình như trường hợp của hãng hàng không British Airways (BA) khi họ cho biết rằng hoạt động kinh doanh của họ rất nhạy cảm với sự thay đổi giá xăng dầu. Năm 2009, BA cho biết 32% chi phí hoạt động của hãng là chi cho xăng dầu. Do đó, để phòng ngừa sự thay đổi đột ngột của xăng dầu, BA đã sử dụng các hợp đồng tương lai để mua số xăng dầu cần thiết với một mức giá nhất định. Điều này sau đó đã cho phép BA tránh được rủi ro giá xăng dầu tăng bất thường.

Thị trường phái sinh hàng hóa ở các nước thường được triển khai cho phù hợp với thị trường hàng hóa cơ sở trong nước đó. Tại Việt Nam, có nhiều ngân hàng thương mại với vai trò trung gian đã giúp khách hàng của mình là các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, những đơn vị kinh doanh hàng hóa thực hiện giao dịch các công cụ phái sinh hàng hóa phù hợp theo nhu cầu với các sàn giao dịch hàng hóa quốc tế như LIFFE, LME (London), NYBOT, NYMEX CME (New York), TOCOM (Tokyo)...

### **6.3.3 Công cụ phái sinh lãi suất**

Tương tự như các nhóm công cụ phái sinh phân loại theo tài sản cơ sở vừa tìm hiểu, công cụ phái sinh lãi suất ở đây cũng có đặc điểm tương đồng là các bên tham gia giao dịch sẽ đưa ra các dự đoán khác nhau về biến động trong tương lai của tài sản cơ sở, trong trường hợp này là lãi suất, nghĩa là trong tương lai lãi suất sẽ tăng giảm ra sao để tiến hành các giao dịch cho hợp lý.



## Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

Ví dụ: Tại thời điểm  $t_0$ , ngân hàng ký hợp đồng tín dụng với khách hàng có mức lãi suất cố định là  $r_a$  và thời hạn hợp đồng từ  $t_0$  tới  $t_2$  nhưng ngân hàng chỉ huy động được nguồn vốn có thời hạn từ  $t_0$  đến  $t_1$  ( $t_0 < t_1 < t_2$ ) với mức lãi suất là  $r_b$ . Như vậy tại thời điểm  $t_1$  nếu lãi suất thị trường tăng thì ngân hàng phải đối mặt với những thiệt hại do phải huy động với lãi suất cao hơn để bổ sung nguồn vốn cho khoản vay. Để hạn chế rủi ro có thể xảy ra, tại thời điểm  $t_0$ , ngân hàng ký 1 hợp đồng kỳ hạn lãi suất với nội dung: giá trị hợp đồng là  $X$  (làm cơ sở để tính toán, thực tế các bên tham gia hợp đồng không giao nhận khoản tiền này); thời hạn hợp đồng từ  $t_1$  đến  $t_2$ ; mức lãi suất cố định của hợp đồng là  $r_b$  (hoặc một mức lãi suất nào đó do hai bên thỏa thuận để tránh thua lỗ cho ngân hàng).

Trong các loại công cụ phái sinh lãi suất, có thể nói hợp đồng hoán đổi lãi suất chiếm một tỉ trọng tương đối lớn. Một hợp đồng hoán đổi lãi suất là một chuỗi các khoản thanh toán lãi suất giữa hai bên. Mỗi khoản thanh toán được dựa trên lãi suất cố định hoặc lãi suất thả nổi. Nếu lãi suất là lãi suất thả nổi và đồng tiền của hợp đồng hoán đổi là đô la Mỹ thì lãi suất thường là lãi suất LIBOR của đồng đô la. Hợp đồng hoán đổi trên các loại tiền tệ khác sử dụng lãi suất so sánh của các đồng tiền đó. Hai bên đồng ý trao đổi một chuỗi các khoản thanh toán lãi suất của cùng một đồng tiền ở những thời điểm thanh toán khác nhau. Khoản thanh toán được dựa trên vốn danh nghĩa (Notional Principal) nhưng các bên không trao đổi cho nhau lượng vốn danh nghĩa này. Ví dụ: Một bên đang có dòng tiền từ một khoản đầu tư nhưng lại thích một khoản đầu tư khác có một dòng tiền khác. Bên này sẽ liên hệ với một nhà giao dịch swap (là một công ty hoạt động trên thị trường OTC) - là bên sẽ chiếm vị trí ngược lại, nghĩa là 2 bên sẽ trao đổi nhau các dòng tiền. Tùy thuộc vào lãi suất thay đổi sau đó, một bên sẽ thu lợi từ bên kia.

Hợp đồng hoán đổi lãi suất phổ biến nhất là loại hợp đồng mà trong đó một bên trả các khoản tiền dựa trên lãi suất cố định và bên còn lại trả các khoản tiền dựa trên lãi suất thả nổi. Bên mua swap (swap buyer) theo quy ước là bên thanh toán khoản lãi cố định trong giao dịch hoán đổi lãi suất. Bên bán swap (swap seller) theo quy ước là bên thanh toán các khoản lãi thả nổi trong



THƯ VIỆN  
HUBT  
342

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



## Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

giao dịch hoán đổi lãi suất. Vốn danh nghĩa là khoản vốn trong swap mà dựa vào đó, 2 bên thanh toán lãi cho nhau.

Ta lấy ví dụ cụ thể, giả sử một công ty XYZ tham gia một hợp đồng hoán đổi lãi suất (interest rate swap) có vốn danh nghĩa \$50 triệu với nhà giao dịch ABSwaps. ABSwaps sẽ thanh toán cho XYZ dựa trên lãi suất LIBOR 3 tháng vào ngày 15 của các tháng 3, 6, 9 và 12 của một năm. Khoản thanh toán được ấn định bởi lãi suất LIBOR kỳ hạn 3 tháng vào đầu mỗi kỳ thanh toán và khoản thanh toán được trả vào cuối kỳ thanh toán. Do đó, khoản thanh toán vào ngày 15 tháng 3 sẽ dựa trên lãi suất LIBOR vào ngày 15 tháng 12, và khoản thanh toán vào ngày 15 tháng 6 sẽ dựa trên lãi suất LIBOR vào ngày 15 tháng 3 và tương tự như vậy cho các khoản thanh toán còn lại. XYZ sẽ thanh toán cho ABSwaps một khoản cố định tại lãi suất 7,5%/năm. Khoản tiền này có thể dựa trên số ngày thực tế trong kỳ thanh toán hoặc các bên có thể thỏa thuận một tháng có 30 ngày, cũng như 360 hoặc 365 ngày một năm. Ở đây chúng ta giả sử một năm có 360 ngày và tính theo số ngày thực tế trong kỳ. Bên trả lãi suất cố định và nhận lãi suất thả nổi sẽ có dòng tiền như sau ở mỗi kỳ thanh toán:

$$\text{Vốn danh nghĩa} \times (\text{LIBOR} - \text{Lãi suất cố định}) \times \frac{\text{Số ngày thực}}{360 \text{ hay } 365}$$

Từ phía XYZ, khoản thanh toán hàng kỳ là:

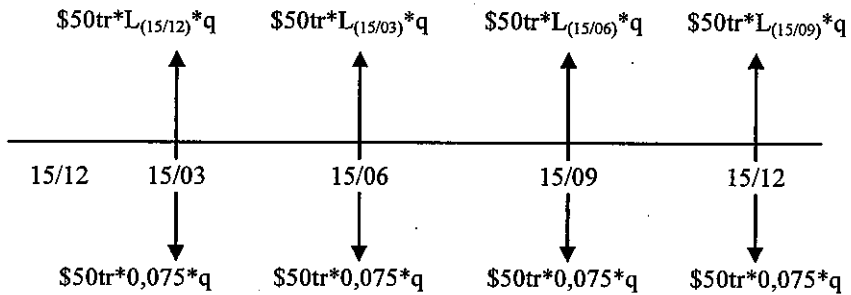
$$\$50.000.000 \times (\text{LIBOR} - 0,075) \times \frac{\text{Số ngày thực}}{360}$$

Vậy nếu lãi suất LIBOR vượt quá 7,5% thì XYZ sẽ nhận số tiền trên từ ABSwaps. Ngược lại, nếu lãi suất LIBOR thấp hơn 7,5% thì XYZ phải thanh toán tiền cho ABSwaps. Để đơn giản, 2 bên sẽ chỉ thanh toán cho nhau phần chênh lệch.





Hình 6.5: Dòng tiền trong Hợp đồng hoán đổi lãi suất của công ty XYZ



$L_{\text{mkt}}$ : Lãi suất Libor vào ngày nn, tháng tt, q = số ngày/360

Hình minh họa trên cho thấy dòng tiền từ quan điểm của công ty XYZ. Lưu ý rằng lãi suất LIBOR của kỳ trước được dùng để tính cho kỳ này. Do đó khi hợp đồng hoán đổi bắt đầu có hiệu lực, lãi suất LIBOR vào ngày 15 tháng 12 sẽ được dùng để tính khoản thanh toán vào ngày 15 tháng 3. Bằng cách này thì các bên luôn biết trước khoản thanh toán kể tới là bao nhiêu, nhưng không biết trước được khoảng thanh toán kế tiếp nữa.

Giả sử rằng lãi suất LIBOR vào ngày 15 tháng 12 là 7,68%. Khoản tiền đầu tiên sẽ được thanh toán vào ngày 15 tháng 3. Giả sử không có năm nhuận thì có 90 ngày giữa 15 tháng 12 và 15 tháng 3. Do đó, vào ngày 15 tháng 3, ABSwaps phải thanh toán (nợ):

$$\$50.000.000 \times (0,0768 - 0,075) \times \left( \frac{90}{360} \right) = \$960.000$$

XYZ phải thanh toán (nợ):

$$\$50.000.000 \times (0,075) \times \left( \frac{90}{360} \right) = \$937.500$$

Vì 2 bên đã thỏa thuận chỉ thanh toán cho nhau phần chênh lệch nên ABSwaps chỉ thanh toán phần \$22.500 chênh lệch cho XYZ. Tính trung tự như vậy, ta có bảng sau:

**Bảng 6.4: Các khoản thanh toán giữa hai bên**

- Vốn danh nghĩa: \$50.000.000  
- Lãi suất cố định: 7,5%/năm  
- Cách tính ngày: số ngày thực tế cho tháng và 360 ngày cho năm.  
- Thanh toán: dựa vào lãi suất LIBOR của kỳ trước đó.

Ngày	LIBOR(%)	Số ngày trong kỳ	ABSwaps nợ	XYZ nợ	Ròng cho XYZ
15 tháng 12	7.68%				
15 tháng 3	7.50%	90	\$960.000	937.500	22.500
15 tháng 6	7.06%	92	958.833	958.833	0
15 tháng 9	6.06%	92	902.111	958.833	-56.222
15 tháng 12		91	765.917	947.917	-182.000

Trong một số trường hợp các bên có thể trao đổi cho nhau các khoản thanh toán thả nổi. Ví dụ như thay vì công ty XYZ thanh toán lãi cố định 7,5% thì sẽ thanh toán lãi thả nổi dựa trên lãi suất tín phiếu kho bạc chẳng hạn. Các bên có thể cộng vào hoặc trừ ra một phần lãi suất phụ trội vào lãi suất cơ sở sao cho đạt thỏa thuận của 2 bên.

### 6.3.4 Công cụ phái sinh ngoại hối

Xuất phát từ xu thế tự do hóa thương mại toàn cầu, nhu cầu giao thương hàng hóa của các nước trở nên phát triển hơn bao giờ hết, từ đó đã tạo nền tảng cho thị trường giao dịch ngoại hối ngày càng lớn mạnh với tính hiệu quả và quy mô giao dịch khổng lồ. Có thể thấy trên thị trường ngoại hối, tỉ giá giao dịch giữa các đồng tiền là biến động khôn lường, và để đáp ứng các yêu cầu của các chủ thể tham gia thị trường, các công cụ phái sinh ngoại hối đã ra đời.

Các công cụ phái sinh ngoại hối được tiến hành giao dịch với tài sản cơ sở là các đồng tiền khác nhau ở hai chiều của giao dịch. Có thể lấy ví dụ về trường hợp của một thương gia người Mỹ, anh ta sắp có một khoản thu bằng đồng EUR từ đối tác châu Âu trong tương lai, tuy nhiên do tỉ giá EUR/USD được dự đoán là sẽ biến động và sẽ ảnh hưởng xấu đến khoản USD của anh ta sau khi quy đổi khoản EUR thu được. Lúc này người thương gia sẽ sử dụng các công cụ phái sinh ngoại hối để bảo vệ mình, tỉ giá giao dịch EUR/USD sẽ ảnh

định trong hiện tại và dòng tiền EUR, USD sẽ được hai bên tham gia giao dịch trao đổi cho nhau khi đến hạn hợp đồng dựa trên tỉ giá này, kết quả số USD người thương gia thu về sẽ không chịu ảnh hưởng của tỉ giá tương lai. Các công cụ được sử dụng trên thị trường phái sinh ngoại hối cũng rất quen thuộc với chúng ta như hợp đồng kỳ hạn, tương lai, hoán đổi, quyền chọn.

Ngày mới ra đời, các công cụ phái sinh ngoại hối chủ yếu hướng tới mục đích phòng ngừa rủi ro biến động tỉ giá. Các nhà xuất nhập khẩu là những người đối mặt thường trực với rủi ro tỉ giá biến động do các khoản thu chi bằng ngoại tệ, điều này ảnh hưởng đến lợi nhuận sau cùng của họ. Các nhà sản xuất trong nước cũng bị tác động, nhất là trong điều kiện thương mại được tự do hóa, chi phí nhập khẩu nguyên liệu đầu vào sẽ bị đẩy lên nhiều khi ngoại tệ tăng giá từ đó đẩy giá thành lên cao, đánh mất khả năng cạnh tranh, lợi nhuận suy giảm. Không những vậy, những nhà đầu tư, những người đi vay các đồng ngoại tệ cũng sẽ gặp rủi ro cho các khoản thu nhập, các khoản phí phải trả khi tỉ giá biến động xấu. Tất cả các chủ thể vừa nêu đã góp phần định hình nên thị trường phái sinh ngoại hối ban đầu với chức năng chính là bảo hiểm rủi ro tỉ giá, từ đó phát triển thêm nhiều chức năng mới đa dạng hơn. Khi những người tham gia thị trường tích lũy được những hiểu biết và kinh nghiệm nhất định, đó là lúc các hành vi đầu cơ, đầu tư, kinh doanh chênh lệch lãi suất, điều chỉnh thời hạn dòng tiền ra vào... xuất hiện. Những người này sẽ dựa vào đánh giá, phân tích về xu hướng chuyển biến của tỉ giá trong tương lai để tiến hành giao dịch các công cụ phái sinh ngoại hối và tỉ suất sinh lời trong những trường hợp này là vô cùng lớn, thường gấp nhiều lần so với thị trường ngoại hối cơ sở; hoặc cũng có thể dựa vào sự không thống nhất của tỉ giá giao ngay và lãi suất của các đồng tiền tương ứng để tiến hành kinh doanh.

### **6.3.5 Công cụ phái sinh tín dụng**

Theo Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS) thì: “Công cụ phái sinh tín dụng là một thoả thuận cho phép một bên (người mua sự an toàn) chuyển giao một phần hoặc toàn bộ rủi ro tín dụng cho một hoặc nhiều bên khác (gọi là bên bán sự an toàn). Rủi ro này được tính toán trên cơ sở tham chiếu với một giá trị quy ước của một tài sản hoặc một nhóm tài sản tham chiếu nào đó mà người chuyển giao rủi ro có thể sở hữu hoặc không sở hữu tài sản đó”.



Tính chất bảo hiểm rủi ro được thể hiện rõ nét nhất với loại công cụ phái sinh tín dụng. Trong đó các khoản vay chính là đối tượng được bảo hiểm trước sự kiện rủi ro tín dụng. Bên mua sự an toàn phải trả một khoản phí cho bên bán sự an toàn để nhận được lời cam kết rằng sẽ bồi hoàn giá trị tổn thất nếu rủi ro tín dụng xảy ra.

Công cụ phái sinh tín dụng tồn tại với các hình thức phổ biến sau:

- Hợp đồng trao đổi các khoản rủi ro tín dụng (Credit Default Swap): là hợp đồng hoán đổi tín dụng mà trong đó bên mua hợp đồng sẽ phải trả một khoản phí cho bên bán hợp đồng. Khoản phí này được xem như một khoản thu nhập đối với bên bán. Khi rủi ro tín dụng xảy ra thì bên bán phải bồi hoàn lại cho mua bên giá trị của khoản vay theo đúng các điều khoản của hợp đồng. Ngược lại, rủi ro tín dụng không xảy ra, tức người vay trả trước hết toàn bộ gốc và lãi đúng hạn thì hợp đồng sẽ hết hiệu lực và bên mua sẽ mất toàn bộ phí. Các giao dịch mua và bán hoàn toàn được bảo mật, bên tham chiếu - người đi vay - không hề biết có giao dịch này bởi lẽ hai bên giao dịch công cụ phái sinh tín dụng này sẽ không thông báo cho bên tham chiếu biết.
- Hợp đồng quyền chọn rủi ro tín dụng (Credit Default Option): là một công cụ bảo đảm cho giá trị của các khoản cho vay ngân hàng, trong đó bên mua hợp đồng sẽ trả phí để mua quyền chọn bán các khoản nợ của mình, bên bán sẽ cam kết thanh toán theo giá thực hiện trong hợp đồng khi sự kiện rủi ro tín dụng xảy ra. Nếu như khách hàng vay vốn trả nợ như kế hoạch, bên mua sẽ thu được khoản thanh toán như dự định, hợp đồng quyền chọn sẽ không được sử dụng và bên mua cũng sẽ mất toàn bộ khoản phí trả cho hợp đồng quyền chọn. Nhưng nếu khách hàng không trả nợ hoặc khoản vay bị giảm sút giá trị, bên mua có quyền yêu cầu bên bán thanh toán giá trị tổn thất theo cam kết.
- Hợp đồng trao đổi toàn bộ thu nhập (Total Return Swap): là hợp đồng phái sinh tín dụng mà bên mua sẽ chuyển giao toàn bộ lãi của khoản vay và bất kỳ khoản tăng giá nào của khoản vay đó, đổi lại bên bán sẽ thanh toán cho bên mua một mức lãi suất cơ bản (lãi suất LIBOR) cộng với một tỷ lệ lãi suất cố định và bất cứ khoản giảm giá nào của khoản vay. Theo hợp đồng



này, các bên sẽ thanh toán cho nhau định kỳ bất kể có xảy ra sự kiện rủi ro tín dụng hay không vì bản chất của hợp đồng là sự trao đổi rủi ro và giá trị hai dòng tiền mỗi bên. Nếu người vay trả nợ đầy đủ hay tăng hạn mức tín nhiệm, bên bán sẽ được lợi vì giá trị của khoản vay tăng lên. Hợp đồng này sẽ chấm dứt khi người vay không thể thanh toán được khoản nợ. Loại hợp đồng này thực tế có một phần tương đồng với công cụ phái sinh hoán đổi lãi suất như đã tìm hiểu.

- Trái phiếu liên kết rủi ro tín dụng (Credit Linked Note): là một công cụ phái sinh kết hợp các đặc tính của khoản nợ thông thường và hợp đồng quyền chọn tín dụng. Trái phiếu này giúp cho tổ chức vay vốn có thể linh hoạt hơn trong quá trình thanh toán. Ngoài ra nó còn tạo cho tổ chức phát hành một đặc quyền trong việc giảm mức thanh toán nếu xảy ra sự kiện rủi ro tín dụng.

Phái sinh tín dụng là một dòng sản phẩm phái sinh mới nhất và là một trong số các sáng tạo lớn của thế giới tài chính trong một thập kỷ qua. Từ giá trị giao dịch rất khiêm tốn tại thời điểm năm 2001 là 918,87 tỷ USD, con số này đã tăng lên khoảng 34.422,8 tỷ USD vào năm 2006 và đạt đỉnh điểm trên 62.173,2 tỷ USD vào năm 2007. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của khủng hoảng tín dụng tại Mỹ, phái sinh tín dụng có xu hướng giảm mạnh trong năm 2008 với tổng giá trị danh nghĩa khoảng 38.563,82 tỷ USD. Trong những năm gần đây, giá trị hợp đồng phái sinh tín dụng đều giảm qua các năm với giá trị khoảng 28.626 tỷ USD năm 2011, 25.068 tỷ USD năm 2012 và năm 2013 là 21.020 tỷ USD.

## **6.4 GIAO DỊCH CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH**

### **6.4.1 Tạo lập và phát hành các công cụ phái sinh**

Quá trình tạo lập và phát hành các công cụ phái sinh được diễn ra trên cả hai loại thị trường là OTC và sở giao dịch tập trung. Với loại giao dịch trên OTC, các nhà tạo lập sẽ trực tiếp gặp nhau, tự đưa ra các thỏa thuận theo nhu cầu và sẽ được ghi lại trong hợp đồng và bản thân các hợp đồng này thường rất linh hoạt, tùy nghi, ít chịu giám sát của điều luật. Qua đây có thể thấy các



công cụ phái sinh được tạo lập trên OTC mang tính “đúc khuôn” cho các bên giao dịch, rất khó khớp với nhu cầu của các chủ thể khác tham gia trên thị trường nên khả năng giao dịch thứ cấp của các công cụ phái sinh này rất hạn chế, trừ khi có bên giao dịch là định chế tài chính (như ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán) có tiềm lực và đủ điều kiện để đưa các công cụ phái sinh giao dịch thứ cấp.

Với thị trường tập trung, các nhà tạo lập và phát hành (Writer or Seller) sẽ là những chủ thể cung cấp công cụ phái sinh cho thị trường. Nhà phát hành có thể là cá nhân, tổ chức có nhu cầu giao dịch và họ sẽ tiến hành rao bán (hay mua) các loại công cụ phái sinh nhất định. Nhà phát hành cũng có thể là các nhà tạo lập thị trường do chịu trách nhiệm sẵn sàng đáp ứng mọi lệnh mua hoặc bán của nhà đầu tư đối với công cụ phái sinh. Qua đây chúng ta có thể tìm hiểu đôi nét về các nhà tạo lập thị trường (Market maker), họ vốn là những người sẽ chủ động đưa ra giá đặt mua và chào bán theo cung - cầu của thị trường và đảm bảo cho lệnh mua và lệnh bán luôn được thực hiện. Khi một người nào đó muốn mua/bán công cụ phái sinh và không có thành viên nào trên thị trường muốn bán/mua tương ứng, nhà tạo lập thị trường sẽ đứng ra thực hiện giao dịch. Phương thức giao dịch này đảm bảo nếu ai đó muốn mua một loại công cụ phái sinh nhất định thì sẽ có người sẵn sàng chào bán, và nếu một người muốn bán sẽ có người sẵn sàng mua.

#### **6.4.2 Giao dịch các công cụ phái sinh trên thị trường thứ cấp**

Thông thường thì rất ít các công cụ phái sinh sau khi được tạo lập và phát hành lại được các bên giao dịch duy trì cho đến khi đáo hạn hợp đồng, mà chúng sẽ tiếp tục được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Với thị trường OTC, các nhà môi giới (đa phần là môi giới tự do) sẽ đứng ra thu thập thông tin về các công cụ phái sinh đã được phát hành và giao dịch, song song với tìm kiếm nhu cầu của những người cần giao dịch và ghép nối chúng lại với nhau. Có thể nói các giao dịch loại quy mô nhỏ lẻ và chiếm tỉ lệ không nhiều.

Giao dịch thứ cấp công cụ phái sinh được phát triển mạnh khi các sở giao dịch đứng ra làm đơn vị chủ quản. Họ sẽ tiến hành thu gom các công cụ phái sinh đã phát hành từ các chủ thể đã nêu, kể cả các công cụ trên OTC và cả



loại do chính thành viên của họ là người đứng ra phát hành. Các nhà đầu tư và những người có nhu cầu sau đó có thể tiến hành mua bán các công cụ phái sinh qua sở giao dịch. Loại công cụ phái sinh giao dịch phổ biến trên sở giao dịch là các hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai vốn có tính chuẩn hoá cao.

Hỗ trợ hoạt động của sở giao dịch và các bên tham gia giao dịch phải kể đến các nhà môi giới, các chuyên viên quản lý sổ lệnh và trung tâm thanh toán bù trừ. Nhà môi giới sẽ hỗ trợ nhận lệnh mua bán từ người giao dịch và chuyển đến sở giao dịch, sau đó chuyên viên quản lý sổ lệnh vốn là người của sở giao dịch tiếp nhận lệnh mua bán này và xử lý để giao dịch được khớp thành công. Ngày nay các giao dịch diễn ra trên hệ thống phần mềm điện tử hiện đại nên có thể nói vai trò của những chủ thể vừa nêu này đã phai nhạt dần. Về phần các trung tâm thanh toán bù trừ công cụ phái sinh, chủ thể này được thành lập và quản lý bởi các sở giao dịch với chức năng làm trung gian thanh toán cho các bên tham gia giao dịch. Trung tâm thanh toán bù trừ đảm bảo rằng người bán sẽ hoàn thành nghĩa vụ theo các điều kiện của hợp đồng. Trung tâm thanh toán bù trừ có một số thành viên, được gọi là các công ty thanh toán và tất cả các giao dịch phải thông qua những thành viên này.

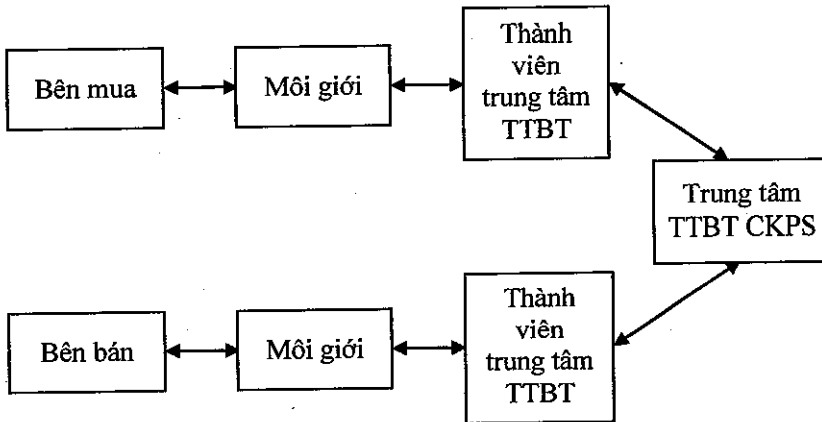
Để thuận tiện cho việc tìm hiểu quy trình giao dịch các công cụ phái sinh, chúng ta sẽ lấy ví dụ cụ thể trên thị trường phái sinh chứng khoán. Tại đây, một nhà đầu tư muốn giao dịch thì trước hết anh ta phải mở một tài khoản tại nhà môi giới (tương tự như giao dịch chứng khoán cơ sở). Nhà đầu tư sẽ xác định loại hợp đồng phái sinh, loại chứng khoán, lệnh và số lượng hợp đồng... và thông báo cho nhà môi giới. Bên môi giới sẽ chuyển lệnh đến nhà môi giới trên sàn (của sở giao dịch) và thông báo cho thành viên thanh toán (vừa đề cập) để xử lý giao dịch ban đầu. Thành viên thanh toán đặt lệnh thực hiện cho trung tâm thanh toán bù trừ. Sau đó, trung tâm thanh toán bù trừ sẽ chọn ngẫu nhiên một thành viên thanh toán khác mà thông qua đó có một nhà đầu tư vừa bán một hợp đồng tương ứng. Các thành viên của trung tâm thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh sẽ tự động thực hiện các giao dịch có cung - cầu gặp nhau và thông tin về giao dịch thành công cho các nhà đầu





tư đã đặt lệnh mua/bán và sở giao dịch; hoặc gửi thông tin cho các thành viên trong hệ thống giao dịch để làm cơ sở cho giao dịch tiếp theo; thực hiện thanh toán chuyển tiền và chứng khoán cho nhà đầu tư theo đúng quy định.

Sơ đồ 6.1: Cơ chế giao dịch chứng khoán phái sinh



## 6.5 GIỚI THIỆU MỘT SỐ THỊ TRƯỜNG PHÁI SINH TRÊN THẾ GIỚI

### 6.5.1 Thị trường phái sinh của Mỹ và Sở giao dịch quyền chọn Chicago

Thị trường phái sinh Mỹ có bề dày hơn 160 năm. Hiện nay, tại Ủy Ban Chứng Khoán Mỹ SEC (U.S Securities and Exchange Commission) có 6 thị trường quyền chọn đăng ký hoạt động và 12 thị trường hợp đồng tương lai. Hàng hóa trên thị trường phái sinh Mỹ cực kỳ phong phú, đa dạng.

Sở giao dịch quyền chọn Chicago – CBOE như đã đề cập là sở giao dịch có thị phần dẫn đầu thị trường quyền chọn tại Mỹ, chiếm 1/3 thị trường với 31,8% (năm 2008). Các sản phẩm phái sinh trên CBOE rất phong phú và đa dạng bao gồm: quyền chọn cổ phiếu; quyền chọn chỉ số cổ phiếu; quyền chọn của các hợp đồng tương lai; quyền chọn lãi suất...

CBOE luôn được biết đến là với tư cách dẫn đầu toàn thị trường về khả năng sáng tạo ra các sản phẩm mới, độc đáo trong lĩnh vực quyền chọn. Có thể chứng minh bằng một trong những sản phẩm thành công nhất trong lịch sử CBOE là quyền chọn đối với VIX (CBOE Volatility Index), được gắn mác là





sản phẩm phái sinh có tính sáng tạo cao nhất. Về bản chất, VIX được tính theo sự thay đổi giá của quyền chọn S&P 500 vốn được coi là thước đo tâm lý của nhà đầu tư đối với sự biến động thị trường. Năm 2007 kết thúc với thắng lợi lớn dành cho VIX khi khối lượng hợp đồng quyền chọn VIX tăng 363% so với năm trước đó và đạt 2,3 triệu hợp đồng được giao dịch trong năm, nhẩy vọt lên vị trí thứ hai trong nhóm sản phẩm quyền chọn chỉ số của CBOE.

Hệ thống các nhà tạo lập thị trường (Market Makers) của CBOE cũng rất đa dạng bao gồm các tổ chức/cá nhân đăng ký là thành viên của Sở và có hoạt động giao dịch tự doanh.

Chưa bao giờ có ý định dậm chân tại chỗ với sản phẩm quyền chọn vốn đã là truyền thống, CBOE đã mở rộng vị thế của mình bằng việc thành lập hai sở giao dịch The CBOE Futures Exchange, LLC (CFE) và CBOE Stock Exchange (CBSX). Trong đó CFE hướng mũi nhọn vào lĩnh vực hợp đồng tương lai đối với các chỉ số biến động giá, còn CBSX tập trung vào giao dịch các sản phẩm ETFs và 3.100 cổ phiếu có tính thanh khoản cao nhất của các sàn NYSE, AMEX, NASDAQ và thị trường OTC.

Có thể nói sự thành công của CBOE là kết tinh của nhiều yếu tố bên trong, đặc biệt phải kể đến năng lực sáng tạo sản phẩm; công tác đào tạo kiến thức, truyền đạt kinh nghiệm cho nhân viên và các hoạt động mang sản phẩm đến công chúng; hệ thống giao dịch đa năng hướng đến lợi ích cho người sử dụng.

Tuy nhiên, trên chặng đường phát triển của mình thì CBOE cũng đã vấp phải những trở ngại. Việc bán khống và nợ tín dụng dưới chuẩn đã đẩy Mỹ và các nước rơi vào cuộc đại khủng hoảng năm 2008 và đầu năm 2009. Việc Chính phủ Mỹ không kiểm soát nghiêm ngặt thị trường phái sinh đã làm cho thị trường phái sinh Mỹ năm 2008 phát triển quá mạnh, quá lớn vượt quá tầm kiểm soát gây hậu quả nghiêm trọng cho nền kinh tế.

### **6.5.2 Thị trường phái sinh Singapore**

Thị trường phái sinh Singapore được xây dựng từ năm 1984 với phương thức giao dịch chủ yếu là khớp lệnh tại sàn. Bắt đầu từ 2004, Sở giao dịch



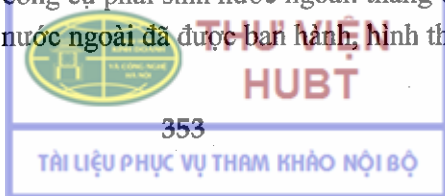
chứng khoán Singapore (SGX) đưa vào hoạt động giao dịch trực tuyến, có thể nói đây là bước ngoặt cho thị trường. Hiện nay 92% khối lượng giao dịch phái sinh chủ yếu thực hiện qua giao dịch trực tuyến. Xét về tổng khối lượng giao dịch quyền chọn cổ phiếu, Singapore đứng thứ 8 trên thế giới và đứng thứ 4 ở Châu Á. Thị trường phái sinh của Singapore được phát triển theo định hướng: (i) Đảm bảo các nhà đầu tư có đầy đủ thông tin; đảm bảo tính thanh khoản cao, trật tự, hiệu quả và công bằng trên thị trường. (ii) Tạo điều kiện phát triển của những sản phẩm sáng tạo đáp ứng được mọi nhu cầu cân đối lợi nhuận - rủi ro của các thành viên tham gia thị trường.

Vào năm 1995, thị trường phái sinh Singapore lần đầu tiên đưa quyền chọn cổ phiếu vào giao dịch nhưng không thành công vì một số lý do như: các tiêu chuẩn đối với việc niêm yết quá cao, nhiều quy định hạn chế, công chúng đầu tư vẫn ở trình độ thấp. Lần thứ hai đưa quyền chọn cổ phiếu vào giao dịch thành công là năm 2003, một trong những nguyên nhân thành công là: giới thiệu hệ thống giao dịch điện tử trực tuyến thay thế giao dịch khớp lệnh tại sàn, miễn yêu cầu về bản cáo bạch, giảm bớt các tiêu chuẩn niêm yết quyền chọn, xây dựng một số nhà tạo lập thị trường.

Các sản phẩm phái sinh tài chính phổ biến nhất tại thị trường Singapore là: hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu MSCI Đài Loan, hợp đồng tương lai chỉ số Nikkei, hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu MSCI Singapore, quyền chọn cổ phiếu (Structured Warrant). Các sản phẩm phái sinh hàng hoá ở Singapore chủ yếu giao dịch trên thị trường OTC, thông qua công ty SGX AsiaClear, trực thuộc Sở GDCK Singapore – một công ty chịu trách nhiệm về thanh toán, bù trừ các giao dịch phái sinh OTC nhằm phòng ngừa rủi ro giao dịch. Hiện Singapore đứng thứ 8 trên thế giới về giao dịch phái sinh hàng hoá, với tốc độ tăng trưởng của Thị trường chứng khoán phái sinh OTC từ 2004 đến 2006 là 46%/3 năm. Các sản phẩm phái sinh hàng hoá ở Singapore chủ yếu là vận tải biển và dầu khí.

### **6.5.3 Thị trường phái sinh Đài Loan**

Quá trình hình thành và phát triển của thị trường được chia làm 2 giai đoạn: (i) Giai đoạn giao dịch công cụ phái sinh nước ngoài: tháng 6/1992, luật giao dịch công cụ phái sinh nước ngoài đã được ban hành, hình thành nên khung



khổ pháp lý đầu tiên cho các giao dịch công cụ phái sinh tại các thị trường nước ngoài. (ii) Giai đoạn giao dịch công cụ phái sinh trong nước: tháng 12/1995, xây dựng bộ máy thực hiện giao dịch và thanh toán bù trừ cho giao dịch hợp đồng tương lai và quyền chọn. Tháng 6/1997, Luật giao dịch hợp đồng tương lai được ban hành, hình thành khuôn khổ pháp lý cho các loại giao dịch phái sinh áp dụng cho cả trong nước và quốc tế.

Sở giao dịch hợp đồng tương lai Đài Loan (TAIFEX) tiến hành phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 21/7/1997 với sản phẩm đầu tiên của mình là hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán bình quân gia quyền trọng số giá trị thị trường (TAIEX) đã nhanh chóng trở thành một trong những thị trường phái sinh tăng trưởng nhanh nhất thế giới.

Tăng trưởng của thị trường: từ khi đi vào hoạt động vào năm 1998 chỉ có 75.035 tài khoản giao dịch phái sinh nhưng đến năm 2005 con số này là 569.002 tài khoản. Tốc độ tăng trưởng khối lượng giao dịch cũng rất ấn tượng, theo thống kê thì vào 2005 khối lượng giao dịch của TAIFEX đứng thứ 3 toàn cầu, chỉ sau KOSPI 200 của Hàn Quốc và Dow Jones Euro Stock 50.

#### **6.5.4 Thị trường phái sinh Hàn Quốc**

Vào năm 1996, thị trường phái sinh ở Hàn Quốc ra đời sau khi trải qua hơn 10 năm chuẩn bị các mặt cơ sở vật chất, đội ngũ nhân lực, trang bị kiến thức về công cụ phái sinh cho những người hành nghề và công chúng đầu tư nhằm hoàn thiện thị trường phái sinh.

Thị trường phái sinh Hàn Quốc có sản phẩm chính thức đầu tiên là hợp đồng tương lai KOSPI 200. Đến thời điểm hiện tại, Hàn Quốc có hơn 15 sản phẩm phái sinh (14 sản phẩm tài chính và 1 sản phẩm hàng hoá) trên thị trường niêm yết. Về sản phẩm phái sinh tài chính, thị trường chủ yếu tập trung vào cổ phiếu, lãi suất, tiền tệ, cụ thể là các hợp đồng tương lai về cổ phiếu, chỉ số cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ, và các sản phẩm quyền chọn cổ phiếu, chỉ số cổ phiếu, quyền chọn hợp đồng tương lai trái phiếu.

Hàn Quốc giờ đây được xem là một trong những thị trường hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu lớn và sôi động nhất trên thế giới, với ba sản phẩm thành công nhất là hợp đồng tương lai chỉ số KOSPI



**TRƯ VIÊN**  
**HUBT**  
354

## Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

200 (ra đời năm 1996), quyền chọn chỉ số KOSPI 200 (1997), hợp đồng tương lai trái phiếu KTB 3 năm (1999). Hàn Quốc chiếm vị trí số 1 trong 10 Sở giao dịch hợp đồng tương lai trên thế giới xét về tổng khối lượng giao dịch (gần 2.500 triệu hợp đồng).

Những yếu tố cấu thành nên sự thành công tại thị trường phái sinh Hàn Quốc có thể kể ra:

- Hoàn thiện cơ chế luật pháp chặt chẽ và có các ưu đãi nhất định ban đầu đối với những thành viên tham gia thị trường, ví dụ như ưu đãi về thuế đối với các nhà tạo lập thị trường...
- Xây dựng cơ sở vật chất hiện đại cho thị trường phái sinh, đáp ứng yêu cầu giao dịch khớp lệnh nhanh chóng. Giao dịch trực tuyến được đưa vào áp dụng ngay từ ban đầu thành lập thị trường cũng là điểm mấu chốt vì giao dịch công cụ phái sinh đòi hỏi các giao dịch phải được khớp lệnh liên tục, với tốc độ cao. Đội ngũ nhân lực chất lượng đã giúp Hàn Quốc tự xây dựng hệ thống giao dịch trên thị trường phái sinh dựa trên phần mềm trong nước, qua đó giúp Hàn Quốc chủ động trong duy trì, vận hành và sửa chữa hệ thống khi cần thiết.
- Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc, Cơ quan giám sát tài chính AFC phối hợp với các Công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư tích cực mở các khoá đào tạo bồi dưỡng và nâng cao trình độ cho các nhân viên công ty chứng khoán, quỹ đầu tư và mở các khoá phổ cập kiến thức về công cụ phái sinh cho công chúng đầu tư.

### 6.6 THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM

Thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời vào năm 2000, cho đến nay thị trường đã trải qua nhiều sự thăng trầm. Tính đến đầu năm 2016, mặc dù Thị trường Phái sinh Việt Nam chưa thực sự hình thành, nhưng các điều kiện cần thiết để xây dựng thành công Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam đã được nghiên cứu, trao đổi và nỗ lực hoàn thiện trong suốt thời gian qua.

Với định hướng phát triển Thị trường Chứng khoán Việt Nam hoạt động ngày càng hiệu quả, lớn mạnh và toàn diện hơn, ngày 5/5/2015, Thủ tướng



Chính phủ đã ban hành Nghị định số 42/2015/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và Thị trường Chứng khoán Phái sinh.

### **6.6.1 Sự hình thành Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam**

Trong gần 20 năm qua, Việt Nam đã có những hoạt động chuẩn bị cho việc ra đời Thị trường Chứng khoán Phái sinh:

- Năm 1998, Bộ Thương mại (nay là Bộ Công thương) có Đề án Phát triển thị trường hàng hóa kỳ hạn về nông sản.
- Năm 2002, Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (nay là Sở giao dịch) hợp tác với một tổ chức tài chính Hoa Kỳ tổ chức Sàn giao dịch kỳ hạn hạt điều.
- Năm 2004, UBND tỉnh Đắk Lắk cho ra đời Trung tâm Giao dịch cà phê Buôn Ma Thuột và Ngân hàng Thương mại Cổ phần Techcombank cung cấp dịch vụ môi giới giao dịch mua bán cà phê trên các thị trường cà phê quốc tế.
- Năm 2005, Quốc hội ban hành Luật Thương mại, trong đó có quy định giao dịch hàng hóa qua Sở giao dịch hàng hóa.
- Năm 2006, Chính phủ ban hành Nghị định 158/2006/NĐ-CP hướng dẫn hoạt động mua bán hàng hóa qua Sở giao dịch hàng hóa.
- Năm 2010, Công ty trách nhiệm hữu hạn Triệu Phong cho ra đời Sở Giao dịch hàng hóa Việt Nam, giao dịch quyền lựa chọn về cà phê, cao su và sắt thép.
- Năm 2011, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước bắt đầu xây dựng đề án và tổ chức nhiều cuộc hội thảo về thị trường chứng khoán phái sinh.
- Năm 2012, chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam được Thủ tướng phê duyệt theo quyết định 252/2012/QĐ-TTg, qua đó Bộ Tài chính thành lập ban soạn thảo Nghị định của Chính phủ về tổ chức và hoạt động của Thị trường Chứng khoán Phái sinh nhằm tạo khung pháp lý để xây dựng và phát triển Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam.

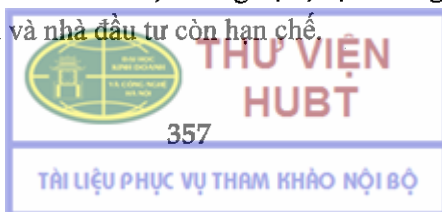


## Chương 6: Thị trường các công cụ phái sinh

- Ngày 11/3/2014, Thủ tướng đã ký Quyết định số 366/QĐ-TTg phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam.
- Ngày 5/5/2015, như đã đề cập, Thủ tướng ký ban hành Nghị định số 42/2015/NĐ-CP quy định về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh. Nghị định có hiệu lực thi hành kể từ ngày 1/7/2015 với đối tượng áp dụng của Nghị định này là các tổ chức, cá nhân Việt Nam và tổ chức, cá nhân nước ngoài tham gia đầu tư chứng khoán phái sinh và hoạt động trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam; tổ chức và cá nhân khác có liên quan đến hoạt động đầu tư, kinh doanh chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam.

Có thể thấy phái sinh tiền tệ là loại công cụ phái sinh xuất hiện sớm nhất, trong đó ngân hàng là một bên trong hợp đồng và bên còn lại có thể là khách hàng cá nhân, doanh nghiệp hoặc định chế tài chính khác. Trong thời gian đầu, phái sinh tiền tệ chỉ tập trung vào một số ít ngân hàng lớn như Vietcombank, Techcombank, Eximbank và một số ngân hàng nước ngoài như HSBC, Citibank..., nhưng vài năm trở lại đây, ngày càng có nhiều ngân hàng thương mại trong nước giới thiệu và cung cấp các loại sản phẩm phái sinh tiền tệ. Tuy nhiên, số lượng khách hàng còn ít, khối lượng giao dịch cũng khá nhỏ so với nhu cầu có thật của thị trường về phòng ngừa rủi ro tỉ giá và lãi suất.

Trên thị trường hàng hóa, các giao dịch kỳ hạn và tương lai đối với các hàng hóa cơ bản như gạo, cà phê, cao su, thép được các doanh nghiệp sử dụng nhiều trên các Sở giao dịch phái sinh nước ngoài như COMEX (SGD vàng, cao su, tơ lụa và gia súc) hoặc LME (SGD kim loại London)... Thị trường hàng hóa trong nước có 3 sàn giao dịch là Trung tâm giao dịch cà phê Buôn Mê Thuột, Sở giao dịch hàng hóa Việt Nam và Sàn giao dịch hàng hóa Sài Gòn Thương Tín..., đã bước đầu triển khai một số sản phẩm phái sinh như SGD hàng hóa Việt Nam (VNX) thực hiện niêm yết và giao dịch Hợp đồng tương lai của 3 nhóm hàng hóa gồm: cà phê (Robusta và Arabica), cao su (RSS3) và thép thời cán nóng (HRC). Nhưng đa phần các giao dịch phái sinh cũng mới chỉ dừng ở mức thăm dò, thử nghiệm, sự tham gia của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu và nhà đầu tư còn hạn chế.



### 6.6.2 Lợi ích của Thị trường Chứng khoán Phái sinh ở Việt Nam

Xét trên thực tế, việc phát triển Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam mang lại nhiều lợi ích cho các bên tham gia giao dịch và cả bên vận hành thị trường, cụ thể là:

*Thứ nhất*, thông qua việc sử dụng các công cụ phái sinh, nhà đầu tư có thể đưa ra nhiều đầu sách đầu tư, cũng như các chiến lược tiếp cận hoàn toàn mới để quản trị rủi ro mà xét về bản chất thì thông thường sẽ không tạo ra được khi thực hiện bằng những tài sản cơ sở.

*Thứ hai*, làm giàu danh mục sản phẩm trên thị trường tài chính Việt Nam. Qua 15 năm thành lập và phát triển, hệ thống sản phẩm của Sở Giao Dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh cũng như Sở Giao Dịch Chứng khoán Hà Nội chỉ dừng lại với các cổ phiếu, trái phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư mà hầu như không còn loại sản phẩm nào khác. Việc xây dựng thành công và đưa vào giao dịch chứng khoán phái sinh sẽ được xem là một bước tiến mới của toàn hệ thống, tạo ra bước ngoặt đối với thị trường tài chính khi vị thế đã được nâng lên một tầm mới.

*Thứ ba*, về bản chất kỹ thuật, các sản phẩm phái sinh giúp hạn chế rủi ro khi tham gia đầu tư tài chính và lẽ dĩ nhiên không thể triệt tiêu toàn bộ rủi ro. Thêm một ví dụ như khi hai bên tham gia hợp đồng kỳ hạn hay hợp đồng tương lai, trong khi những hợp đồng này giúp các bên tham gia quản trị rủi ro chứng khoán cơ sở mất giá (hoặc tăng giá) thì rủi ro tín dụng (rủi ro thanh toán) rằng một trong hai bên tham gia hợp đồng mất khả năng chi trả vẫn hiện hữu. Có thể thấy sự ra đời của các sở giao dịch, trung tâm lưu ký, trung tâm thanh toán bù trừ chỉ góp phần hạn chế rủi ro đến mức thấp nhất cho các nhà đầu tư tham gia thị trường phái sinh.

*Thứ tư*, việc đa dạng hóa công cụ đầu tư như vừa phân tích chắc chắn sẽ làm tăng sức hấp dẫn cho Thị trường Chứng khoán Việt Nam. Sức hấp dẫn cho Thị trường Chứng khoán được tăng lên, thu hút dòng vốn từ các nhà đầu tư, đặc biệt từ nhà đầu tư nước ngoài, giúp mở rộng room khối ngoại. Hơn nữa, sự ra đời của các công cụ phái sinh còn có thể trực tiếp làm tăng đầu tư của khối ngoại. Cụ thể, thay vì trực tiếp nắm giữ, nhà đầu tư nước ngoài có thể





nắm giữ sản phẩm phái sinh (quyền chọn mua/quyền chọn bán) với tài sản cơ sở là chính chứng khoán đó. Tóm lại, trừ phi tổ chức nước ngoài muốn trở thành cổ đông chiến lược, nắm quyền điều hành thì mọi hình thức đầu tư từ đầu tư giá trị (đầu tư theo kiểu nắm giữ lâu dài) tới đầu cơ ngắn hạn đều được thỏa mãn bởi các công cụ phái sinh.

*Thứ năm*, sự linh hoạt trong thanh toán không khác gì so với khi giao dịch chứng khoán cơ sở khiến các sản phẩm phái sinh trở nên rất hấp dẫn.

*Thứ sáu*, sự ra đời và phát triển Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam sẽ đưa Việt Nam đi theo con đường quốc tế hoá thị trường tài chính. Sau ngày 7/11/2006, Việt Nam chính thức gia nhập Tổ chức thương mại thế giới (WTO) qua đó tham gia vào thị trường rộng lớn toàn cầu. Chính sự kiện trọng đại này đã góp phần hoàn thiện, đưa thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển đi lên. Bởi vậy, việc cấu trúc lại hệ thống tài chính, xây dựng và hình thành thị trường chứng khoán phái sinh cũng có thể xem là vấn đề tất yếu, cần phải được chú trọng và đầu tư đúng chuẩn.

### **6.6.3 Cơ hội và thách thức đối với việc phát triển Thị trường Chứng khoán phái sinh Việt Nam**

Cơ hội cho việc phát triển Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam hiện nay rất lớn, xuất phát từ:

- ***Tiềm năng phát triển Thị trường chứng khoán ở Việt Nam***

Với một cơ chế chính trị ổn định, các chính sách, chủ trương khuyến khích mở rộng hợp lý trong những năm qua, Việt Nam vẫn duy trì được tốc độ phát triển kinh tế ở mức 5,5 – 7%/năm trong bối cảnh mà kinh tế thế giới biến động và còn khó khăn về nhiều mặt, qua đó tạo được niềm tin cho nhà đầu tư kể cả trong và ngoài nước, đặc biệt là đầu tư trên TTCK.

Mặc dù nguồn cung chứng khoán cho Thị trường Chứng khoán Phái sinh hiện nay còn nhiều hạn chế, nhưng với mục tiêu thực hiện cổ phần hóa tất cả các doanh nghiệp Nhà nước, đặc biệt, trong Hội nghị “Đẩy mạnh tái cơ cấu doanh nghiệp Nhà nước” được tổ chức ngày 13/11/2015, Chính phủ cũng đã yêu cầu các doanh nghiệp Nhà nước nghiêm túc đẩy mạnh, khẩn trương quá





trình cổ phần hoá. Có thể nói với đề án cho việc cổ phần hoá các doanh nghiệp quy mô lớn như Mobifone, Vinalines..., hay việc thoái vốn Nhà nước ở các công ty tên tuổi hàng đầu như Vinamilk, FPT, Bảo Minh..., sẽ mang lại các cổ phiếu vốn được nhà đầu tư, trong đó khối ngoại chiếm đông đảo, chờ đón trên sàn chứng khoán, qua đó làm phong phú danh mục hàng hoá cơ sở và mang lại tương lai hứa hẹn cho Thị trường Chứng khoán Phái sinh

• ***Nguồn vốn nhàn rỗi tiềm tàng trong công chúng***

Hiện việc thống kê chính xác lượng tiền nhàn rỗi của công chúng là rất khó, nhưng qua căn cứ vào tốc độ tăng trưởng huy động của Ngân hàng thương mại và lượng vàng nhập về Việt Nam thì số tiền này tương đương 45 tỉ USD (1/2 GDP). Từ đó có thể thấy khả năng dòng vốn chảy vào Thị trường Chứng khoán và Thị trường Chứng khoán Phái sinh là rất lớn.

• ***Thành phần đối tượng tham gia trên Thị trường Chứng khoán ngày càng mở rộng***

Từ khi thành lập vào năm 2000, TTCK đã trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm trên 100%. Tuy rằng tốc độ tăng trưởng có suy giảm trong các năm 2008 và 2009 do ảnh hưởng không tốt từ tình hình tài chính thế giới nhưng có thể khẳng định nhu cầu về đầu tư chứng khoán vẫn ở mức cao so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Ngoài ra, số lượng các nhà đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư có tổ chức tham gia thị trường ngày càng tăng.

• ***Sự quan tâm và hỗ trợ tối đa từ Chính phủ***

Có thể nhận thấy Chính phủ Việt Nam luôn quan tâm đến sự hình thành và phát triển của Thị trường Chứng khoán Phái sinh qua việc đã đưa ra lộ trình xây dựng và phát triển cụ thể, cố gắng xây dựng khuôn khổ pháp lý để vận hành thị trường tốt nhất có thể. Với sự hậu thuẫn của Chính Phủ, khả năng xây dựng thành công Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam là đầy hứa hẹn.

• ***Mở rộng cánh cửa đi vào con đường quốc tế hoá thị trường tài chính***

Sau ngày 7/11/2006, Việt Nam chính thức gia nhập Tổ chức thương mại thế



giới (WTO) qua đó tham gia vào thị trường rộng lớn toàn cầu. Chính sự kiện trọng đại này đã góp phần hoàn thiện, đưa thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển đi lên. Xu thế tự do hoá tài chính từng bước hội nhập kinh tế khu vực và thế giới không còn là sự lựa chọn của bất kỳ quốc gia nào mà nó đang là hướng đi tất yếu bắt buộc để các quốc gia đi vào quỹ đạo chung của thế giới. Bởi vậy, việc cấu trúc lại hệ thống tài chính, xây dựng và hình thành thị trường chứng khoán phái sinh cũng có thể xem là vấn đề tất yếu, cần phải được chú trọng và đầu tư đúng chuẩn nếu muốn theo kịp với thế giới và không muốn tụt hậu ở phía sau.

Thị trường chứng khoán phái sinh được nhiều chuyên gia nhận định là một thị trường cấp cao, do đó tiềm ẩn sự phức tạp và rủi ro hệ thống, vẫn có nguy cơ đổ vỡ thị trường nếu không được vận hành và sử dụng hợp lý. Do đó việc xây dựng Thị trường Chứng khoán Phái sinh Việt Nam – thực tế chưa có tiền lệ và chúng ta chưa có kinh nghiệm nên đòi hỏi phải thật cẩn trọng. Những thách thức đối diện trong quá trình này là không nhỏ, đó là những hạn chế về: (i) Trình độ và nhận thức của công chúng về thị trường chứng khoán phái sinh. (ii) Cơ sở hạ tầng cho thị trường chứng khoán phái sinh. (iii) Hành lang pháp lý cho thị trường chứng khoán phái sinh. (iv) Tính thanh khoản của thị trường...

Trong thời gian tới, hy vọng và tin tưởng rằng với một lộ trình khoa học, cùng với nỗ lực và quyết tâm thực hiện thị Việt Nam sẽ xây dựng thành công thị trường chứng khoán phái sinh, từng bước đáp ứng mọi nhu cầu và kỳ vọng của một nền kinh tế ngày một phát triển. Sự chung tay xây dựng và tinh thần trách nhiệm sẽ góp phần thúc đẩy quá trình này diễn ra nhanh, hiệu quả và tốt đẹp hơn.

## TÓM TẮT CHƯƠNG 6

- Thị trường các công cụ phái sinh là nơi giao dịch các loại công cụ tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào một tài sản cơ sở đã được hình thành trước đó. Tuy rằng “sinh sau đẻ muộn” hơn so với các loại thị trường tài chính khác, nhưng thị trường công cụ phái sinh đã thể hiện rõ được các vai trò quan trọng của mình: bảo hiểm trước rủi ro, cung cấp các chỉ báo giá, tạo điều kiện thuận lợi cho điều hành và tăng tính hiệu quả cho hoạt động trên thị trường.
- Căn cứ vào đặc điểm giao dịch, các công cụ phái sinh gồm có hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai, hợp đồng hoán đổi và hợp đồng quyền chọn. Các công cụ này với các đặc điểm riêng biệt nhất định đã đáp ứng rất hiệu quả các nhu cầu giao dịch đa dạng trong thực tế của các bên mua và bán trên thị trường. Mỗi loại công cụ được trình bày rất chi tiết trong nội dung chương 6, ngoài ra chương này còn đề cập thêm các loại công cụ phái sinh khác như hợp đồng bán khống, chứng quyền, quyền tiền mãi và hợp đồng repo.
- Hàng hoá cơ sở của các công cụ phái sinh rất đa dạng, có thể là chứng khoán, chỉ số chứng khoán, hàng hoá thực, lãi suất, ngoại hối và tín dụng. Chính các loại hàng hoá phong phú này đã làm tăng sự đa dạng và mở rộng phạm vi, cũng như khả năng đáp ứng hiệu quả các chủ thể có nhu cầu giao dịch trên thị trường các công cụ phái sinh.
- Thị trường các công cụ phái sinh được đánh giá là một loại thị trường tài chính bậc cao. Điều này đặc biệt được thể hiện trong cách thức các công cụ phái sinh được tạo lập và tiến hành giao dịch trên thị trường.
- Thị trường các công cụ phái sinh đã hình thành và phát triển hiệu quả ở nhiều nước trên thế giới, tuy vậy tại Việt Nam cho đến nay thị trường này vẫn đang trong giai đoạn xây dựng và người ta vẫn đang kỳ vọng vào một thị trường vận hành hiệu quả trong tương lai. Theo đó, nội dung chương đã cung cấp cái nhìn về các thị trường công cụ phái sinh trên thế giới và mô tả, đánh giá quá trình triển khai xây dựng thị trường công cụ phái sinh ở Việt Nam.



THƯ VIỆN  
HUBT  
362

## CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Trình bày các chức năng chủ yếu của thị trường công cụ phái sinh.
2. Giải thích tại sao đầu tư vào công cụ phái sinh lại có đòn bẩy lợi nhuận cao hơn rất nhiều so với đầu tư tài sản cơ sở? Cho ví dụ minh họa.
3. Dựa trên những thông tin về công cụ phái sinh và các thị trường phái sinh đã tìm hiểu, hãy liên hệ thực tế với thị trường phái sinh Việt Nam.
4. Công ty chứng khoán chào bán quyền chọn bán cổ phiếu với các thông tin như sau:

- Số lượng quyền: 5.000 (mỗi quyền được phép bán một cổ phiếu AAA)
- Giá thực hiện: \$53
- Phí quyền chọn: \$4/quyền
- Ngày thực hiện quyền: 30/9 (thời hạn 6 tháng)
- Giá thị trường của cổ phiếu AAA vào ngày 31/3 là \$40 và được các tổ chức dự báo sẽ tăng đến \$55 vào cuối tháng 9.

Hỏi: trong trường hợp nhà đầu tư X mua 3.000 quyền chọn bán và giả sử giá đóng cửa của AAA vào 29/9 là \$54,5 thì lợi nhuận của X sẽ là bao nhiêu trong từng trường hợp thực hiện và không thực hiện quyền?

5. Một công ty bảo hiểm sở hữu \$50 triệu trái phiếu có lãi suất thả nổi, bằng lãi suất LIBOR+1%. Khoản cho vay này được tài trợ bởi các hợp đồng đầu tư có lãi suất cố định 10%. Một công ty tài chính có \$50 triệu khoản cho vay ô tô, lãi suất cố định 14%. Khoản cho vay được tài trợ bởi CDs có lãi suất thả nổi LIBOR+4%

- a. Công ty bảo hiểm sẽ có thể gặp rủi ro gì?
- b. Công ty tài chính sẽ có thể gặp rủi ro gì?
- c. Dòng tiền mục tiêu của mỗi bên khi tham gia hợp đồng swap là gì?
- d. Công ty nào là người mua và công ty nào là người bán trong swap?



363

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- e. Vẽ hướng các dòng tiền liên quan trong hợp đồng swap.
6. Công ty xuất nhập khẩu của Hồng Kông cần có 1.500.000 USD để thanh toán tiền hàng trong 3 tháng tới. Để đảm bảo có 1.500.000 USD thanh toán nợ đúng hạn trong điều kiện dự đoán USD có khả năng tăng giá thì ngay từ bây giờ công ty nhập khẩu đã mua hợp đồng kỳ hạn 1.500.000 USD tại tỉ giá thực hiện USD/HKD 5,6050. Ngoài ra không có thêm bất kỳ phí nào nữa. Hỏi công ty sẽ có khoản lời lỗ là bao nhiêu so với không mua hợp đồng kỳ hạn khi tỉ giá giao ngay trên thị trường vào 3 tháng sau là:
- a. USD/HKD 5,6090
  - b. USD/HKD 5,6030
  - c. USD/HKD 5,6700
7. Phân tích cơ hội, thách thức, thực trạng và giải pháp phát triển thị trường phái sinh tại Việt Nam?



---

# PHẦN III

## CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH

---



THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

# CHƯƠNG 7

## NGÂN HÀNG

*Mục tiêu của chương này cung cấp các kiến thức về ngân hàng để người đọc có thể hiểu được bản chất, cách thức và mục tiêu hoạt động của các loại hình ngân hàng khác nhau trên thực tế. Hiểu được chức năng vốn có của từng loại hình ngân hàng, đồng thời tìm hiểu rõ các nghiệp vụ mà ngân hàng triển khai trong quá trình hoạt động. Cuối cùng người đọc cũng sẽ biết được một số quy định cơ bản của cơ quan quản lý thiết lập dành cho hệ thống ngân hàng, đặc biệt đối với các ngân hàng thương mại.*

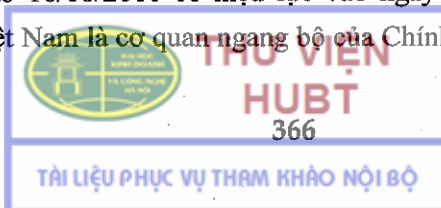
### 7.1 NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

#### 7.1.1 Khái niệm ngân hàng trung ương

Thuật ngữ ngân hàng trung ương là thuật ngữ được sử dụng chung để chỉ ngân hàng đầu não của mỗi quốc gia, là ngân hàng độc quyền phát hành tiền và thực hiện các chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng nhằm ổn định giá trị tiền tệ góp phần đảm bảo an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng.

Ở mỗi nước, ngân hàng trung ương có những tên gọi khác nhau: Ngân hàng Pháp Quốc, Ngân hàng Anh quốc, Hệ thống Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ, Ngân hàng dự trữ Ấn Độ, Ngân hàng dự trữ Newzeland, Ngân hàng dự trữ Austraylia, Ngân hàng Nhật Bản, Ngân hàng Thái Lan, Cơ quan tiền tệ Singapore...

Ngân hàng trung ương Việt Nam gọi tên là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Theo Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam số 46/2010/QH12 được Quốc hội thông qua vào 16/06/2010 có hiệu lực vào ngày 01/01/2011: “Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cơ quan ngang bộ của Chính phủ, là Ngân hàng trung



ương của nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam. Ngân hàng Nhà nước thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ, hoạt động ngân hàng và ngoại hối; thực hiện chức năng của Ngân hàng trung ương về phát hành tiền, ngân hàng của các tổ chức tín dụng và cung ứng dịch vụ tiền tệ cho Chính phủ. Hoạt động của Ngân hàng Nhà nước nhằm ổn định giá trị đồng tiền; bảo đảm an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng; bảo đảm sự an toàn, hiệu quả của hệ thống thanh toán quốc gia; góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa”.

### 7.1.2 Chức năng của ngân hàng trung ương

Trên thị trường tài chính, ngân hàng trung ương có vai trò rất quan trọng. Ngân hàng trung ương vừa hoạt động với tư cách là một định chế tài chính vừa hoạt động với tư cách là một tổ chức của nhà nước nhằm thực hiện vai trò quản lý nhà nước trên lĩnh vực tiền tệ ngân hàng.

Với vai trò là một định chế tài chính, ngân hàng trung ương tạo ra các tài sản tài chính thông qua hoạt động phát hành tiền và phát hành các tín phiếu ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương cũng tham gia các hoạt động tiền gửi, cho vay, chiết khấu, mua bán giấy tờ có giá, mua bán ngoại hối trên thị trường tài chính. Tuy nhiên, khách hàng của ngân hàng trung ương chỉ có các ngân hàng thương mại, các định chế tài chính khác và nhà nước.

Với vai trò là một cơ quan quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng, ngân hàng trung ương trực tiếp quản lý và kiểm soát hoạt động của các ngân hàng thương mại, trực tiếp xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ quốc gia, giúp cho các ngân hàng thương mại hoạt động an toàn và hiệu quả, giúp cho lưu thông tiền tệ quốc gia ổn định. Từ đó, tạo điều kiện ổn định và phát triển thị trường tài chính.

Rõ ràng, ngân hàng trung ương giữ một vị trí quan trọng trên thị trường tài chính của mỗi quốc gia. Vai trò của ngân hàng trung ương trên thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung thể hiện qua các chức năng sau đây của ngân hàng trung ương:



THƯ VIỆN  
HUBT

367

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



### 7.1.2.1 Chức năng phát hành tiền

Ngân hàng trung ương là cơ quan độc quyền phát hành tiền mặt (gồm tiền giấy và tiền kim loại). Đây là chức năng cơ bản và quan trọng nhất của ngân hàng trung ương. Bởi lẽ thông qua chức năng này, ngân hàng trung ương có thể tác động và ảnh hưởng đến tình hình tiền tệ quốc gia, từ đó ảnh hưởng đến các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế như những vấn đề về lạm phát, tăng trưởng kinh tế cũng như an sinh xã hội. Đặc biệt, chức năng này càng trở nên quan trọng hơn nữa đối với ngân hàng trung ương của những quốc gia có tầm ảnh hưởng lớn trên thế giới như Mỹ, Anh, các quốc gia Châu Âu. Bởi vì, thực hiện chức năng này, không những có tác động đến tình hình kinh tế tài chính trong nước mà còn có tác động đến tình hình kinh tế tài chính trên thế giới, chẳng hạn như Hệ thống Dự trữ liên bang Mỹ, Ngân hàng Anh Quốc, Ngân hàng trung ương Châu Âu...

Ngân hàng trung ương cung ứng tiền vào lưu thông qua bốn kênh:

- Kênh tín dụng đối với chính phủ

Phát hành tiền qua kênh tín dụng đối với chính phủ hay còn gọi là kênh ngân sách nhà nước. Thông thường, ngân sách nhà nước rơi vào một trong ba trạng thái sau: ngân sách nhà nước cân bằng, ngân sách nhà nước bội thu (thặng dư), ngân sách nhà nước bội chi (thâm hụt). Khi ngân sách nhà nước bị thâm hụt thì sẽ phải đi vay tiền để bù đắp sự thiếu hụt. Nếu chính phủ xử lý bằng cách vay tiền của ngân hàng trung ương thì khối lượng cung tiền trong nền kinh tế sẽ tăng lên.

Ngoài ra, việc phát hành tiền qua kênh tín dụng đối với chính phủ không chỉ đáp ứng trong trường hợp để xử lý bội chi ngân sách nhà nước mà còn trong trường hợp cung ứng vốn cho ngân sách nhà nước theo từng đợt phát hành trái phiếu chính phủ để chính chủ có thể kịp thời thực hiện các chương trình và kế hoạch hành động của mình.

- Kênh tín dụng đối với hệ thống ngân hàng trung gian

Ngân hàng trung ương có thể cho vay đối với các ngân hàng trung gian với tư cách là ngân hàng của các ngân hàng hoặc với tư cách là ngân hàng điều



tiết tiền tệ nhằm thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ. Ngân hàng trung ương cấp tín dụng cho các ngân hàng trung gian dưới các hình thức: cho vay tái cấp vốn và cho vay thanh toán. Những trường hợp này đều dẫn đến việc phát hành tiền vào trong lưu thông của ngân hàng trung ương. Nói cách khác, ngân hàng trung gian là một cửa ngõ phát hành tiền của ngân hàng trung ương.

- Kênh thị trường mở

Ngân hàng trung ương tổ chức và thực hiện mua bán ngắn hạn các giấy tờ có giá với các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng trên thị trường mở (xem chương 2). Theo đó, khi ngân hàng trung ương mua các giấy tờ có giá trên thị trường mở có nghĩa là ngân hàng trung ương đã bơm tiền vào lưu thông; và ngược lại, muốn thu hẹp lượng tiền cung ứng, ngân hàng trung ương thực hiện bán các giấy tờ có giá. Hiện nay, ở hầu hết các nước trên thế giới đều thực hiện phương thức phát hành tiền chủ yếu qua kênh này bởi vì nó rất linh hoạt, chủ động. Phát hành tiền qua kênh này cũng được xem là một nghiệp vụ phát hành có đảm bảo – đó chính là các giấy tờ có giá (ngắn hạn, trung hạn hoặc dài hạn).

- Kênh thị trường ngoại hối

Ngân hàng trung ương với tư cách là cơ quan quản lý kinh tế vĩ mô của nhà nước phải can thiệp vào thị trường ngoại hối khi cần thiết và không vì mục tiêu lợi nhuận. Khi cung cầu ngoại hối mất cân đối thì ngân hàng trung ương can thiệp với tư cách là người mua, người bán trên thị trường. Khi cung vượt cầu, ngân hàng trung ương sẽ mua vào ngoại tệ và vàng, điều này làm cho khối lượng tiền được phát hành vào lưu thông và khối lượng dự trữ ngoại tệ và vàng của ngân hàng trung ương sẽ gia tăng. Ngược lại, khi cầu vượt cung, ngân hàng trung ương sẽ bán ra ngoại tệ và vàng, điều này làm cho khối lượng tiền được thu hồi nhập kho tang và khối lượng dự trữ ngoại tệ và vàng của Ngân hàng trung ương sẽ giảm. Như vậy, ngân hàng trung ương có thể sử dụng thị trường ngoại hối như là một kênh phát hành tiền vào lưu thông cũng như điều tiết lưu thông tiền tệ.

### 7.1.2.2 Chức năng ngân hàng của các ngân hàng

Ngân hàng trung ương trong quá trình quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng thì không quan hệ trực tiếp với công chúng mà chỉ quan hệ với các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng. Chính vì thế người ta nói ngân hàng trung ương là ngân hàng của các ngân hàng. Chức năng này của ngân hàng trung ương được thể hiện cụ thể ở nghiệp vụ sau:

- Mở tài khoản, nhận tiền gửi và quản lý các khoản tiền gửi của các ngân hàng trung gian

Các ngân hàng trung gian mở tài khoản tại ngân hàng trung ương ngoài việc gửi các khoản tiền dự trữ bắt buộc còn có nhu cầu gửi vào các khoản tiền gửi thanh toán để đáp ứng nhu cầu giao dịch, thanh toán. Như vậy, tiền gửi của các ngân hàng trung gian tại ngân hàng trung ương bao gồm hai khoản. *Thứ nhất*, là tiền gửi dự trữ bắt buộc, đó là phần dự trữ mà ngân hàng trung ương bắt buộc các ngân hàng trung gian phải dự trữ trên tổng số vốn huy động nằm trong đối tượng phải chịu dự trữ. Tùy theo mục tiêu của chính sách tiền tệ mà ngân hàng trung ương qui định tỉ lệ dự trữ này cao hay thấp. *Thứ hai*, là tiền gửi thanh toán, đó là các khoản tiền gửi không chịu sự bắt buộc của ngân hàng trung ương mà các ngân hàng trung gian mở để phục vụ cho nhu cầu thanh toán thường xuyên giữa các ngân hàng với nhau.

- Trung gian thanh toán giữa các ngân hàng trung gian

Việc thanh toán giữa các ngân hàng trung gian phải thông qua tài khoản tại ngân hàng trung ương để tham gia thanh toán bù trừ. Hệ thống thanh toán bù trừ là hệ thống thanh toán hiện đại. Hầu hết các ngân hàng trung gian đều phải tham gia vào thanh toán bù trừ, điều này không những có lợi cho toàn hệ thống ngân hàng mà còn đem lợi lại cho chính bản thân ngân hàng trung gian. Ngân hàng trung ương là cơ quan chủ trì thanh toán bù trừ. Để tham gia vào hệ thống thanh toán bù trừ, các ngân hàng trung gian phải mở tài khoản giao dịch tại Ngân hàng trung ương và đồng thời phải đáp ứng các yêu cầu về mặt tổ chức, kỹ thuật.



THƯ VIỆN  
HUBT  
370

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

▪ Cấp tín dụng cho các ngân hàng trung gian

Ngân hàng trung ương cấp tín dụng dưới hai hình thức: (i) Tái cấp vốn như: cho vay lại theo hồ sơ tín dụng; chiết khấu hay tái chiết khấu; cầm cố hay tái cầm cố các giấy tờ có giá ngắn hạn nhằm cung cấp thêm những phương tiện thanh toán cho nền kinh tế, tăng cường vốn cho vay của ngân hàng trung gian. (ii) Cho vay thanh toán: nhằm đáp ứng nhu cầu thanh khoản tạm thời cho các ngân hàng hoặc cứu cánh cho ngân hàng trung gian khi cần thiết. Khi ngân hàng trung ương cấp tín dụng cho ngân hàng trung gian phải tuân thủ các nguyên tắc hoàn trả đầy đủ vốn và lãi đúng hạn, sử dụng vốn đúng mục đích, phải có đảm bảo bằng các giấy tờ có giá.

7.1.2.3 Chức năng ngân hàng của nhà nước

Ngân hàng trung ương là ngân hàng của nhà nước được thể hiện qua các nội dung sau đây: làm đại lý cho chính phủ trong việc phát hành trái phiếu chính phủ cũng như thanh toán các khoản tiền gốc và lãi trái phiếu; mở tài khoản và giao dịch với hệ thống kho bạc nhà nước; thực hiện thanh toán theo yêu cầu của chính phủ; thực hiện cấp tín dụng cho chính phủ khi cần thiết; quản lý dự trữ quốc gia; tư vấn cho chính phủ trong lĩnh vực tiền tệ ngân hàng; đại diện cho chính phủ tại các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế trong việc đàm phán, ký kết các hiệp định về lĩnh vực tiền tệ ngân hàng...

7.1.2.4 Chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và các hoạt động ngân hàng

Khi đề cập đến chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và các hoạt động ngân hàng thì phải đề cập đến hai khía cạnh: một là, quản lý hoạt động của toàn bộ hệ thống ngân hàng trung gian; hai là, thực hiện quản lý vĩ mô đối với nền kinh tế.

• Quản lý hoạt động của toàn bộ hệ thống ngân hàng

Ngân hàng trung ương thực hiện chức năng này với tư cách là một bộ phận cấu thành của bộ máy nhà nước. Vì vậy, ngân hàng trung ương thực hiện quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng. Mục tiêu của việc quản lý hoạt động toàn bộ hệ thống ngân hàng là nhằm đảm bảo an toàn và hiệu quả cho hoạt động của hệ thống ngân hàng.



- Thực hiện quản lý vĩ mô đối với nền kinh tế trên lĩnh vực tiền tệ ngân hàng

Nội dung của việc quản lý vĩ mô đối với nền kinh tế trên lĩnh vực tiền tệ ngân hàng đó là ngân hàng trung ương xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ quốc gia nhằm các mục tiêu sau: ổn định tiền tệ, tăng trưởng kinh tế và hạn chế thất nghiệp. Tuy nhiên, các mục tiêu này không phải lúc nào cũng đồng thuận với nhau mà có thể xảy ra xung đột, mâu thuẫn với nhau. Do đó, đòi hỏi phải có chủ trương thích hợp cho chính sách tiền tệ, tìm ra giải pháp để dung hoà được các mục tiêu trong từng giai đoạn cụ thể.

## 7.2 NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI

### 7.2.1 Khái niệm ngân hàng thương mại

Ngân hàng thương mại là hình thái ngân hàng ra đời sớm nhất, gắn liền với sự xuất hiện của hoạt động ngân hàng. Ngân hàng thương mại là một tổ chức tín dụng chuyên kinh doanh tiền tệ và các hoạt động ngân hàng vì mục tiêu lợi nhuận. Theo Điều 4 Luật Các Tổ Chức Tín Dụng Việt Nam, số 47/2010/QH12 ngày 16 tháng 06 năm 2010: “*Ngân hàng* là loại hình tổ chức tín dụng có thể được thực hiện tất cả các hoạt động ngân hàng theo quy định của Luật này. Theo tính chất và mục tiêu hoạt động, các loại hình ngân hàng bao gồm ngân hàng thương mại, ngân hàng chính sách, ngân hàng hợp tác xã”. “*Ngân hàng thương mại* là loại hình ngân hàng được thực hiện tất cả các hoạt động ngân hàng và các hoạt động kinh doanh khác theo quy định của Luật này nhằm mục tiêu lợi nhuận”

Ngân hàng thương mại là một định chế tài chính trung gian có vị trí quan trọng trong nền kinh tế nói chung và trên thị trường tài chính nói riêng. Hoạt động của ngân hàng thương mại đa dạng và tổng hợp nhiều nghiệp vụ, nhiều dịch vụ. Các ngân hàng thương mại thu hút nguồn vốn trước hết bằng cách huy động tiền gửi không kỳ hạn, tiền gửi có kỳ hạn, tiền gửi tiết kiệm, các hình thức huy động khác như phát hành kỳ phiếu ngân hàng, trái phiếu ngân hàng...sau đó họ dùng số vốn này để thực hiện cho vay sản xuất kinh doanh, cho vay tiêu dùng...Ngoài các hoạt động của ngân hàng thương mại là nhận tiền gửi và cho vay kể trên thì còn có dịch vụ thanh toán và các dịch vụ khác



như chuyển tiền, bảo lãnh, uỷ thác... Ngân hàng thương mại là loại hình ngân hàng lâu đời nhất có từ lúc ngân hàng mới ra đời.

Với sự phát triển của ngân hàng đa năng, ranh giới giữa ngân hàng thương mại và các ngân hàng trung gian khác ngày càng mờ nhạt. Nhưng người ta vẫn tách ngân hàng thương mại ra một nhóm riêng vì những lý do đặc biệt. Một trong những lý do đặc biệt đó là thông qua hoạt động cho vay và thanh toán, hệ thống các ngân hàng thương mại có thể tạo ra lượng bút tệ, là bộ phận lớn và quan trọng trong khối cung tiền tệ của nền kinh tế, có ảnh hưởng lớn đến chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương. Ngoài ra, tổng tài sản của ngân hàng thương mại luôn là khối lượng tài sản lớn nhất trong toàn hệ thống ngân hàng thương mại.

### 7.2.2 Chức năng của ngân hàng thương mại

Trên thị trường tài chính, ngân hàng thương mại có vai trò quan trọng thể hiện qua các chức năng và nghiệp vụ của ngân hàng thương mại.

#### • Chức năng thủ quỹ

Với chức năng này, ngân hàng thương mại nhận tiền gửi, giữ tiền, bảo quản tiền, thực hiện yêu cầu rút tiền, chi tiền cho khách hàng của mình là các chủ thể trong nền kinh tế. Đứng trên các khía cạnh khác nhau mà chức năng thủ quỹ góp phần tạo ra lợi ích cho các chủ thể khác nhau. *Thứ nhất*, đối với khách hàng, chức năng thủ quỹ giúp cho khách hàng ngoài việc đảm bảo an toàn tài sản của mình thì còn giúp sinh lời được đồng vốn tạm thời thừa. *Thứ hai*, đối với ngân hàng, chức năng thủ quỹ giúp ngân hàng có được nguồn vốn để ngân hàng thực hiện chức năng tín dụng và là cơ sở để ngân hàng thực hiện được chức năng trung gian thanh toán. *Thứ ba*, đối với nền kinh tế, chức năng thủ quỹ khuyến khích tích lũy trong xã hội đồng thời tập trung nguồn vốn tạm thời thừa để phục vụ phát triển kinh tế.

#### • Chức năng trung gian thanh toán

Với chức năng này, ngân hàng thương mại thay mặt khách hàng trích tiền trên tài khoản trả cho người thụ hưởng do mua hàng hoá, dịch vụ và các khoản chi khác hoặc nhận tiền vào tài khoản từ việc bán hàng hoá, dịch vụ



và các khoản thu khác. Đây cũng là một chức năng vô cùng có ý nghĩa khi đem lại lợi ích: *Thứ nhất*, đối với khách hàng, chức năng này giúp cho khách hàng thanh toán một cách nhanh chóng, an toàn, hiệu quả. Bởi vì khi thanh toán trực tiếp giữa các chủ thể với nhau mà không thông qua ngân hàng thì sẽ gặp nhiều rủi ro, chi phí thanh toán cao, không nhanh chóng, đặc biệt là khi các chủ thể này cách xa nhau. *Thứ hai*, đối với ngân hàng, chức năng này tạo điều kiện thu hút nguồn vốn tiền gửi thông qua cung ứng một dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt có chất lượng cao đồng thời nó là cơ sở để ngân hàng thương mại tạo ra bút tệ góp phần tăng quy mô tín dụng cho nền kinh tế. *Thứ ba*, đối với nền kinh tế, chức năng này giúp đẩy nhanh quá trình lưu thông hàng hoá, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nâng cao hiệu quả của quá trình tái sản xuất xã hội, đồng thời nó cũng giúp làm giảm khối lượng tiền mặt dẫn đến tiết kiệm chi phí lưu thông tiền mặt.

• **Chức năng trung gian tín dụng**

Ngân hàng thương mại là cầu nối giữa người thừa vốn và người thiếu vốn. Ngân hàng huy động và tập trung các nguồn vốn tiền tệ tạm thời nhàn rỗi trong nền kinh tế để tạo lập và sử dụng nguồn vốn đó để cho vay đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh và tiêu dùng của các chủ thể trong nền kinh tế. Chức năng này đem lại lợi ích cho các chủ thể như sau: *Thứ nhất*, đối với khách hàng là người gửi tiền, họ sẽ thu lợi từ nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của mình dưới hình thức tiền lãi đồng thời đảm bảo an toàn tiền gửi và được hưởng những tiện ích mà ngân hàng mang lại; còn đối với người đi vay, chức năng này giúp cho các chủ thể trong nền kinh tế thoả mãn được nhu cầu vốn tạm thời thiếu hụt trong quá trình sản xuất kinh doanh và tiêu dùng, đồng thời tiết kiệm được chi phí, tiết kiệm thời gian tìm kiếm được nguồn vốn tiện lợi, an toàn và hợp pháp. *Thứ hai*, đối với ngân hàng, chức năng này là cơ sở cho sự tồn tại và phát triển ngân hàng thông qua lợi nhuận từ chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi, đồng thời nó là cơ sở để ngân hàng thương mại tạo bút tệ góp phần tăng quy mô tín dụng cho nền kinh tế. *Thứ ba*, đối với nền kinh tế, chức năng này giúp điều hoà vốn tiền tệ từ nơi tạm thời dư thừa đến nơi tạm thời thiếu hụt góp phần phát triển sản xuất kinh doanh thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.





### 7.2.3 Các nghiệp vụ của ngân hàng thương mại

Một cách tốt nhất để nắm bao quát các nghiệp vụ của ngân hàng thương mại là dựa vào bảng cân đối tài sản của ngân hàng thương mại – đây là bảng báo cáo tổng hợp về tình hình tài sản và nguồn vốn của ngân hàng thương mại. Dựa vào bảng cân đối tài sản, các nghiệp vụ của ngân hàng thương mại được chia ra thành nghiệp vụ nội bảng và nghiệp vụ ngoại bảng. Nghiệp vụ nội bảng bao gồm nghiệp vụ tài sản nợ và nghiệp vụ tài sản có; nghiệp vụ ngoại bảng là các nghiệp vụ trung gian hoa hồng.

#### 7.2.3.1 Nghiệp vụ tài sản nợ

Đây là nghiệp vụ tạo lập nguồn vốn hoạt động của ngân hàng thương mại. Nghiệp vụ tài sản nợ của ngân hàng thương mại bao gồm:

##### ▪ Nghiệp vụ tạo vốn tự có

Vốn tự có ở đây được hiểu là nguồn vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Khi sử dụng nguồn vốn này thì ngân hàng không phải cam kết hoàn trả. Nguồn vốn này tuy thường chiếm tỉ trọng nhỏ trong tổng nguồn vốn của ngân hàng thương mại nhưng lại có ý nghĩa đặc biệt quan trọng. Một là, nó được xem như “tấm đệm” giúp ngân hàng có thể chống đỡ trước những biến động bất thường của nền kinh tế có tác động xấu đến hoạt động của ngân hàng. Hay nói cách khác, vốn tự có biểu thị khả năng phòng vệ rủi ro của một ngân hàng thương mại và qua đó giúp ngân hàng tồn tại và tiếp tục phát triển. Trong thực hành quản trị ngân hàng thương mại hiện đại, vốn tự có của ngân hàng khi được nhìn nhận trên khía cạnh kinh tế sẽ cho biết nhu cầu về nguồn vốn phải có nhằm đảm bảo bù đắp cho những tổn thất ngoài dự kiến của ngân hàng và được tính toán xác định giá trị hợp lý thông qua các mô hình đo lường nội bộ của ngân hàng. Hai là, vốn tự có là cơ sở để ngân hàng tiến hành thu hút các nguồn vốn khác. Tùy theo pháp luật về ngân hàng của mỗi quốc gia, tùy theo tình hình cụ thể của nền kinh tế mà có những quy định tương ứng đối với ngân hàng về giới hạn cho phép mở rộng huy động vốn căn cứ vào quy mô nguồn vốn tự có của ngân hàng. Ba là, vốn tự có còn có ý nghĩa điều chỉnh khi trong quá trình hoạt động của ngân hàng thương mại, nó là cơ sở để ngân hàng xây dựng các giới hạn đảm bảo an toàn trong kinh



THƯ VIỆN  
HUBT

375

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



doanh như giới hạn cấp tín dụng cho một khách hàng, một nhóm khách hàng, một ngành nghề nhất định,...Cơ quan chịu trách nhiệm giám sát ngân hàng cũng thường căn cứ vào vốn tự có của ngân hàng để thực hiện các hoạt động giám sát từ xa hoặc thanh tra tại chỗ, nhằm duy trì sự ổn định, an toàn cho từng ngân hàng cũng như toàn hệ thống.

Các cấu thành chủ yếu trong nguồn vốn tự có của ngân hàng thương mại bao gồm:

o *Vốn điều lệ*

Đây là vốn được tạo lập ban đầu khi thành lập ngân hàng thương mại, là vốn riêng của ngân hàng thương mại do chủ sở hữu đóng góp. Vốn điều lệ phải lớn hơn hoặc bằng vốn pháp định. Tùy theo từng loại hình ngân hàng thương mại mà chủ góp vốn ở đây là khác nhau. Nếu là ngân hàng thương mại nhà nước thì vốn điều lệ do ngân sách nhà nước cấp. Nếu là ngân hàng thương mại cổ phần thì vốn điều lệ là do các cổ đông góp. Nếu là ngân hàng liên doanh thì vốn điều lệ là do các bên liên doanh hay đối tác liên doanh góp. Nếu là ngân hàng nước ngoài thì vốn điều lệ là do các nhà đầu tư nước ngoài đóng góp. Trong quá trình hoạt động, tùy theo từng loại hình ngân hàng mà vốn điều lệ có thể được bổ sung tăng thêm dưới các hình thức như được cấp bổ sung, phát hành thêm cổ phiếu mới hoặc được bổ sung từ quỹ dự trữ bổ sung tăng vốn điều lệ...Vốn điều lệ chủ yếu được sử dụng để tạo ra cơ sở vật chất cho ngân hàng thương mại như xây dựng trụ sở, hệ thống các chi nhánh, phòng giao dịch, mua sắm xe cộ, trang thiết bị phục vụ cho hoạt động kinh doanh.

o *Các quỹ*

Các quỹ của ngân hàng thương mại gồm có quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ, quỹ dự phòng rủi ro, quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi...Các quỹ này chủ yếu được trích từ lợi nhuận ròng hằng năm hoặc là thặng dư vốn để lập quỹ. Tuy nhiên cũng có một số quỹ được tính vào chi phí hoạt động của ngân hàng chứ không trích từ lợi nhuận ròng, điển hình nhất phải kể đến quỹ dự phòng rủi ro khi ngân hàng dùng quỹ này để phản ánh đúng các khoản kinh doanh không hiệu quả đến từ hoạt động đầu tư, cấp tín dụng qua việc hạch toán vào chi phí. Đối với hoạt động của ngân hàng thì hai quỹ sau đây được đặc biệt



quan tâm. *Thứ nhất*, là quỹ dự phòng rủi ro. Bởi vì hoạt động ngân hàng có tính liên kết hệ thống rất cao, một ngân hàng sụp đổ thì có nguy cơ cả hệ thống sụp đổ, cho nên quỹ dự phòng rủi ro giúp ngân hàng phản ánh đúng lợi nhuận thu được và hạn chế rủi ro đổ vỡ do kết quả kinh doanh không tốt gây ra, do đó đối với hoạt động ngân hàng thì quỹ này có vai trò cực kỳ quan trọng. *Thứ hai*, là quỹ dự trữ bổ sung tăng vốn điều lệ. Bởi vì khi mà nền kinh tế hội nhập (đặc biệt là các nước đang phát triển có nền kinh tế mới hội nhập như Việt Nam) thì thị trường dịch vụ tài chính được mở cửa rộng hơn, do đó sức ép cạnh tranh cao hơn. Mà các ngân hàng thương mại trong nước có quy mô vốn điều lệ quá nhỏ, do vậy, cần phải trích lập quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ để nâng quy mô vốn điều lệ lên để đảm bảo khả năng hoạt động và gia tăng năng lực cạnh tranh.

o *Lợi nhuận chưa chia*

Là lợi nhuận ròng hàng năm chưa phân chia và chưa sử dụng tới. Khoản mục này của ngân hàng thương mại cũng mang nhiều ý nghĩa khi phản ánh tình hình kết quả kinh doanh của ngân hàng cũng như những động thái, chính sách của ngân hàng trong việc phân chia lợi nhuận nhằm đáp ứng kỳ vọng của những người góp vốn hiện hữu và là tín hiệu gợi ý cho việc gọi vốn trong tương lai.

▪ **Nghiệp vụ huy động vốn**

Đây là nghiệp vụ chủ yếu và rất quan trọng của ngân hàng thương mại. Điều này được thể hiện ở chỗ nó tạo nên nguồn vốn chiếm tỉ trọng lớn trong tổng nguồn vốn của ngân hàng thương mại (bởi vì hoạt động chủ yếu của ngân hàng thương mại là huy động vốn để cho vay). Nhờ tập trung được nguồn vốn huy động lớn này mà ngân hàng thương mại mới có thể thực hiện các hoạt động như cấp tín dụng và cung cấp các dịch vụ ngân hàng cho khách hàng. Đồng thời tính chất quan trọng còn được thể hiện ở chỗ là thông qua nghiệp vụ này ngân hàng thương mại huy động được các nguồn tiền nhàn rỗi trong xã hội để giúp cho khách hàng có thể sinh lời được các nguồn vốn tạm thời chưa sử dụng đến của mình, và ngân hàng sử dụng nguồn vốn đó để đưa vào phục vụ đáp ứng nhu cầu vốn cho các chủ thể trong nền kinh tế đem lại lợi nhuận cho chính bản thân ngân hàng và lợi ích chung cho nền kinh tế.



Nghiệp vụ huy động vốn của ngân hàng thương mại gồm có các nghiệp vụ cụ thể sau:

o *Huy động vốn thông qua nhận tiền gửi*

Ngân hàng thương mại huy động tiền gửi của các chủ thể trong nền kinh tế để hình thành các nguồn vốn cho vay. Tùy theo đối tượng khách hàng và tùy từng mục tiêu của việc gửi tiền mà ngân hàng thương mại phải thiết kế và phát triển nhiều loại sản phẩm tiền gửi khác nhau. Các loại tiền gửi bao gồm:

- *Tiền gửi thanh toán*: là loại tiền gửi không định rõ kỳ hạn của khách hàng và được gửi vào ngân hàng với mục đích thanh toán. Với khoản tiền gửi này, ngân hàng phải chi trả bất kỳ lúc nào khi khách hàng có yêu cầu. Như vậy xét về mặt quản trị, ngân hàng bị động trong việc quản trị nguồn vốn này. Nhưng trong điều kiện kinh tế chính trị xã hội ổn định, thường xuyên có người rút tiền ra thì sẽ thường xuyên có người gửi tiền vào cho nên trong bối cảnh đó thì ngân hàng thương mại vẫn có được một số dư tương đối ổn định về tiền gửi không kỳ hạn. Do vậy, các ngân hàng thương mại vẫn có thể dành một tỉ lệ nhất định của tiền gửi không kỳ hạn để đầu tư trung dài hạn. Nhưng điều này phải hết sức cẩn thận bởi lẽ nếu nền kinh tế có bất ổn xảy ra (chẳng hạn như tỉ lệ lạm phát quá cao so với lãi suất, bất ổn chính trị...) thì khách hàng sẽ ò ạt đi rút tiền, điều này vô cùng nguy hiểm. Như vậy ngân hàng thương mại dành tỉ lệ bao nhiêu % tiền gửi không kỳ hạn để đầu tư trung và dài hạn thì tùy thuộc vào chiến lược của từng ngân hàng: nếu những ngân hàng theo đuổi chiến lược mạo hiểm thì có thể tỉ lệ này cao, ngược lại nếu những ngân hàng theo đuổi chiến lược an toàn thì có thể tỉ lệ này thấp hơn. Tuy nhiên việc sử dụng tỉ lệ bao nhiêu % tiền gửi không kỳ hạn để cho vay trung dài hạn ngoài lệ thuộc vào chiến lược kinh doanh của ngân hàng thương mại còn phải chịu sự khống chế tỉ lệ theo quy định của pháp luật về ngân hàng nhằm góp phần hạn chế rủi ro trong hoạt động kinh doanh ngân hàng vốn mang tính hệ thống rất cao.

- *Tiền gửi định kỳ*: là tiền gửi của các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế với một kỳ hạn nhất định. Với khoản tiền gửi này, về nguyên tắc khi đáo hạn khách hàng mới được rút ra hay nói cách khác nó là nguồn vốn của khách hàng mà ngân hàng chỉ phải chi trả cho khách hàng khi đáo hạn. Như vậy xét

về mặt quản trị thì ngân hàng chủ động hơn trong việc quản trị nguồn vốn này cho nên lãi suất của tiền gửi có kỳ hạn cao hơn lãi suất của tiền gửi không kỳ hạn. Tuy nhiên trong thực tế, khi khách hàng gửi tiền có kỳ hạn nhưng khách hàng rút trước hạn thì ngân hàng vẫn đáp ứng cho khách hàng nhưng khách hàng phải chịu mất đi một khoản tiền lãi nhất định coi như một khoảng bù cho ngân hàng khi khách hàng rút trước hạn (thông thường khoảng bù đó là phần chênh lệch giữa khoảng lãi tiền gửi có kỳ hạn với khoảng lãi tiền gửi không kỳ hạn).

- *Tiền gửi tiết kiệm*: là tiền gửi của khách hàng là các cá nhân. Tiền gửi tiết kiệm bao gồm tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn (ngắn hạn và dài hạn). Đối với loại tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn, người gửi tiền có thể rút ra một phần hay toàn bộ theo yêu cầu, tuy nhiên, khác với tiền gửi thanh toán, người gửi sẽ không được sử dụng các công cụ thanh toán để chi trả cho người khác. Đối với tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn, nội dung cơ bản giống với tiền gửi định kỳ của các tổ chức kinh tế.

Đối với ba loại tiền gửi trên, ngân hàng thương mại muốn gia tăng các khoản tiền gửi vào ngân hàng mình thì phải dựa vào mục tiêu gửi tiền của khách hàng mà đưa ra các giải pháp phù hợp. Đối với tiền gửi thanh toán, mục đích chính của những khách hàng gửi loại tiền gửi này không phải là hưởng lãi suất mà là nhằm vào những dịch vụ tiện ích mà ngân hàng mang lại. Như vậy để thu hút được nguồn vốn đối với những khách hàng này thì phải tạo sự tin cậy cho khách hàng, nâng cao chất lượng dịch vụ phục vụ khách hàng. Muốn vậy thì ngân hàng phải cải tiến các phương tiện thanh toán sao cho thật tiện lợi đồng thời với tổ chức mạng lưới/hệ thống thanh toán thật tốt, áp dụng công nghệ cao nhằm rút ngắn thời gian luân chuyển chứng từ, tăng độ bảo mật và tính chính xác; bên cạnh đó cần phải mở rộng thời gian phục vụ, bố trí hợp lý mạng lưới chi nhánh, phòng giao dịch để đem lại sự thuận tiện và thường xuyên tiến hành đánh giá, nâng cao thái độ và chất lượng phục vụ của đội ngũ nhân sự... còn riêng đối với tiền gửi định kỳ và tiền gửi tiết kiệm thì mục đích của người gửi tiền là để sinh lời. Cho nên đối với ngân hàng muốn huy động được nguồn tiền này thì phải đưa ra mức lãi suất cạnh tranh hấp dẫn, về chi tiết là



THƯ VIỆN  
HUBT

379

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

đồng tiền trong điều kiện kinh tế có những biến động của lạm phát và ngân hàng phải xây dựng chính sách lãi suất (thu hồi vốn, lãi các kỳ) hợp lý để mang lại lợi ích thật sự cho người gửi tiền.

o *Huy động vốn thông qua phát hành giấy tờ có giá*

Ngân hàng thương mại huy động nguồn vốn khác bằng cách phát hành các giấy tờ có giá như kỳ phiếu ngân hàng, trái phiếu ngân hàng. Nét đặc trưng lớn nhất của hình thức huy động vốn này là nó đã thể hiện tính chất chủ động của ngân hàng trong huy động vốn, hỗ trợ thanh khoản và sinh lời cho ngân hàng. Đối với công chúng, các giấy tờ có giá rất thuận tiện bởi tính thanh khoản và mức lãi suất tương đối hấp dẫn. Như vậy để gia tăng nguồn vốn thông qua việc phát hành các giấy tờ có giá thì một yêu cầu đặt ra đó là trong nền kinh tế phải tổ chức sao cho thị trường tài chính vận hành và lưu thông tốt để đảm bảo tính thanh khoản cho các giấy tờ có giá đó.

▪ **Nghiệp vụ vay vốn**

Ngoài nguồn vốn tự có, nguồn vốn huy động, ngân hàng thương mại trong quá trình hoạt động kinh doanh còn có thể vay từ định chế tài chính khác thông qua các hoạt động như chiết khấu, vay qua đêm, các hợp đồng mua lại... với mục đích điều hoà nhu cầu vốn khả dụng và đảm bảo nguồn vốn lưu chuyển liên tục thông suốt trong quá trình hoạt động của ngân hàng. Việc huy động từ các định chế tài chính nếu như vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu sử dụng thì ngân hàng thương mại có thể vay ngân hàng trung ương dưới hình thức tái cấp vốn (bao gồm tái chiết khấu các loại giấy tờ có giá và cho vay cầm cố hay thế chấp..) và cho vay thanh toán. Ngoài ra, một nguồn vốn vay bổ sung của ngân hàng thương mại đó là với các ngân hàng thương mại có quan hệ quốc tế rộng lớn thì có thể tranh thủ các khoản vốn vay hoặc tiếp nhận từ các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế nếu như có nhu cầu. Lúc này bên cạnh vấn đề lãi suất vay thì vấn đề về chênh lệch tỉ giá cũng phải được các ngân hàng thương mại quan tâm.

Trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng thương mại vào một thời điểm nhất định, khoản mục thể hiện việc vay vốn này có thể không xuất hiện, hoặc có thể có số dư rất thấp, tuy nhiên nó lại có ý nghĩa rất quan trọng trong việc cải



THƯ VIỆN  
HUBT  
380

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

thiện tình trạng thanh khoản của ngân hàng. Sự phát triển của thị trường tài chính một lần nữa là tác nhân khiến việc vay vốn của ngân hàng thương mại diễn ra suôn sẻ hơn và giúp ngân hàng có thể an tâm khi cần sự trợ giúp về vốn lúc cần thiết. Trên thực tế một số ngân hàng thương mại nhỏ do thiếu khả năng huy động nguồn tiền gửi có thể dùng vốn vay để sử dụng vào hoạt động kinh doanh của mình, dẫn đến chi phí cao và rất bị động. Trong khi đó các ngân hàng thương mại có quy mô lớn và thương hiệu lâu đời lại đứng ra cho vay các ngân hàng nhỏ. Một điều cần lưu ý về việc vay vốn này là lãi suất được hình thành trên cơ sở thoả thuận giữa hai bên nên thường khá cao, gây bất lợi cho ngân hàng đi vay vốn. Đây là một hạn chế trong nghiệp vụ vay vốn của ngân hàng thương mại, cần phải có sự can thiệp và quản lý của nhà nước.

#### 7.3.3.2 Nghiệp vụ tài sản có

Nghiệp vụ tài sản có là nghiệp vụ sử dụng các nguồn vốn của ngân hàng thương mại vào các hoạt động kinh doanh của ngân hàng như cho vay, đầu tư tài chính, mua sắm tài sản phục vụ kinh doanh ngân hàng... Nghiệp vụ tài sản có sẽ tạo ra thu nhập, lợi nhuận cho ngân hàng thương mại. Nghiệp vụ tài sản có của ngân hàng thương mại cụ thể gồm:

##### ▪ Nghiệp vụ ngân quỹ

Ngân hàng thực hiện nghiệp vụ ngân quỹ tốt hơn các định chế tài chính khác. Với mục đích đảm bảo an toàn khả năng thanh toán thường xuyên và phục vụ cho các hoạt động kinh doanh của mình, ngân hàng thương mại phải dự trữ một khoản vốn để đáp ứng cho nhu cầu đó. Dự trữ của ngân hàng thương mại gồm:

##### ○ Tiền mặt tại quỹ

Bao gồm tiền giấy, tiền kim loại nội tệ và ngoại tệ, các loại kim loại quý, đá quý có tại kho của ngân hàng. Tồn quỹ tiền mặt có khả năng thanh toán kịp thời nhất, nhưng tiền này không sinh lời cho ngân hàng. Vì vậy ngân hàng thương mại cần phải tính toán duy trì một lượng tiền mặt nhất định sao cho hợp lý. Nhu cầu dự trữ tiền mặt cao hay thấp điều đó tùy thuộc vào quy mô hoạt động của từng ngân hàng thương mại, nhu cầu rút tiền mặt thường



xuyên của khách hàng. Ngoài ra nhu cầu dự trữ tiền mặt còn tùy thuộc vào tính chất thời vụ trong năm của các khoản chi tiền mặt.

o *Tiền gửi tại các ngân hàng khác*

Các ngân hàng có thể mở tài khoản lẫn nhau để nhờ các ngân hàng thực hiện một số dịch vụ như mua bán chứng khoán, chuyển tiền, bảo lãnh tín dụng, giao dịch ngoại tệ... Hệ thống ngân hàng thương mại phát triển kéo theo mối quan hệ liên kết giữa các ngân hàng trở nên mật thiết và chặt chẽ hơn, việc các ngân hàng mở tài khoản lẫn nhau cũng ngày càng trở nên phổ biến và gần như không thể thiếu được nếu ngân hàng muốn vận hành các hoạt động kinh doanh của mình mang lại hiệu quả tối đa.

o *Tiền gửi tại ngân hàng trung ương*

Tiền gửi của ngân hàng thương mại tại ngân hàng trung ương bao gồm tiền gửi dự trữ bắt buộc và tiền gửi thanh toán.

- *Tiền gửi dự trữ bắt buộc*: đó là phần dự trữ mà ngân hàng trung ương bắt buộc các ngân hàng thương mại phải dự trữ trên tổng số vốn huy động nằm trong đối tượng phải chịu dự trữ. Tùy theo mục tiêu của chính sách tiền tệ mà ngân hàng trung ương quy định tỉ lệ dự trữ này cao hay thấp. Dự trữ bắt buộc nhằm đảm bảo nhu cầu thanh toán ở mức tối thiểu để phòng ngừa rủi ro trong hoạt động kinh doanh ngân hàng. Tiền gửi dự trữ bắt buộc còn gọi là tiền gửi dự trữ pháp định. Ở Việt Nam, theo điều 14 của luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam số 46/2010/QH12 được Quốc hội thông qua vào ngày 16 tháng 6 năm 2010, có hiệu lực vào ngày 1 tháng 1 năm 2011: “Dự trữ bắt buộc là số tiền mà tổ chức tín dụng phải gửi tại Ngân hàng Nhà nước để thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia.”.

- *Tiền gửi thanh toán*: đó là các khoản tiền gửi không chịu sự bắt buộc của ngân hàng trung ương mà các ngân hàng thương mại mở để phục vụ cho nhu cầu thanh toán thường xuyên giữa các ngân hàng với nhau. Việc thanh toán thông qua ngân hàng trung ương của các ngân hàng thương mại trước đây chỉ được thực hiện theo từng giao dịch một, do vậy kém tính thuận tiện. Nhưng về sau việc thanh toán này phát triển theo hình thức thanh toán bù trừ với sự chủ trì của ngân hàng trung ương đã có thể xử lý cùng lúc rất nhiều





giao dịch, các ngân hàng thương mại căn cứ vào các kết quả bù trừ này sẽ tiến hành thanh toán thông qua tài khoản tiền gửi trước đó đã mở tại ngân hàng trung ương. Thanh toán bù trừ được xem là phương thức tổ chức thanh toán rất phổ biến và tiện lợi, do khối lượng giao dịch xử lý nhiều với tốc độ nhanh, nhất là khi áp dụng công nghệ thanh toán điện tử hiện đại như hiện nay; và phương pháp thanh toán này có sự liên kết chặt chẽ với tài khoản tiền gửi thanh toán mà ngân hàng thương mại mở tại ngân hàng trung ương.

o *Dự trữ các giấy tờ có giá ngắn hạn*

Các giấy tờ có giá dự trữ ở ngân hàng thương mại có tính lỏng cao như tín phiếu kho bạc, tín phiếu ngân hàng trung ương, các loại giấy nợ khác... Trong quá trình phân bổ về cơ cấu vốn kinh doanh thì việc duy trì một khoảng dự trữ sao cho ngân hàng có thể đảm bảo các giao dịch thanh toán hàng ngày của mình là một vấn đề nan giải. Ngoài dự trữ dưới dạng tiền mặt có thể đáp ứng nhu cầu thanh toán ngay, bao gồm tiền mặt tại quỹ, tiền gửi ở ngân hàng khác, tiền gửi tại ngân hàng trung ương thì ngân hàng thương mại còn dự trữ các giấy tờ có giá. Điều này là rất quan trọng trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng bởi vì nó đảm bảo mục đích đầu tư sinh lời của các ngân hàng, đồng thời nếu ngân hàng có nhu cầu bức thiết về nhu cầu thanh toán thì có thể cầm cố, chiết khấu hoặc bán trên thị trường để có thể đảm bảo thanh toán ngay. Nhưng điều này đòi hỏi tính ổn định của thị trường tài chính để đảm bảo tính thanh khoản của các giấy tờ có giá.

▪ **Nghiệp vụ cấp tín dụng**

Đây là nghiệp vụ cốt lõi và mang tính truyền thống trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng thương mại. Theo đó ngân hàng sẽ cho khách hàng sử dụng một khoản tiền (cũng có thể với hình thái khác như tài sản thực, chữ ký) tạm thời trên cơ sở phải có sự hoàn trả với một lượng giá trị lớn hơn ban đầu (gốc và lãi). Nghiệp vụ cấp tín dụng được thực hiện dưới các hình thức sau:

+ **Cấp tín dụng trực tiếp:** là hình thức cấp tín dụng của ngân hàng thương mại mà trong đó người xin cấp tín dụng chính là người phải trả nợ. Theo loại hình này, người xin cấp tín dụng tiến hành các thủ tục cần thiết và tiến hành giao dịch trực tiếp ở ngân hàng.





+ **Cấp tín dụng gián tiếp:** là hình thức cấp tín dụng mà trong đó người xin cấp tín dụng không phải là người trả nợ. Cấp tín dụng gián tiếp được thực hiện dưới các hình thức như chiết khấu thương phiếu và các giấy tờ có giá.

Các hình thức cấp tín dụng mà các ngân hàng thương mại thực hiện (hoặc triển khai thông qua công ty con theo như luật định) bao gồm cho vay, bao thanh toán, bảo lãnh, cho thuê tài chính, chiết khấu, trong đó chủ yếu vẫn là ở mảng cho vay truyền thống. Với cho vay, nhìn chung tiền cho vay là kém lỏng hơn so với các tài sản có khác bởi vì chúng không thể chuyển thành tiền mặt trước khi các khoản cho vay đó đến hạn. Ví dụ nếu một ngân hàng có một khoản cho vay loại một năm, ngân hàng đó không thể thu lại vốn của mình trước khi khoản cho vay này đến hạn trả sau một năm. Các khoản tiền cho vay cũng có xác suất vỡ nợ cao hơn so với những tài sản có khác. Do thiếu tính lỏng và có rủi ro vỡ nợ cao hơn nên ngân hàng thu được lợi tức cao nhất nhờ vào các món cho vay. Cho vay của ngân hàng với các thời hạn ngắn hạn, trung hạn, dài hạn nhưng chủ yếu là cho vay ngắn hạn nhằm giúp cho ngân hàng thương mại giữ được khả năng thanh toán.

#### ▪ **Nghiệp vụ đầu tư**

Ngoài việc thực hiện nghiệp vụ cho vay, ngân hàng thương mại còn thực hiện các nghiệp vụ đầu tư để tạo ra một khoản lợi nhuận đáng kể. Các ngân hàng chỉ được quyền sử dụng vốn của mình (vốn chủ sở hữu) và với một giới hạn được cho phép của nhà nước để tham gia đầu tư trực tiếp thông qua các hình thức như hùn vốn liên doanh, cấp vốn thành lập các công ty con (công ty chứng khoán, công ty cho thuê tài chính, công ty bảo hiểm...). Ngoài ra ngân hàng thương mại còn đầu tư gián tiếp trên thị trường tài chính thông qua việc mua các trái phiếu chính phủ (như tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc, công trái, tín phiếu ngân hàng trung ương...) hoặc mua trái phiếu doanh nghiệp. Đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp có lãi suất cao hơn trái phiếu chính phủ nhưng rủi ro lại lớn hơn. Như vậy, ngoài việc sử dụng nguồn vốn để đem cho vay, ngân hàng thương mại còn sử dụng một phần nguồn vốn của mình để đầu tư vừa là để sinh lời vốn, để tăng cường tính thanh khoản cho ngân hàng và cũng vừa là để các ngân hàng đa dạng hoá hoạt động sử dụng vốn, phân tán rủi ro.



▪ **Nghiệp vụ tài sản có khác**

Ngân hàng thương mại sử dụng vốn vào đầu tư vàng, ngoại tệ, mua sắm tài sản (như toà nhà ngân hàng, các máy vi tính, những trang thiết bị khác...) để phục vụ kinh doanh ngân hàng. Việc đầu tư tài sản phục vụ cho kinh doanh ngân hàng là vấn đề cần phải được tính toán và nghiên cứu kỹ lưỡng trong hoạt động của ngân hàng. Bởi vì ngân hàng thương mại là một trong những loại hình doanh nghiệp luôn phải đi tiên phong trong ứng dụng tiến bộ khoa học kỹ thuật, và với những đặc thù của mình thì việc mở rộng mạng lưới kinh doanh của ngân hàng không đơn giản như các định chế tài chính khác.

Tóm lại, nghiệp vụ tài sản nợ và tài sản có của ngân hàng thương mại là hai nghiệp vụ quan trọng nhất, có mối quan hệ chặt chẽ và tác động lẫn nhau: (i) nghiệp vụ tài sản nợ xuất hiện trước nghiệp vụ tài sản có, nghiệp vụ tài sản nợ là cơ sở để phát triển nghiệp vụ tài sản có. Bởi vì trên cơ sở nguồn vốn được hình thành từ nghiệp vụ tài sản nợ (như vốn tự có, vốn tiền gửi, vốn vay) thì ngân hàng thương mại mới sử dụng để thực hiện được các nghiệp vụ tài sản có (tức thực hiện nghiệp vụ ngân quỹ, cho vay, đầu tư...). (ii) quy mô nghiệp vụ tài sản nợ quyết định quy mô nghiệp vụ tài sản có; ngược lại, sự phát triển nghiệp vụ tài sản có mang lại lợi nhuận cho ngân hàng thương mại từ đó làm tăng nguồn vốn cho ngân hàng thương mại, do đó làm gia tăng tài sản nợ.

7.2.3.3 *Nghiệp vụ trung gian hoa hồng*

Nghiệp vụ trung gian hoa hồng không trực tiếp tạo lập nguồn vốn và tài sản cho ngân hàng thương mại. Đây là nghiệp vụ ngoại bảng của ngân hàng thương mại, không được phản ánh trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng thương mại.

Ngân hàng thương mại thực hiện các nghiệp vụ trung gian hoa hồng qua việc cung ứng các dịch vụ ngân hàng nhằm thực hiện những uỷ nhiệm của khách hàng, những yêu cầu của khách hàng, qua đó để hưởng thù lao do việc làm trung gian đó. Nghiệp vụ trung gian hoa hồng của ngân hàng thương mại rất đa dạng như chuyển tiền; thu tín dụng; uỷ thác, quản lý ngân quỹ; mua bán hộ công trái, kim quý, ngoại tệ; phát hành, đăng ký hộ cổ phiếu mới phát



hàng; cho thuê kết sắt; tư vấn; thanh lý tài sản... Trong số các nghiệp vụ vừa nêu, có những nghiệp vụ ngân hàng được trực tiếp thực hiện, nhưng cũng có một số nghiệp vụ ngân hàng chỉ được phép thực hiện khi thành lập các công ty con, công ty liên kết và thường các quy định này tùy thuộc vào luật ngân hàng ở từng quốc gia. Quy mô nghiệp vụ trung gian hoa hồng càng phát triển thì nó càng làm cho ngân hàng nâng cao được uy tín của mình và qua đó có thể thực hiện chiến lược thu hút, mở rộng mạng lưới khách hàng, đồng thời nó đem lại thu nhập cho ngân hàng từ nguồn phí có được mà không phải ứng trước vốn cho khách hàng rồi thu lãi như trong nghiệp vụ cho vay, nghiệp vụ đầu tư... Nghiệp vụ trung gian hoa hồng bổ sung vào nguồn lợi nhuận cho ngân hàng dựa trên nền tảng cơ sở vật chất sẵn có và những lợi thế về kiến thức, kinh nghiệm của ngân hàng để thực hiện cho khách hàng, kể từ đó mà tránh được những rủi ro trong hoạt động kinh doanh. Việc phát triển các nghiệp vụ trung gian hoa hồng sẽ giúp phát triển các nghiệp vụ tài sản nợ và tài sản có của ngân hàng thương mại.

**Bài đọc thêm**

**Một số quy định pháp lý đối với Ngân hàng Thương mại Việt Nam**

**1. Quy định về vốn**

Ngày 25 tháng 11 năm 2013, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã có Văn bản hợp nhất số 07/VBHN-NHNN – Nghị định về ban hành danh mục mức vốn pháp định đối với các tổ chức tín dụng thành lập và hoạt động tại Việt Nam. Theo văn bản pháp lý có quy định mới nhất này, tất cả các ngân hàng thương mại nếu muốn thành lập mới tại Việt Nam phải đảm bảo mức vốn điều lệ là 3.000 tỉ đồng.

**2. Quy định về dự trữ bắt buộc**

Theo luật Ngân hàng Nhà nước số 46/2010/QH12 ngày 16 tháng 6 năm 2010 thì Ngân hàng Nhà nước quy định tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với từng loại hình tổ chức tín dụng và từng loại tiền gửi tại tổ chức tín dụng nhằm thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia. Ngày 4 tháng 12 năm 2015, Thông tư số 23/2015/TT-NHNN được Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành nhằm sửa đổi, bổ sung một số điều của Quy chế dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng ban hành kèm theo Quyết định số 581/2003/QĐ-NHNN ngày 9 tháng 6 năm 2003, thì Ngân hàng Nhà nước sẽ quyết định lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc, lãi suất tiền gửi vượt dự



THƯ VIỆN  
HUBT  
386

trừ bắt buộc đối với từng loại hình tổ chức tín dụng và từng loại tiền gửi trong từng thời kỳ.

### 3. Quy định về cấp tín dụng

Nhằm đảm bảo an toàn trong hoạt động của ngân hàng, theo luật các Tổ chức tín dụng số 47/2010/QH12 ngày 16 tháng 6 năm 2010 quy định một số hạn chế đối với hoạt động tín dụng của các tổ chức tín dụng như sau:

#### 3.1 Những trường hợp không được cấp tín dụng

- Tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài không được cấp tín dụng đối với những tổ chức, cá nhân sau đây: (1) Thành viên Hội đồng quản trị, thành viên Hội đồng thành viên, thành viên Ban kiểm soát, Tổng giám đốc (Giám đốc), Phó Tổng giám đốc (Phó giám đốc) và các chức danh tương đương của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, pháp nhân là cổ đông có người đại diện phần vốn góp là thành viên Hội đồng quản trị, thành viên Ban kiểm soát của tổ chức tín dụng là công ty cổ phần, pháp nhân là thành viên góp vốn, chủ sở hữu của tổ chức tín dụng là công ty trách nhiệm hữu hạn; (2) Cha, mẹ, vợ, chồng, con của thành viên Hội đồng quản trị, thành viên Hội đồng thành viên, thành viên Ban kiểm soát, Tổng giám đốc (Giám đốc), Phó Tổng giám đốc (Phó giám đốc) và các chức danh tương đương.
- Tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài không được cấp tín dụng cho khách hàng trên cơ sở bảo đảm của đối tượng nêu trên. Tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài không được bảo đảm dưới bất kỳ hình thức nào để tổ chức tín dụng khác cấp tín dụng cho đối tượng nêu trên.
- Tổ chức tín dụng không được cấp tín dụng cho doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán mà tổ chức tín dụng nắm quyền kiểm soát.
- Tổ chức tín dụng không được cấp tín dụng trên cơ sở nhận bảo đảm bằng cổ phiếu của chính tổ chức tín dụng hoặc công ty con của tổ chức tín dụng.
- Tổ chức tín dụng không được cho vay để góp vốn vào một tổ chức tín dụng khác trên cơ sở nhận tài sản bảo đảm bằng cổ phiếu của chính tổ chức tín dụng nhận vốn góp.

#### 3.2- Hạn chế cấp tín dụng

- Tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài không được cấp tín dụng không có bảo đảm, cấp tín dụng với điều kiện ưu đãi cho những đối tượng sau



HUBT

387

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

đây: (1) Tổ chức kiểm toán, kiểm toán viên đang kiểm toán tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; thanh tra viên đang thanh tra tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; (2) Kế toán trưởng của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; (3) Cổ đông lớn, cổ đông sáng lập; (4) Doanh nghiệp có một trong những đối tượng nêu ở mục (1) và (2) (ở mục a nêu trên) sở hữu trên 10% vốn điều lệ của doanh nghiệp đó; (5) Người thẩm định, xét duyệt cấp tín dụng; (6) Các công ty con, công ty liên kết của tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp mà tổ chức tín dụng nắm quyền kiểm soát.

- Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với các đối tượng quy định tại các đối tượng nêu trên (Các công ty con, công ty liên kết của tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp mà tổ chức tín dụng nắm quyền kiểm soát) không được vượt quá 5% vốn tự có của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

- Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một đối tượng là các công ty con, công ty liên kết của tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp mà tổ chức tín dụng nắm quyền kiểm soát không được vượt quá 10% vốn tự có của tổ chức tín dụng; đối với tất cả các đối tượng là các công ty con, công ty liên kết của tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp mà tổ chức tín dụng nắm quyền kiểm soát không được vượt quá 20% vốn tự có của tổ chức tín dụng.

### 3.3. Giới hạn cấp tín dụng

Tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng không được vượt quá 15% vốn tự có của ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, quỹ tín dụng nhân dân, tổ chức tài chính vi mô; tổng mức dư nợ cấp tín dụng đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 25% vốn tự có của ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, quỹ tín dụng nhân dân, tổ chức tài chính vi mô.

### 4. Quy định về giới hạn góp vốn, mua cổ phần

Theo luật các Tổ chức tín dụng số 47/2010/QH12 ngày 16 tháng 6 năm 2010 quy định giới hạn về góp vốn, mua cổ phần của các ngân hàng thương mại như sau:

- Mức góp vốn, mua cổ phần của một ngân hàng thương mại và các công ty con, công ty liên kết của ngân hàng thương mại đó vào một doanh nghiệp không được vượt quá 11% vốn điều lệ của doanh nghiệp nhận vốn góp.

- Tổng mức góp vốn, mua cổ phần của một ngân hàng thương mại vào các doanh nghiệp, kể cả các công ty con, công ty liên kết của ngân hàng thương mại



THƯ VIỆN  
HUBT  
388

đó không được vượt quá 40% vốn điều lệ và quỹ dự trữ của ngân hàng thương mại.

- Ngân hàng thương mại không được góp vốn, mua cổ phần của các doanh nghiệp, tổ chức tín dụng khác là cổ đông, thành viên góp vốn của chính ngân hàng thương mại đó.

Ngoài ra, theo Thông tư Ngân hàng Nhà nước số 36/2014/TT-NHNN ngày 20 tháng 11 năm 2014 quy định các giới hạn, tỉ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng thì đã cụ thể thêm một số điều về tuân thủ giới hạn như sau: (1) Ngân hàng thương mại chỉ được mua, nắm giữ cổ phiếu của tối đa không quá hai tổ chức tín dụng khác, trừ trường hợp tổ chức tín dụng khác là công ty con của ngân hàng thương mại đó; (2) Chỉ được mua, nắm giữ cổ phiếu của một tổ chức tín dụng khác dưới 5% vốn cổ phần có quyền biểu quyết của tổ chức tín dụng khác đó; (3) Ngân hàng thương mại không được cử người tham gia Hội đồng quản trị tại tổ chức tín dụng mà ngân hàng thương mại đã mua, nắm giữ cổ phiếu, trừ trường hợp tổ chức tín dụng đó là công ty con của ngân hàng thương mại hoặc ngân hàng thương mại tham gia tái cơ cấu, xử lý tổ chức tín dụng yếu kém theo chỉ định của Ngân hàng Nhà nước.

## 7.3 NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ

### 7.3.1 Khái niệm ngân hàng đầu tư

Nếu như ngân hàng thương mại hoạt động chủ yếu trên thị trường tiền tệ - thị trường tài chính ngắn hạn thì ngân hàng đầu tư là ngân hàng chuyên hoạt động trên thị trường vốn - thị trường tài chính trung và dài hạn. Ngân hàng đầu tư xuất hiện với vai trò giúp các doanh nghiệp và nhà nước huy động vốn trung và dài hạn thông qua phát hành chứng khoán. Bản thân ngân hàng đầu tư không phải là một định chế tài chính trung gian như ngân hàng thương mại. Nhưng ngân hàng đầu tư cũng là tổ chức đứng giữa các chủ thể cung và cầu vốn, giúp cho cung và cầu vốn có thể gặp nhau dễ dàng hơn. Do đó ngân hàng đầu tư còn được gọi là định chế tài chính bán trung gian.

Ngân hàng đầu tư hoạt động chủ yếu là tư vấn, bảo lãnh phát hành chứng khoán và cho vay trung và dài hạn thông qua chứng khoán. Đa phần nguồn vốn của ngân hàng đầu tư đến từ việc huy động bằng cách phát hành các trái



THƯ VIỆN  
HUBT

389

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

phiếu trung dài hạn. Ngày nay, ngân hàng đầu tư đã mở rộng các loại hình nghiệp vụ sang các lĩnh vực khác và trở thành một định chế tài chính kinh doanh đa dạng. Ngoài các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư truyền thống còn có các nghiệp vụ hiện đại như nghiệp vụ đầu tư, nghiệp vụ nghiên cứu, quản lý đầu tư, ngân hàng bán buôn...

Không giống như ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư không cần có nhiều chi nhánh vì không nhận tiền gửi của công chúng. Ngược lại, ngân hàng đầu tư cần đội ngũ chuyên viên giỏi về giám định, thẩm định dự án, kế toán, kỹ sư... để giúp ngân hàng có thể đánh giá tính hiệu quả và khả thi của dự án đầu tư bởi vì ngân hàng này thường xuyên tài trợ cho các dự án đầu tư. Như vậy, về cơ bản có thể xem ngân hàng đầu tư giống như một công ty chứng khoán (sẽ tìm hiểu về định chế tài chính này ở phần sau của quyển sách) nhưng có mức độ phát triển cao hơn với các loại nghiệp vụ đa dạng và phức tạp hơn. Hiện tại ở Việt Nam vẫn chưa xuất hiện mô hình hoạt động của một ngân hàng đầu tư đúng nghĩa.

### 7.3.2 Chức năng của ngân hàng đầu tư

Ngân hàng đầu tư đóng vai trò là một định chế tài chính quan trọng của nền kinh tế hoạt động trên thị trường vốn. Hoạt động của ngân hàng đầu tư ngày càng được mở rộng và đa dạng lấy nghiệp vụ kinh doanh ngân hàng đầu tư truyền thống làm hoạt động cốt lõi, đảm bảo thực hiện đầy đủ các chức năng sau:

- Chức năng nhà môi giới: kết nối người mua và người bán trên thị trường vốn lại với nhau. Với chức năng này, ngân hàng đầu tư có nhiệm vụ tìm kiếm thông tin nhằm chấp nối người bán và người mua, qua đó sẽ nhận được một khoản phí tùy thuộc vào mức độ khó khăn của việc kết nối và sự cố gắng của ngân hàng. Trong trường hợp này ngân hàng đầu tư không cần sử dụng vốn và mức độ rủi ro hoạt động cũng rất thấp.
- Chức năng nhà đầu tư và nhà tạo lập thị trường: ngân hàng đầu tư thực hiện chuyển giao sản phẩm đầu tư từ người bán sang người mua, từ người cho vay sang người đi vay bằng việc ngân hàng sẽ mua tài sản đó từ người bán và bán lại cho người mua (hoặc ngược lại) để thực hiện chức năng nhà





đầu tư. Cũng giống như các loại hình kinh doanh phổ biến khác, ngân hàng đầu tư sẽ kiếm tiền bằng cách mua thấp, bán cao nhằm khai thác lợi nhuận từ chênh lệch. Về hình thức thực hiện, chức năng nhà đầu tư có thể thông qua việc ngân hàng sẽ đầu tư cho khách hàng khi sẵn sàng đứng ra thương lượng và hoàn tất giao dịch với khách hàng có nhu cầu mua bán sản phẩm và sau đó sẽ tìm ra một người mua, bán thích hợp khác trên thị trường để kết thúc trạng thái mở của khoản đầu tư, thông qua đó cũng thực hiện chức năng của một nhà tạo lập thị trường. Hình thức còn lại khi thực hiện chức năng nhà đầu tư là ngân hàng đầu tư sẽ thông qua hoạt động tự doanh, tức chủ động nắm giữ các trạng thái mua, bán đối với các loại sản phẩm khác nhau bằng nguồn vốn của chính mình và kỳ vọng vào việc biến đổi giá của sản phẩm sẽ mang lại lợi nhuận.

- Chức năng nhận uỷ thác: ngân hàng đầu tư có thể tham gia dưới hai hình thức, đó là thay mặt khách hàng thực hiện các giao dịch do khách hàng quyết định; và quản lý đầu tư, qua đó ngân hàng đầu tư sẽ hưởng mức phí theo tỉ lệ % của tài sản quản lý và ngoài ra còn có phí thưởng được căn cứ trên kết quả của việc đầu tư quản lý tài sản.

- Chức năng nhà tư vấn: bên cạnh việc tư vấn phát hành chứng khoán và tư vấn cổ phần hoá, ngân hàng đầu tư còn tham gia vào các hoạt động tư vấn mua bán, sáp nhập doanh nghiệp, tư vấn chiến lược, thành lập liên minh, liên doanh. Đây có thể được xem là chức năng chính của ngân hàng đầu tư.

### 7.3.3 Các nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư

Có nhiều cách phân chia các nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư. Với các ngân hàng đầu tư lớn trên thế giới có thể dễ dàng nhận thấy mỗi ngân hàng có cách phân loại và gọi tên các sản phẩm của mình khá khác nhau. Nhưng về cơ bản, các ngân hàng đầu tư thường phân chia hoạt động của mình theo các mảng nghiệp vụ chủ yếu như sau:

- **Nghiệp vụ ngân hàng đầu tư**

Nghiệp vụ này có thể được coi là một nghiệp vụ truyền thống lâu đời nhất và gắn liền với lịch sử hình thành của ngân hàng đầu tư. Nghiệp vụ ngân hàng đầu tư truyền thống bao gồm dịch vụ tư vấn, bảo lãnh phát hành chứng





khoản cho khách hàng, được coi là nghiệp vụ gắn liền với thị trường sơ cấp. Ngày nay, nghiệp vụ này dần được mở rộng thêm tư vấn mua bán, sáp nhập doanh nghiệp (M&A), tư vấn tái cơ cấu doanh nghiệp. Các nghiệp vụ được mở rộng này đều sử dụng kiến thức chuyên môn trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp và vì thế nó chính là sự phát triển lên một bậc kế tiếp của nghiệp vụ phát hành chứng khoán huy động vốn sơ khai. Dịch vụ tư vấn M&A bao gồm tư vấn mua bán, sáp nhập, thành lập liên doanh, liên minh chiến lược, quy trình, cách thức thoái vốn sau quá trình đầu tư...

Nghiệp vụ ngân hàng đầu tư thường mang về cho ngân hàng các khoản phí tư vấn và bảo lãnh phát hành với giá trị rất lớn, đồng thời cũng tạo cơ sở để ngân hàng đầu tư thực hiện việc bán chéo sản phẩm. Các khách hàng của mảng nghiệp vụ này đa phần là các doanh nghiệp, các quỹ đầu tư, các nhà đầu tư có tổ chức, đôi khi cũng có thể là Chính phủ và chính quyền địa phương.

#### ▪ Nghiệp vụ đầu tư

Trong khi nghiệp vụ ngân hàng đầu tư diễn ra chủ yếu trên thị trường sơ cấp thì nghiệp vụ đầu tư lại diễn ra đa số trên thị trường thứ cấp. Nghiệp vụ đầu tư của ngân hàng gồm có mảng môi giới và đầu tư. Nghiệp vụ môi giới thường được áp dụng cho các sản phẩm chứng khoán niêm yết, trong đó ngân hàng đóng vai trò là người đứng ra nhận lệnh, kiểm tra lệnh và truyền lệnh đi cho khách hàng. Về phần đầu tư, nó bao gồm nghiệp vụ đầu tư cho khách hàng với chức năng tạo thanh khoản cho thị trường mà ở đó ngân hàng đầu tư có vai trò là nhà tạo lập thị trường và nghiệp vụ tự doanh thường gắn với mục tiêu đầu cơ biến động giá chứng khoán cho chính bản thân ngân hàng. Các hoạt động đầu tư với đặc điểm hoàn toàn dựa trên vốn của ngân hàng nên có mức độ rủi ro cao.

Nghiệp vụ đầu tư trong thực tế thường có quan hệ mật thiết với một bộ phận, đó là bộ phận phụ trách hoạt động bán hàng của ngân hàng đầu tư. Các nhân viên bán hàng sẽ là những người đứng ra giới thiệu, tiếp thị và duy trì quan hệ với các khách hàng, đặc biệt là khách hàng lớn, nắm giữ những vị trí quan trọng để mang những người này tới cho các nhân viên thuộc khối đầu tư.



▪ **Nghiệp vụ nghiên cứu**

Nghiệp vụ nghiên cứu được thực hiện bởi các nhân viên có chuyên môn về nghiên cứu để theo dõi tình hình diễn biến của các loại chứng khoán trên thị trường nhằm giúp các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định hợp lý và chuẩn xác nhất. Danh mục các sản phẩm của nghiệp vụ nghiên cứu này rất đa dạng, điển hình như các báo cáo nghiên cứu chung về kinh tế vĩ mô, nghiên cứu ngành nghề, hay báo cáo về một chứng khoán cụ thể và chiến thuật đầu tư trong từng thời điểm nhất định.

Dễ thấy nghiệp vụ nghiên cứu bản thân nó không tạo ra được nguồn thu cho ngân hàng đầu tư, song lại có ý nghĩa rất lớn trong việc hỗ trợ rất nhiều hoạt động khác và nâng cao khả năng cạnh tranh của ngân hàng. Việc nghiên cứu có tác dụng tìm ra những chứng khoán tốt để từ đó thúc đẩy việc mua bán, tăng thanh khoản cho chứng khoán và tăng doanh thu cho mảng nghiệp vụ đầu tư. Tương tự, nghiệp vụ nghiên cứu cũng giúp cho hoạt động hỗ trợ phát hành chứng khoán diễn ra trôi chảy hơn, đặc biệt với những chứng khoán được thị trường quan tâm và thông tin khai thác được là dồi dào và hữu ích. Tuy nhiên, với những tính chất đặc thù của mình, nghiệp vụ nghiên cứu được các nhà quản lý giám sát chặt chẽ để đảm bảo tính minh bạch, khi mà lợi ích nhóm có thể xuất hiện và gây ra những tiêu cực, ảnh hưởng đến thị trường.

▪ **Nghiệp vụ ngân hàng bán buôn**

Nghiệp vụ này cũng tương tự như nghiệp vụ đầu tư đã trình bày, song lại có đối tượng không phải là các sản phẩm truyền thống (các chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu), mà thay vào đó là các sản phẩm đầu tư bất động sản, cho vay có sử dụng đòn bẩy tài chính... Đáng chú ý trong nghiệp vụ ngân hàng bán buôn là một mảng khá quan trọng trong dòng chứng khoán vốn – đầu tư vốn tư nhân. Theo đó, ngân hàng đầu tư sẽ góp vốn vào các doanh nghiệp chưa niêm yết nhưng lại có tiềm năng phát triển, bản thân ngân hàng sẽ đứng ra hỗ trợ tái cơ cấu tài chính và hoạt động để gia tăng giá trị doanh nghiệp. Việc đầu tư vào các doanh nghiệp kiểu này của ngân hàng đầu tư có thể được thực hiện từ giai đoạn khởi nghiệp đến các giai đoạn trưởng thành, phát triển của doanh nghiệp và quá trình đầu tư có thể kết thúc bằng giai đoạn thoái vốn thông qua niêm yết doanh nghiệp lên thị trường chứng khoán hay bán vốn lại cho bên thứ ba.



▪ **Nghiệp vụ quản lý đầu tư**

Quản lý đầu tư ngày càng trở thành một mảng nghiệp vụ vô cùng quan trọng của ngân hàng đầu tư nhờ vào đặc tính rủi ro thấp và thu nhập ổn định. Nghiệp vụ này bao gồm quản lý quỹ đầu tư, quản lý danh mục đầu tư cho khách hàng tổ chức, tư vấn và đứng ra quản lý tài sản cho khách hàng cá nhân và các gia đình giàu có. Cùng với sự phát triển và biến động của thời đại nói chung và của các nền kinh tế nói riêng, mảng nghiệp vụ quản lý đầu tư đã thực sự trở thành mảnh đất màu mỡ của các ngân hàng đầu tư khi mang lại cho họ nguồn thu nhập ổn định trong gần như mọi khả năng diễn biến trên thị trường.

▪ **Nghiệp vụ nhà môi giới chính**

Tại các quốc gia phát triển, các quỹ đầu cơ đã giúp hình thành nên một ngành kinh tế mới gắn với việc quản lý tài sản cho những nhà đầu tư đủ điều kiện tham gia với số vốn lên tới hàng tỉ đô la Mỹ. Ý tưởng hình thành nghiệp vụ nhà môi giới chính của ngân hàng đầu tư xuất phát từ sự bất tiện của việc sử dụng cùng một lúc nhiều nhà môi giới của các quỹ đầu cơ dẫn đến việc nguồn lực bị phân tán trong việc thực hiện các hoạt động hỗ trợ. Ngày nay, nghiệp vụ nhà môi giới chính trở nên rất đa dạng, không chỉ bao gồm các dịch vụ môi giới đầu tư mà còn gồm nhiều dịch vụ hỗ trợ hoạt động, tư vấn cho toàn bộ vòng đời của quỹ đầu cơ như xin giấy phép, kêu gọi nhà đầu tư, quản trị rủi ro, quản lý dòng tiền và khả năng thanh khoản, cung cấp các giải pháp công nghệ thông tin...

## 7.4 CÁC NGÂN HÀNG ĐẶC BIỆT

Gọi là ngân hàng đặc biệt vì các ngân hàng này được thành lập để phục vụ cho những mục đích đặc biệt. Hoạt động của ngân hàng đặc biệt không hướng vào mục tiêu lợi nhuận và được nhà nước tài trợ ngân sách để đảm bảo khả năng thanh toán. Bản thân các ngân hàng đặc biệt thường được hưởng rất nhiều ưu đãi so với các loại hình ngân hàng khác như không phải duy trì dự trữ bắt buộc tại ngân hàng trung ương, không phải tham gia bảo hiểm tiền gửi, được miễn thuế và các khoản phải nộp nhà nước khác theo quy định. Nguyên nhân dẫn



đến sự ra đời của các ngân hàng đặc biệt là do trong điều kiện nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường đã dẫn tới sự phát triển không đồng đều giữa các khu vực khác nhau trong một quốc gia. Do đó nhà nước có những chính sách hỗ trợ cho những ngành sản xuất yếu kém, hỗ trợ những bộ phận dân cư nghèo, gặp khó khăn, nâng cao chất lượng cơ sở hạ tầng chung cho xã hội... Tùy theo mỗi nước, ngân hàng đặc biệt có những tên gọi khác nhau, tuy nhiên các tên gọi thường gặp nhất như: ngân hàng phát triển, ngân hàng phục vụ người nghèo, ngân hàng chính sách, ngân hàng phục vụ sinh viên, ngân hàng phục vụ nông thôn, ngân hàng bình dân... Do xuất phát từ mục tiêu phi lợi nhuận nên có thể thấy hoạt động của ngân hàng đặc biệt trên thị trường tài chính diễn ra không sôi nổi như các định chế là ngân hàng như đã trình bày.

Tại Việt Nam, hiện có hai ngân hàng hoạt động dưới hình thức ngân hàng đặc biệt, đó là Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam (Vietnam Bank for Social Policies – VBSP) và Ngân hàng Phát triển Việt Nam (Vietnam Development Bank – VDB).

Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam mục tiêu chính là phục vụ người nghèo, với các khoản cho vay dành cho các đối tượng như hộ nghèo, học sinh sinh viên, những người cần vay vốn để giải quyết việc làm, những người là lao động có thời hạn tại nước ngoài. Ngân hàng Phát triển Việt Nam hướng vào các doanh nghiệp, tổ chức kinh tế thuộc diện vay vốn đầu tư, bảo lãnh tín dụng đầu tư, hỗ trợ sau đầu tư, xuất khẩu. Vốn hoạt động của hai ngân hàng đều bắt nguồn từ Ngân sách Nhà Nước và quá trình hoạt động nằm dưới sự điều hành và quản lý chặt chẽ của cơ quan Nhà nước. Mục tiêu chung của hai Ngân hàng này là đóng góp vào các nhiệm vụ đặc biệt của Nhà Nước trong quá trình xoá đói giảm nghèo, phát triển các công trình thủy lợi và giao thông nông thôn, xây dựng cơ sở hạ tầng cho các làng nghề, xây dựng cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội cho các vùng sâu, vùng xa. Có thể thấy trong quá trình hoạt động, Ngân hàng Chính sách Xã hội và Ngân hàng Phát triển Việt Nam đã đạt được những thành tựu không nhỏ, đặc biệt trong công tác giảm tỉ lệ hộ nghèo, nâng cao chất lượng cơ sở hạ tầng phục vụ xã hội để từ đó khẳng định ý nghĩa và sứ mệnh hoạt động của hai ngân hàng đặc biệt này.



## TÓM TẮT CHƯƠNG 7

- Ngân hàng là một định chế tài chính có vai trò cực kỳ quan trọng, được xem như đầu tàu đối với các định chế tài chính khác hoạt động trên thị trường tài chính. Nội dung chương đã lần lượt đề cập tới các loại hình ngân hàng hiện hữu trên thị trường: ngân hàng trung ương, ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư và các loại hình ngân hàng đặc biệt khác.
- Ngân hàng trung ương là ngân hàng đầu não của mỗi quốc gia, hoạt động đi liền với vai trò quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng nhằm ổn định giá trị tiền tệ, góp phần đảm bảo an toàn hoạt động ngân hàng và hệ thống các tổ chức tín dụng trong nền kinh tế.
- Ngân hàng thương mại là hình thái ngân hàng ra đời sớm nhất, gắn liền với sự xuất hiện của hoạt động ngân hàng. Với các chức năng: thủ quỹ, trung gian thanh toán, trung gian tín dụng và các nghiệp vụ đa dạng bao gồm ba mảng lớn: nghiệp vụ tài sản nợ, nghiệp vụ tài sản có, nghiệp vụ trung gian hoa hồng, ngân hàng thương mại ngày càng thể hiện vị trí và vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Ngày nay ngân hàng thương mại là loại hình ngân hàng quan trọng bậc nhất trong hệ thống các ngân hàng trung gian.
- Khác với ngân hàng thương mại, chức năng của ngân hàng đầu tư là: môi giới, đầu tư và tạo lập thị trường, nhận ủy thác và tư vấn. Ngân hàng đầu tư ngày càng phát triển mở rộng loại hình nghiệp vụ sang các lĩnh vực khác, trở thành một định chế tài chính kinh doanh đa dạng. Ngân hàng đầu tư thực hiện các nghiệp vụ đa dạng như: nghiệp vụ đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, nghiệp vụ nghiên cứu, nghiệp vụ ngân hàng bán buôn...
- Loại hình ngân hàng đặc biệt cũng đã được đề cập trong chương này, với đặc điểm là ngân hàng hoạt động với mục đích đặc biệt, không hướng vào mục tiêu lợi nhuận mà thay vào đó là phát triển kinh tế xã hội, hỗ trợ đời sống... Ở Việt Nam hiện có hai ngân hàng thuộc loại hình này là Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam và Ngân hàng Phát triển Việt Nam.



## **CÂU HỎI THẢO LUẬN**

1. Phân tích vai trò của Ngân hàng trung ương trên thị trường tài chính
2. Trình bày những nét đặc trưng cơ bản nhất của loại hình định chế tài chính là ngân hàng. Phân biệt ngân hàng thương mại với các loại hình ngân hàng khác.
3. Trình bày khái quát nghiệp vụ tài sản nợ và nghiệp vụ tài sản có của ngân hàng thương mại. Phân tích mối quan hệ giữa chúng. Nêu các giải pháp để các ngân hàng thương mại thu hút nguồn vốn huy động từ tiền gửi khách hàng.
4. Trình bày cơ cấu nguồn vốn của ngân hàng thương mại? Giải thích ý nghĩa của từng nguồn vốn trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng thương mại?
5. Trình bày các nghiệp vụ chủ yếu của ngân hàng đầu tư? Phân tích mối quan hệ giữa các nghiệp vụ này trong quá trình hoạt động của ngân hàng đầu tư?

## CHƯƠNG 8

# CÔNG TY BẢO HIỂM

---

*Mục tiêu của chương cung cấp kiến thức cơ bản về bảo hiểm và công ty bảo hiểm. Thông qua đó, người đọc có thể hiểu và mô tả những nội dung cơ bản về rủi ro và bảo hiểm, các nguyên tắc của hoạt động bảo hiểm và doanh nghiệp bảo hiểm, các loại hình bảo hiểm, các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, tổ chức của doanh nghiệp bảo hiểm và các nghiệp vụ cơ bản của công ty bảo hiểm. Trên cơ sở đó người đọc có thể giải thích vai trò của sản phẩm bảo hiểm trong quá trình lập kế hoạch tài chính và quản lý rủi ro của các cá nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp và tổ chức; vai trò của công ty bảo hiểm và sự liên hệ của nó với các bộ phận khác của hệ thống tài chính. Thông qua việc nghiên cứu tài liệu này đồng thời kết hợp với các hoạt động giảng dạy và học tập khác, sinh viên có khả năng vận dụng các kiến thức trên trong việc thiết kế, xây dựng và phân phối các sản phẩm bảo hiểm, cũng như lựa chọn các sản phẩm bảo hiểm phù hợp.*

### 8.1 TỔNG QUAN VỀ RỦI RO VÀ BẢO HIỂM

#### 8.1.1 Rủi ro

Trong cuộc sống cũng như trong các lĩnh vực khác nhau, chúng ta thường dùng từ rủi ro cùng với các từ đồng nghĩa hay gần nghĩa như: nguy cơ, hiểm họa, nguy hiểm... để chỉ những điều không may có thể xảy ra, gây thiệt hại về tài sản, tính mạng, sức khỏe hay tinh thần...

Theo Từ điển tiếng Việt – trung tâm từ điển Việt Nam: “Rủi hay rủi ro là điều không lành, không tốt xảy ra một cách bất ngờ”. Theo từ điển Oxford: “Risk (Rủi ro) là khả năng mà một việc gì đó nguy hiểm và xấu có thể xảy ra”.



Một khái niệm được nhiều tổ chức bảo hiểm và quản trị rủi ro sử dụng: “Rủi ro là kết hợp giữa khả năng xảy ra một sự kiện hay biến cố xấu và hậu quả của biến cố đó”. Mức độ rủi ro được đánh giá dựa trên tần số xuất hiện (the frequency) và mức độ tổn thất (Severity of loss).

Như vậy theo các định nghĩa và quan điểm trên, rủi ro là sự kết hợp đồng thời của hai yếu tố:

- Khả năng xảy ra một sự kiện hay biến cố xấu: Cần lưu ý rằng đây chỉ là khả năng có thể xảy ra và có thể không xảy ra. Ví dụ, khi một người đi trên đường một biến cố xấu có thể xảy ra đó là gặp tai nạn giao thông, trong một khoảng thời gian nhất định điều này có thể xảy ra và có thể không xảy ra.
- Hậu quả của sự kiện đó: Hậu quả của sự kiện là gây ra những tổn thất và thiệt hại có thể về tài sản, tính mạng, sức khỏe hay tinh thần... Ví dụ, nếu xảy ra tai nạn giao thông thì sẽ gây ra những tổn thất: xe bị hư hỏng, tổn chi phí viện phí, điều trị, mất hoặc giảm khả năng lao động dẫn đến mất hoặc giảm nguồn thu nhập, chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại nếu đi sai đường (tổn thất về tài chính), có thể tử vong hoặc tàn tật (tổn thất về sức khỏe và tính mạng), sự đau đớn, sợ hãi, sự mất mát và lo lắng của những người thân...(tổn thất về tinh thần).

Tuy nhiên hiện đã có quan điểm mở rộng hơn trong cách định nghĩa về rủi ro: “Rủi ro tồn tại khi có sự không chắc chắn về tương lai” hay “Rủi ro là kết hợp giữa khả năng xảy ra một sự kiện hay biến cố và kết quả của biến cố đó”. Theo cách định nghĩa này, sự không chắc chắn về tương lai có thể bao gồm cả trường hợp xấu hơn và trường hợp tốt hơn, kết quả của một sự kiện có thể tạo ra cơ hội và lợi ích (upside), hay nguy cơ và tổn thất (downside). Trong lĩnh vực tài chính và đầu tư, rủi ro được định nghĩa là sự biến động của mức sinh lời hay giá tài sản, sự khác biệt giữa mức sinh lời thực tế với mức sinh lời trung bình hay kỳ vọng.

Như vậy, rủi ro đơn giản là sự không chắc chắn của các sự kiện trong tương lai và không phải lúc nào cũng hoàn toàn là hậu quả xấu. Các tổ chức và cá nhân có thể phải đối mặt với hai loại rủi ro, bao gồm: Rủi ro thuần túy và rủi ro đầu cơ.





- **Rủi ro đầu cơ (Speculative Risk):** là rủi ro khi tồn tại ba khả năng có thể xảy ra: thiệt hại, có lợi, không thay đổi. Ví dụ, khi chúng ta mua một loại cổ phiếu, chúng ta dự tính rằng giá cổ phiếu có thể tăng lên và chúng ta sẽ kiếm được lợi nhuận trên khoản đầu tư của mình. Cùng thời điểm đó, chúng ta đều biết rằng giá cổ phiếu có thể giảm xuống hay đứng yên làm cho chúng ta bị thua lỗ hoặc hòa vốn. Các khái niệm và thuật ngữ mà chúng ta thường dùng trong kinh doanh và tài chính như: rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, rủi ro tỉ giá hối đoái, rủi ro lãi suất, rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống... đều là rủi ro đầu cơ.
- **Rủi ro thuần túy (Pure risk):** là loại rủi ro khi chỉ tồn tại hai khả năng bị thiệt hại hoặc không bị thiệt hại, không có khả năng có lợi khi biến cố xảy ra hoặc không xảy ra. Ví dụ: Khi một người tham gia giao thông trên đường, có 2 biến cố là xảy ra tai nạn hoặc không xảy ra tai nạn. Nếu xảy ra tai nạn người đó sẽ bị tổn thất về tài chính, sức khỏe, tính mạng, tinh thần... như đã phân tích ở trên. Nếu tai nạn không xảy ra người đó sẽ không bị tổn thất, nhưng cũng không có lợi ích gì thêm từ sự kiện này.

Việc phân biệt giữa rủi ro đầu cơ và rủi ro kinh doanh có ý nghĩa rất quan trọng bởi vì thông thường hoạt động bảo hiểm chỉ thực hiện đối với rủi ro thuần túy và không thực hiện đối với rủi ro đầu cơ. Nói cách khác rủi ro thuần túy là rủi ro có thể được bảo hiểm, còn rủi ro đầu cơ là rủi ro không được bảo hiểm. Có một số lý do giải thích cho điều này, nhưng lý do quan trọng nhất đó là “mục đích của bảo hiểm là đền bù những tổn thất về tài chính chứ không phải là tạo ra cơ hội kiếm lời”

Quản trị rủi ro là việc một tổ chức hay cá nhân giảm thiểu các tác động tiêu cực của rủi ro bằng việc xác định và đo lường các rủi ro mà họ có thể gặp phải, từ đó sẽ có các biện pháp nhằm kiểm soát, giảm thiểu hay loại bỏ rủi ro. Để loại bỏ và giảm thiểu những rủi ro và tổn thất về tài chính người ta có thể chọn các cách thức quản trị rủi ro như sau: tránh rủi ro (Avoiding Risk), kiểm soát rủi ro (Controlling Risk), chấp nhận rủi ro (Accepting Risk), chuyển nhượng rủi ro (Transferring Risk). Trong đó, chuyển nhượng rủi ro là việc một chủ thể có thể chuyển những tổn thất tài chính khi xảy ra rủi ro cho một chủ thể khác, đổi lại phải chịu một khoản phí nhất định dưới các hình



thức khác nhau. Đối với các rủi ro đầu cơ như rủi ro hay đổi giá hàng hóa, nguyên vật liệu, biến động tỉ giá, thay đổi lãi suất, biến động giá chứng khoán, người ta có thể chuyển giao các rủi ro này cho chủ thể khác thông qua các hợp đồng dài hạn hoặc thiết lập vị thế phòng vệ (hedging) bằng các công cụ phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai, quyền chọn... Đối với rủi ro thuần túy, cách chuyển nhượng rủi ro phổ biến nhất là mua các hợp đồng bảo hiểm. Khi mua bảo hiểm, người mua bảo hiểm phải trả một khoản phí, công ty bảo hiểm có trách nhiệm bồi thường khi tổn thất xảy ra. Như vậy người mua bảo hiểm đã thực hiện việc chuyển giao rủi ro sang cho công ty bảo hiểm. Thực ra công ty bảo hiểm cũng chỉ là người đứng trung gian, rủi ro đó đã được chuyển giao và chia sẻ một cách gián tiếp cho số đông người mua bảo hiểm khác. Do tâm lý phổ biến của con người là ngại rủi ro (Risk – Adverse) nên người ta chấp nhận trả một khoản phí chắc chắn thay vì phải gánh chịu những thiệt hại lớn có thể xảy ra.

### 8.1.2 Bảo hiểm

Ngày 11 tháng 9 năm 2001, cả thế giới bàng hoàng nhìn Tòa Tháp Đôi tại Trung Tâm Thương Mại Thế Giới – Newyork – Hoa Kỳ, sụp đổ và chôn vùi gần 3.000 người trong giây lát. Mười năm sau, các trận động đất và sóng thần quét qua Nhật Bản đã cướp đi hàng chục nghìn nhân mạng, tàn phá nặng nề nhiều thành phố, thị trấn và làng mạc. Ngoài sự tổn thất về nhân mạng, Chính phủ Nhật Bản ước lượng thiệt hại về vật chất lên đến hơn 300 tỉ USD. Hai sự kiện trên, một nhân họa, một thiên tai nhưng đều gây ra những thiệt hại to lớn về con người và tài sản. Việc các thảm họa này xảy ra tại những quốc gia dẫn đầu thế giới về kinh tế, công nghệ và an ninh càng cho con người cảm nhận rõ hơn về sự nhỏ bé và bất an của mình. Từ xã hội cổ xưa cho đến xã hội hiện đại, cho dù tiện nghi cuộc sống có được nâng cao, khoa học kỹ thuật có phát triển như thế nào, con người vẫn luôn bị ám ảnh và sợ hãi bởi những bất trắc và rủi ro đến từ những nguyên nhân khác nhau như: thiên tai, chiến tranh, ốm đau, bệnh tật, tai nạn, cháy nổ, trộm cướp... Những rủi ro khi xảy ra thường gây ra những tổn thất khó lường làm ảnh hưởng đến sản xuất kinh doanh, đời sống, tài sản, tính mạng và sức khỏe của con người. Nhu cầu an toàn chính là một trong những nhu cầu căn bản nhất của con người và nó là một trong những nhu cầu vĩnh



401

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

cửu. Trong thuyết nhu cầu của mình, nhà tâm lý học Maslow đã khẳng định nhu cầu an toàn (Safety Need) là nhu cầu căn bản xếp thứ hai sau các nhu cầu về vật chất và sinh lý cơ bản. Trong hành trình đi tìm kiếm sự an toàn, nhân loại đã tìm được một trong những phương thức hữu hiệu đó chính là “**Bảo Hiểm**”. Ngài Winston Churchill, thủ tướng Anh giai đoạn chiến tranh thế giới lần thứ hai, người được trao giải Nobel văn chương năm 1953 đã nói về bảo hiểm: “Nếu có thể, tôi sẽ viết từ “Bảo hiểm” khắp mọi nơi trong mỗi khu phố, mỗi ngôi nhà và trước mắt mỗi người – càng ngày tôi càng tin chắc rằng, với một giá khiếm tốn, bảo hiểm có thể giải phóng các gia đình ra khỏi thảm họa khôn lường”.

Từ những ý tưởng đầu tiên về các quỹ dự trữ cứu tế từ thời Cổ Đại, cho đến những hợp đồng bảo hiểm hàng hải đầu tiên vào thế kỉ thứ 14, hợp đồng bảo hiểm nhân thọ đầu tiên vào thế kỉ 16 tại Châu Âu, bảo hiểm đã phát triển một cách nhanh chóng trở thành một ngành công nghiệp lớn. Ngày nay bảo hiểm đóng vai trò quan trọng trong đời sống kinh tế xã hội với nhiều loại hình và sản phẩm bảo hiểm đa dạng. Các công ty bảo hiểm cũng luôn là một trong những loại hình định chế tài chính nắm giữ quy mô tài sản lớn nhất cùng với các ngân hàng thương mại và quỹ đầu tư.

Có nhiều định nghĩa khác nhau về bảo hiểm dựa trên các khía cạnh khác nhau về pháp lý, về tài chính hay nghiệp vụ... “Bảo hiểm là thỏa thuận trong đó một bên (người bảo hiểm) cam kết đền bù cho bên kia (người được bảo hiểm) trước những tổn thất do những rủi ro hay hiểm họa mà đối tượng bảo hiểm có thể gặp phải, hoặc thanh toán một số tiền hoặc những vật và quyền lợi có giá trị khi xảy ra những sự kiện nhất định” (Principles and Practice of Insurance – The Canadian P&C Industry News and CIP Resource).

“Bảo hiểm là một cơ chế, theo cơ chế này, một người, một doanh nghiệp hay một tổ chức chuyển nhượng rủi ro cho công ty bảo hiểm, công ty đó sẽ bồi thường cho người được bảo hiểm các tổn thất thuộc phạm vi bảo hiểm và phân chia giá trị thiệt hại giữa tất cả người được bảo hiểm” (Tập đoàn bảo hiểm quốc tế Mỹ AIG).

Bảo hiểm là hoạt động: “...theo đó doanh nghiệp bảo hiểm chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, trên cơ sở bên mua bảo hiểm đóng phí bảo hiểm



để doanh nghiệp bảo hiểm trả tiền bảo hiểm cho người thụ hưởng hoặc bồi thường cho người được bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm.<sup>54</sup>

“Bảo hiểm là hoạt động trong đó để đổi lấy phí bảo hiểm của người tham gia bảo hiểm nhà bảo hiểm đưa ra cam kết bồi thường cho người tham gia bảo hiểm hoặc bên thứ ba một số tiền xác định nhằm bù đắp những tổn thất về tài chính cho những người này trong trường hợp xảy ra những sự kiện bảo hiểm được quy định bởi hợp đồng giao kết giữa hai bên hay được quy định bởi pháp luật”

Như vậy hoạt động bảo hiểm được đề cập ở đây không hoàn toàn giống như ý nghĩa của từ “bảo hiểm” mà ta vẫn thường dùng hàng ngày. Bảo hiểm được đề cập ở đây dưới góc độ của một dịch vụ tài chính với một số đặc điểm cơ bản như sau:

- Bảo hiểm là một hoạt động dịch vụ tài chính, chức năng chính của bảo hiểm không phải là ngăn chặn, giảm thiểu hay xóa bỏ rủi ro, mà là bồi thường những thiệt hại về tài chính sau khi đã xảy ra rủi ro.
- Bên bảo hiểm chỉ có trách nhiệm chi trả số tiền bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm đã được quy định trong hợp đồng. Sự kiện bảo hiểm thường phải gây ra thiệt hại và tổn thất thực sự cho bên được bảo hiểm. Bảo hiểm có chức năng bù đắp những tổn thất về tài chính chứ không phải tạo ra cơ hội để kiếm lời.
- Bảo hiểm là một dịch vụ tài chính, không phải là hoạt động tương trợ, từ thiện. Hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực và trách nhiệm của bên bảo hiểm chỉ phát sinh trên cơ sở bên mua bảo hiểm đã đóng phí đầy đủ.
- Bảo hiểm hoạt động dựa trên quy luật số đông và các quy luật thống kê. Trong đó một số đông các thành viên tham gia bảo hiểm sẽ đóng phí nhằm xây dựng quỹ chung và dùng quỹ đó để trả tiền bảo hiểm nhằm bù đắp những tổn thất tài chính cho một số thành viên khi xảy ra những sự kiện bảo hiểm được quy định. Bảo hiểm huy động sự đóng góp của một số đông để chia sẻ rủi ro cho một số ít người. Số lượng thành viên được chi trả bảo hiểm

<sup>54</sup> Luật kinh doanh bảo hiểm Việt Nam năm 2000



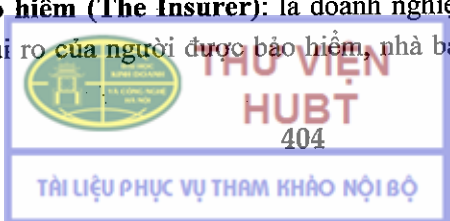
thường rất nhỏ so với tổng số thành viên tham gia đóng bảo hiểm, hay thời gian mà các thành viên được nhận quyền lợi bảo hiểm cũng thường ngắn so với tổng thời gian tham gia đóng bảo hiểm của họ. Tất cả các vấn đề liên quan đến mức phí bảo hiểm, số tiền bồi thường bảo hiểm, cách thức sử dụng quỹ bảo hiểm đều phải được tính toán một cách khoa học và quản lý một cách chặt chẽ.

▪ Thông thường trong suốt thời hạn của hợp đồng, số tiền kỳ vọng mà người tham gia bảo hiểm có thể nhận được (số tiền bồi thường nhân với xác suất xảy ra sự kiện bảo hiểm) thường nhỏ hơn khoản phí mà họ phải đóng. Tại sao người ta vẫn tham gia bảo hiểm khi đã đều biết điều này? Câu trả lời là do tâm lý chung của phần lớn mọi người là ngại rủi ro (Risk – Adverse). Người ta sẵn sàng chi trả một số tiền nhỏ tương đương chắc chắn (Certainty Equivalent) là phí bảo hiểm hơn là phải gánh chịu một rủi ro, mặc dù là khả năng xảy ra thấp nhưng nếu xảy ra họ có thể bị thiệt hại một cách nghiêm trọng về tài chính. Đơn giản hơn có thể hiểu khách hàng trả phí cho công ty bảo hiểm để mua sự an tâm.

▪ Hoạt động bảo hiểm được điều chỉnh một cách chặt chẽ bởi luật pháp của các quốc gia, các điều ước, quy tắc và thông lệ quốc tế. Quyền nghĩa vụ của các bên tham gia trong hoạt động bảo hiểm và các vấn đề liên quan đến hoạt động bảo hiểm được quy định một cách cụ thể và rõ ràng trong hợp đồng bảo hiểm.

Như đã trình bày ở trên, các hoạt động bảo hiểm được cụ thể hóa bằng hợp đồng bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm quy định một cách chi tiết các nội dung của hoạt động bảo hiểm, là căn cứ để hai bên thực hiện các quyền và nghĩa vụ trong hoạt động bảo hiểm cũng như phân xử các tranh chấp phát sinh. Theo Luật Dân Sự 2005, “Hợp đồng bảo hiểm là sự thỏa thuận giữa các bên, theo đó bên mua bảo hiểm phải đóng phí bảo hiểm, còn bên bảo hiểm phải trả một khoản tiền bảo hiểm cho bên được bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm” Như vậy các bên tham gia và các nội dung cần xác định rõ trong một hoạt động bảo hiểm hay hợp đồng bảo hiểm bao gồm:

▪ **Người bảo hiểm (The Insurer):** là doanh nghiệp hoặc tổ chức bảo hiểm chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, nhà bảo hiểm thu phí bảo hiểm



và trả tiền cho người thụ hưởng hoặc người được bảo hiểm trong trường hợp xảy ra sự kiện bảo hiểm. Nhà bảo hiểm có thể là các công ty bảo hiểm, tổ chức bảo hiểm tiền gửi, cơ quan bảo hiểm xã hội – y tế... hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận hoặc phi lợi nhuận.

▪ **Bên mua bảo hiểm (Policyowner):** là tổ chức cá nhân giao kết hợp đồng với người bảo hiểm và đóng phí bảo hiểm. Bên mua bảo hiểm có thể đồng thời là người được bảo hiểm hoặc người thụ hưởng.

▪ **Người được bảo hiểm (The insured):** là tổ chức cá nhân có tính mạng, sức khỏe, tài sản, trách nhiệm dân sự được bảo hiểm theo hợp đồng bảo hiểm. Người được bảo hiểm có thể đồng thời là người thụ hưởng.

▪ **Người thụ hưởng (Beneficiary):** là tổ chức, cá nhân được bên mua bảo hiểm chỉ định nhận số tiền bảo hiểm theo hợp đồng bảo hiểm.

▪ **Đối tượng bảo hiểm (The object of the insurance):** đối tượng bảo hiểm bao gồm con người, tài sản, trách nhiệm dân sự được quy định tại hợp đồng bảo hiểm. Đối tượng bảo hiểm là một điều khoản rất quan trọng của hợp đồng bảo hiểm, trách nhiệm bồi thường của nhà bảo hiểm phát sinh khi xảy ra các sự kiện bảo hiểm hay rủi ro liên quan với đối tượng bảo hiểm. Nhà bảo hiểm thường phải đánh giá và thẩm định đối tượng bảo hiểm một cách kỹ lưỡng trước khi phát hành hợp đồng bảo hiểm.

▪ **Sự kiện bảo hiểm (Event insured):** là sự kiện khách quan do các bên thỏa thuận hoặc pháp luật quy định mà khi sự kiện đó xảy ra thì nhà bảo hiểm phải trả tiền cho người thụ hưởng hoặc bồi thường cho người được bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm cũng phải quy định rõ về điều khoản loại trừ trách nhiệm bảo hiểm. Điều khoản loại trừ trách nhiệm bảo hiểm quy định trường hợp doanh nghiệp bảo hiểm không phải bồi thường hoặc không phải trả tiền bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm.

▪ **Số tiền bảo hiểm (Policy benefit):** là số tiền được ghi trong hợp đồng BH mà công ty BH cam kết trả cho người chủ hợp đồng/người thụ hưởng trong trường hợp xảy ra sự kiện bảo hiểm. Số tiền bảo hiểm nằm trong phạm vi quyền lợi có thể được bảo hiểm, là mức trách nhiệm cao nhất của công ty bảo hiểm và cũng là cơ sở để tính toán phí bảo hiểm.



405

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

▪ **Phí bảo hiểm (Premium):** là khoản tiền mà bên mua bảo hiểm phải đóng cho doanh nghiệp bảo hiểm theo thời hạn và phương thức do các bên thỏa thuận trong hợp đồng bảo hiểm. Phí bảo hiểm được tính toán và xác định dựa trên nhiều yếu tố, trong đó quan trọng nhất là số tiền bảo hiểm và mức độ rủi ro của đối tượng bảo hiểm.

Từ các khái niệm và đặc điểm của hoạt động bảo hiểm nêu trên ta thấy, sự tồn tại khách quan của rủi ro chính là tiền đề cho dịch vụ bảo hiểm tồn tại, nói một cách đơn giản “không có rủi ro thì không có bảo hiểm”. Do vậy tìm hiểu và nhận thức một cách đúng đắn về rủi ro có ý nghĩa rất quan trọng trong quá trình nghiên cứu cũng như tác nghiệp bảo hiểm.

### 8.1.3 Các đặc điểm của rủi ro có thể được bảo hiểm

Hoạt động bảo hiểm đặc biệt là bảo hiểm thương mại cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho các tổ chức và cá nhân có nhu cầu. Tuy nhiên, không phải tất cả rủi ro đều có thể bảo hiểm được, không phải mọi yêu cầu bảo hiểm đều có thể được các công ty bảo hiểm chấp nhận. Sản phẩm bảo hiểm chỉ có thể được thiết kế dựa trên nguyên tắc căn bản đó là rủi ro phải có thể bảo hiểm được. Rủi ro có thể được bảo hiểm (Insurable Risks) có một số đặc tính cơ bản, đây chính là những hướng dẫn quan trọng trong quá trình thiết kế sản phẩm và triển khai nghiệp vụ bảo hiểm.

• **Tổn thất phải xuất hiện một cách ngẫu nhiên (The Loss must be occur by chance)**

Để một tổn thất tiềm tàng có thể được bảo hiểm, yếu tố ngẫu nhiên phải tồn tại. Những tổn thất phải là nguyên nhân của một sự kiện bất ngờ hay một sự kiện không do người được bảo hiểm cố ý gây ra. Công ty bảo hiểm sẽ không chấp nhận bảo hiểm hoặc không chấp nhận bồi thường đối với các tổn thất do các sự kiện đã xảy ra trước thời điểm hợp đồng có hiệu lực, chắc chắn về khả năng và thời điểm sẽ xảy ra, hoặc do người được bảo hiểm cố ý gây ra. Công ty bảo hiểm cung cấp dịch vụ bảo hiểm cháy nổ cho một nhà xưởng bởi vì cháy nổ nhà xưởng là một sự kiện ngẫu nhiên, không ai biết rõ rằng nó có xảy ra hay không và xảy ra vào thời điểm nào. Công ty sẽ không cung cấp dịch vụ bảo hiểm nếu việc cháy nổ đã xảy ra rồi và sẽ không có trách nhiệm





đền bù nếu việc cháy nhà xưởng là do người chủ cố tình gây ra. Cái chết là điều chắc chắn.

- **Tổn thất phải được xác định rõ ràng (*The Loss must be definite*)**

Đối với hầu hết các loại hình bảo hiểm, những tổn thất được bảo hiểm phải được xác định bởi hai vấn đề: thời gian (Time) và số lượng (Amount). Nói cách khác, nhà bảo hiểm phải xác định được khi nào phải trả tiền bồi thường và số tiền bảo hiểm phải chi trả là bao nhiêu. Công ty bảo hiểm không thể thực hiện trách nhiệm bảo hiểm nếu như không thể xác định được một cách rõ ràng tổn thất có xảy ra hay không, xảy ra vào thời điểm nào và mức độ tổn thất là bao nhiêu. Hai trong số các nội dung quan trọng nhất của hợp đồng bảo hiểm đó là sự kiện bảo hiểm và số tiền bảo hiểm, quy định chi tiết về thời điểm phát sinh trách nhiệm bồi thường và số tiền bồi thường. Số tiền chi trả bảo hiểm được xác định một cách cố định theo mệnh giá của hợp đồng (valued contract), hoặc được chi trả theo mức tổn thất tài chính thực tế phát sinh (contract of indemnity). Trong cả hai trường hợp trên, thông thường số tiền chi trả bảo hiểm phải nhỏ hơn mức tổn thất thực tế.

- **Tổn thất phải đáng kể (*The Loss must be significant*)**

Những rủi ro có thể được bảo hiểm thông thường phải tương đối lớn và tạo ra những khó khăn tài chính đáng kể cho người tham gia bảo hiểm. Những tổn thất không đáng kể thường không được bảo hiểm, do sẽ làm tổn kém về thời gian và chi phí cho cả hai bên trong việc thực hiện các thủ tục bảo hiểm. Người ta có thể chấp nhận các rủi ro này (Accepting Risk) mà không cần chuyển giao rủi ro thông qua các hợp đồng bảo hiểm.

- **Tỉ lệ tổn thất phải có thể dự đoán được (*The Loss Rate Must be predictable*)**

Để cung cấp một loại hình bảo hiểm nào đó, công ty bảo hiểm phải ước đoán được tỉ lệ tổn thất có thể xảy ra. Việc dự đoán tỉ lệ tổn thất sẽ giúp các công ty bảo hiểm xác định được mức phí phù hợp áp dụng cho các hợp đồng bảo hiểm. Không ai có thể dự đoán được tổn thất xảy ra với một đối tượng cụ thể nào đó, nhưng người ta có thể dự đoán được số lượng tổn thất trong một



THƯ VIỆN  
HUBT

407

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



nhóm lớn đối tượng. Chúng ta không thể biết một người nào đó có thể bị tử vong hay thương tật hay không, nhưng chúng ta có thể ước lượng một cách khá chính xác số người bị tử vong và thương tật trên 10.000 người cùng lứa tuổi, giới tính và nghề nghiệp. Công ty bảo hiểm hoạt động dựa trên quy luật số đông (The Law of Large Numbers). Thông qua nhiều lần quan sát một sự kiện ngẫu nhiên người ta sẽ tìm ra quy luật về sự xuất hiện của nó. Đó gọi là xác suất xảy ra sự kiện bảo hiểm (Probability). Các công ty bảo hiểm nhân thọ phải xây dựng và sử dụng bảng thống kê tỉ lệ tử vong (Mortality Table) để tính phí bảo hiểm. Các công ty cung cấp nghiệp vụ bảo hiểm tai nạn cho xe hơi phải ước đoán được tỉ lệ số vụ tai nạn xe hơi trên tổng số xe hơi tham gia giao thông và mức thiệt hại trung bình của mỗi vụ. Nếu không dự đoán được tỉ lệ tổn thất các công ty bảo hiểm không thể triển khai và cung cấp các dịch vụ bảo hiểm.

• **Rủi ro không vượt quá khả năng của nhà bảo hiểm (The Loss Must not be Catastrophic to the Insurer )**

Những tổn thất tiềm tàng không được xem là có thể được bảo hiểm nếu như việc đền bù cho một tổn thất riêng lẻ có thể gây thiệt hại tài chính quá lớn cho tổ chức bảo hiểm. Những tổn thất như vậy sẽ không thể được bảo hiểm bởi vì nhà bảo hiểm có thể không đủ khả năng thực hiện trách nhiệm bồi thường, hoặc việc đền bù có thể ảnh hưởng một cách nghiêm trọng tới tình hình tài chính của tổ chức bảo hiểm. Để ngăn ngừa khả năng xảy ra tổn thất lớn trong các khoản đền bù các công ty phải đảm bảo rằng các tổn thất phải xảy ra một cách độc lập không có liên quan với nhau, thực hiện dàn trải rủi ro giữa các đối tượng được bảo hiểm khác nhau. Các nhà bảo hiểm cũng thường thực hiện việc phòng tránh rủi ro này thông qua việc xác định giới hạn bảo hiểm tối đa (Retention Limit) hay thực hiện nghiệp vụ tái bảo hiểm (Reinsurance). Các hợp đồng bảo hiểm cũng thường có điều khoản loại trừ trách nhiệm bảo hiểm, trong đó quy định doanh nghiệp bảo hiểm có thể không phải bồi thường trong các trường hợp tổn thất do các thảm họa lớn như động đất, sóng thần, chiến tranh...

### 8.1.4 Các nguyên tắc của hoạt động bảo hiểm

#### 8.1.4.1 Nguyên tắc trung thực tuyệt đối (Utmost Good Faith)

Đây là nguyên tắc rất cơ bản và thiết yếu của giao dịch bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm được ký kết giữa hai bên trên cơ sở tuyệt đối trung thực, thiện chí và tin tưởng. Nguyên tắc được áp dụng đối với cả bên bảo hiểm và bên được bảo hiểm, được áp dụng đối với mọi loại hình bảo hiểm. Nguyên tắc trung thực tuyệt đối được thể hiện cụ thể bởi các văn bản luật và các điều khoản của hợp đồng. Bộ Luật Dân Sự 2005 có cũng quy định cụ thể về nghĩa vụ trung thực tuyệt đối của các bên khi giao kết hợp đồng bảo hiểm. Khi giao kết hợp đồng bảo hiểm, bên bảo hiểm có trách nhiệm cung cấp đầy đủ thông tin liên quan đến hợp đồng bảo hiểm, giải thích các điều kiện, điều khoản bảo hiểm cho bên mua bảo hiểm. Bên mua bảo hiểm phải cung cấp cho bên bảo hiểm một cách đầy đủ và chính xác thông tin có liên quan đến đối tượng bảo hiểm, trừ thông tin mà bên bảo hiểm đã biết hoặc phải biết. Trong trường hợp bên mua bảo hiểm cố ý cung cấp thông tin sai nhằm giao kết hợp đồng để hưởng tiền bảo hiểm thì bên bảo hiểm có quyền đơn phương chấm dứt thực hiện hợp đồng hoặc từ chối bồi thường. Trong trường hợp bên bảo hiểm cố ý cung cấp thông tin sai sự thật nhằm giao kết hợp đồng bảo hiểm thì bên mua bảo hiểm có quyền đơn phương đình chỉ thực hiện hợp đồng bảo hiểm; bên bảo hiểm phải bồi thường thiệt hại phát sinh cho bên mua bảo hiểm do việc cung cấp thông tin sai sự thật.

#### 8.1.4.2 Nguyên tắc lợi ích có thể được bảo hiểm (Insurable Interest)

Theo nguyên tắc này, người mua bảo hiểm/người được bảo hiểm/người thụ hưởng phải có lợi ích hay quyền lợi có thể được bảo hiểm đối với đối tượng bảo hiểm. Nguyên tắc lợi ích bảo hiểm là nguyên tắc chung trong luật kinh doanh bảo hiểm của các nước. Vì vậy, sự tồn tại của lợi ích có thể được bảo hiểm là điều kiện để cho hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực. Theo luật Kinh doanh Bảo hiểm năm 2000: “Quyền lợi có thể được bảo hiểm là quyền sở hữu, quyền chiếm hữu, quyền sử dụng, quyền tài sản; quyền, nghĩa vụ nuôi dưỡng, cấp dưỡng đối với đối tượng được bảo hiểm”.

Khi xem xét về lợi ích có thể được bảo hiểm, ta cần xem xét đến sự tồn tại của đối tượng được bảo hiểm (sức khỏe, tính mạng con người, tài sản, trách



409

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

nhệm dân sự) và sự liên hệ về mặt lợi ích giữa đối tượng được bảo hiểm và người tham gia bảo hiểm. Một người được xem là lợi ích có thể được bảo hiểm nếu như người đó được hưởng lợi nhờ sự tồn tại của đối tượng được bảo hiểm và bị thiệt hại nếu đối tượng được bảo hiểm bị mất đi hoặc bị phá hủy. Trong trường hợp đối tượng được bảo hiểm là trách nhiệm dân sự, người tham bảo hiểm phải có tổn thất tài chính khi phát sinh trách nhiệm bồi thường. Nói một cách ngắn gọn hơn, người tham gia bảo hiểm phải có tổn thất tài chính khi xảy ra sự kiện bảo hiểm.

Trong trường hợp bảo hiểm tài sản, lợi ích bảo hiểm có thể bao gồm: lợi ích về sở hữu, lợi ích về sử dụng, lợi ích về thu nhập, lợi ích về trách nhiệm, và các lợi ích khác như quyền nhận cầm cố, thế chấp, bảo lãnh...

Nếu chúng ta có quyền sở hữu một tài sản nào đó như nhà cửa, xe cộ, thiết bị...khi các tài sản này bị hư hỏng hoặc mất đi do cháy nổ, tai nạn, mất trộm... rõ ràng là chúng ta sẽ bị thiệt hại, do đó hiển nhiên đã tồn tại lợi ích có thể được bảo hiểm. Trường hợp chúng ta đã ký hợp đồng và trả tiền thuê tài sản trong một thời gian dài, đặc biệt là trường hợp thuê tài chính, nếu các sự cố tương tự xảy ra với tài sản, chúng ta cũng bị thiệt hại vì bị mất lợi ích sử dụng đối với tài sản, trong trường hợp này cũng đã tồn tại lợi ích có thể được bảo hiểm mặc dù không có quyền sở hữu.

Trường hợp bảo hiểm con người, lợi ích có thể bảo hiểm thường là các quan hệ thân nhân được pháp luật thừa nhận. Trong trường hợp bảo hiểm con người. Bên mua bảo hiểm chỉ có thể mua bảo hiểm cho những người sau đây: Bản thân bên mua bảo hiểm; Vợ, chồng, con, cha, mẹ của bên mua bảo hiểm; Anh, chị, em ruột; người có quan hệ nuôi dưỡng và cấp dưỡng; Người khác, nếu bên mua bảo hiểm có quyền lợi có thể được bảo hiểm.

Chúng ta là người bị thiệt hại nặng nề nhất đối với các sự cố thương tật hay tử vong của bản thân, lợi ích có thể bảo hiểm là rất rõ ràng. Các sự cố về sức khỏe hay tử vong của những người thân trong gia đình như vợ, chồng, con, cha, mẹ cũng sẽ gây tổn thất tài chính cho chúng ta, chưa tính đến các tổn thất về tinh thần, do vậy trường hợp này cũng tồn tại lợi ích có thể được bảo hiểm.



Nguyên tắc lợi ích có thể được bảo hiểm được áp dụng chung cho tất cả các loại hình bảo hiểm, tuy nhiên thời điểm áp dụng có thể sẽ khác nhau. Đối với bảo hiểm tài sản, tại thời điểm giao kết hợp đồng và thời điểm xảy ra sự kiện bảo hiểm người tham gia bảo hiểm đều phải còn tồn tại lợi ích có thể được bảo hiểm. Bảo hiểm nhân thọ yêu cầu phải tồn tại lợi ích được bảo hiểm lúc ký hợp đồng, nhưng không nhất thiết phải duy trì lợi ích bảo hiểm vào thời điểm xảy ra sự kiện bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm hàng hải yêu cầu tồn tại lợi ích có thể được bảo hiểm tại thời điểm xảy ra sự kiện bảo hiểm, mà không nhất thiết phải tồn tại lợi ích có thể được bảo hiểm lúc ký hợp đồng.

Nguyên tắc lợi ích có thể được bảo hiểm có ý nghĩa quan trọng trong việc ngăn chặn rủi ro đạo đức và sử dụng bảo hiểm như một hình thức cá cược và đánh bạc. Nếu một người có thể mua bảo hiểm tai nạn cho xe hơi của một người khác, người đó có thể được hưởng số tiền bảo hiểm nếu chiếc xe bị hư hỏng do tai nạn, trong khi không có bất cứ thiệt hại nào từ sự cố này. Khi đó người ta có dùng bảo hiểm như một hình thức cá cược và đánh bạc trên rủi ro và tổn thất của người khác. Tệ hơn nữa người này có thể cố tình gây ra tai nạn cho chiếc xe trên để hưởng tiền đền bù, đó chính là rủi ro đạo đức. Nguyên tắc này cũng giúp xác định giới hạn trách nhiệm bồi thường của doanh nghiệp bảo hiểm. Số tiền bảo hiểm thường không vượt quá lợi ích có thể được bảo hiểm của người tham gia bảo hiểm.

#### 8.1.4.3 Nguyên tắc bồi thường (Indemnity)

Bồi thường (Indemnity) có nghĩa là sự đảm bảo khỏi bị thiệt hại, hư hỏng và tổn thất, sự đảm bảo và cam kết nhằm đưa người được bảo hiểm khôi phục trở lại trạng thái ban đầu như trước khi xảy ra sự kiện không mong đợi. Theo nguyên tắc bồi thường, khi có tổn thất xảy ra, người bảo hiểm phải bồi thường như thế nào đó để đảm bảo cho người được bảo hiểm có vị trí tài chính như trước khi có tổn thất xảy ra. Mức bồi thường phải bằng với mức thiệt hại thực tế, không lớn hơn và cũng không nhỏ hơn. Nguyên tắc này có ý nghĩa quan trọng, thường được áp dụng đối với bảo hiểm phi nhân thọ và ít được áp dụng với bảo hiểm nhân thọ. Trường hợp xảy ra tổn thất nếu phải bồi thường mà không bồi thường, hoặc bồi thường quá ít so với mức tổn thất sẽ không giúp người được bảo hiểm bù đắp được thiệt hại nhằm khôi phục



411

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

đời sống và sản xuất kinh doanh do vậy không đạt được mục đích của bảo hiểm. Tuy nhiên trên thực tế số tiền bảo hiểm hoặc mức bồi thường có thể thấp hơn một chút so với giá trị tài sản và mức thiệt hại, nhằm gắn trách nhiệm và khuyến khích người được bảo hiểm giữ gìn và bảo vệ tài sản tốt hơn. Quan trọng hơn, bảo hiểm chỉ đảm bảo cho người tham gia bảo hiểm được bồi thường đúng mức khi bị tổn thất chứ không tạo ra cơ hội để kiếm lời, không thể để cho người tham gia bảo hiểm có được lợi ích không hề có trước khi xảy ra sự kiện bảo hiểm. Các bên không được lợi dụng bảo hiểm để trục lợi. Doanh nghiệp bảo hiểm và bên mua bảo hiểm không được giao kết hợp đồng bảo hiểm tài sản trên giá trị. Hợp đồng bảo hiểm tài sản trên giá trị là hợp đồng trong đó số tiền bảo hiểm cao hơn giá thị trường của tài sản được bảo hiểm tại thời điểm giao kết hợp đồng.

Nguyên tắc bồi thường cũng dẫn đến hai nguyên tắc mang tính hệ quả của nó là *nguyên tắc góp phần (Principle of Contribution)* và *nguyên tắc thế quyền (Principle of Subrogation)*.

#### 8.1.4.4 Nguyên tắc góp phần (Principle of Contribution)

Được xem là hệ quả của nguyên tắc bồi thường, nguyên tắc này áp dụng cho tất cả mọi loại hợp đồng mang tính bồi thường (contracts of indemnity) trong trường hợp người được bảo hiểm tham gia nhiều hợp đồng bảo hiểm trên cùng một đối tượng được bảo hiểm. Khi người tham gia bảo hiểm mua bảo hiểm cho cùng một đối tượng bảo hiểm tại hai hay nhiều công ty bảo hiểm khác nhau, tổng cộng số tiền bảo hiểm của các hợp đồng bảo hiểm vượt quá giá trị của đối tượng bảo hiểm, trường hợp này được gọi là bảo hiểm trùng. Theo nguyên tắc góp phần, người được bảo hiểm chỉ có quyền yêu cầu bồi thường trong phạm vi thiệt hại thực tế từ tất cả các công ty bảo hiểm hoặc từ một nhà bảo hiểm bất kỳ. Tổng số tiền bồi thường của tất cả các công ty bảo hiểm sẽ không được vượt quá thiệt hại thực tế, các công ty phân chia trách nhiệm của mình theo tỉ lệ. Nếu như một công ty bảo hiểm nào đó đã chi trả toàn bộ số tiền bảo hiểm, công ty đó có quyền yêu cầu các công ty khác bồi thường lại cho mình theo tỉ lệ.

**Ví dụ:** Ông An có một chiếc xe hơi BMW trị giá 4 tỉ, ông An cùng một lúc mua hai hợp đồng bảo hiểm tại nạn xe trị giá 3 tỉ tại Bảo Việt và 2 tỉ tại Bảo



THƯ VIỆN  
HUBT

412

Minh. Khi xe xảy ra tai nạn, mức thiệt hại thực tế là 1.5 tỉ, ông An được quyền đòi bồi thường tổng cộng là 1.5 tỉ từ Bảo Việt và Bảo Minh. Trong đó, trách nhiệm của Bảo Việt là:  $1.5 \text{ tỉ} \cdot (3/5) = 900 \text{ triệu}$ , trách nhiệm của Bảo Minh là:  $1.5 \text{ tỉ} \cdot (2/5) = 600 \text{ triệu}$ . Nếu Bảo Việt đã bồi thường đầy đủ số tiền 1.5 tỉ cho ông An, Bảo Việt có quyền yêu cầu Bảo Minh bồi thường số tiền 600 triệu.

Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm năm 2000, Hợp đồng bảo hiểm trùng là trường hợp bên mua bảo hiểm giao kết hợp đồng bảo hiểm với hai doanh nghiệp bảo hiểm trở lên để bảo hiểm cho cùng một đối tượng, với cùng điều kiện và sự kiện bảo hiểm. Trong trường hợp các bên giao kết hợp đồng bảo hiểm trùng, khi xảy ra sự kiện bảo hiểm, mỗi doanh nghiệp bảo hiểm chỉ chịu trách nhiệm bồi thường theo tỉ lệ giữa số tiền bảo hiểm đã thỏa thuận trên tổng số tiền bảo hiểm của tất cả các hợp đồng mà bên mua bảo hiểm đã giao kết. Tổng số tiền bồi thường của các doanh nghiệp bảo hiểm không vượt quá giá trị thiệt hại thực tế của tài sản.

#### 8.1.4.5 Nguyên tắc thế quyền (Principle of Subrogation)

Nguyên tắc thế quyền còn được gọi là nguyên tắc chuyển quyền đòi bồi thường, được xem là sự mở rộng và hệ quả của nguyên tắc bồi thường. Nguyên tắc này cũng thường được áp dụng cho tất cả mọi loại hợp đồng mang tính bồi thường (contracts of indemnity). Khi xảy ra sự kiện bảo hiểm do người thứ ba đã gây thiệt hại cho đối tượng được bảo hiểm, sau khi đã trả tiền bồi thường cho người được bảo hiểm, người bảo hiểm được quyền truy đòi người có lỗi gây ra tổn thất đó (người thứ ba) trong phạm vi số tiền đã trả. Như vậy, người bảo hiểm sau đã thực hiện trách nhiệm bồi thường, có quyền thay mặt người được bảo hiểm để đòi người thứ ba trách nhiệm bồi thường cho mình. Nguyên tắc thế quyền được luật pháp bảo hiểm của các nước thừa nhận một cách rộng rãi. Cơ sở để thực hiện việc chuyển quyền đòi bồi thường cũng là số tiền người được bảo hiểm được bồi thường không vượt quá mức tổn thất thực tế của họ. Khi xảy ra tổn thất do lỗi của người thứ ba, nếu người được bảo hiểm vừa nhận được bồi thường từ công ty bảo hiểm, vừa được yêu cầu người thứ ba bồi thường khi đó tổng số tiền họ nhận được có thể lớn hơn so với mức thiệt hại của họ. Nhưng nếu không yêu cầu





người thứ ba phải bồi thường, thì người này không phải chịu trách nhiệm về lỗi và tổn thất do họ gây ra, điều này là không công bằng và có thể dẫn tới nhiều hệ lụy xấu. Quyền đòi bồi thường cần phải được chuyển cho người bảo hiểm. Muốn chuyển quyền đòi bồi thường phải có đủ những điều kiện cần thiết như sau: rủi ro và tổn thất xảy ra phải nằm trong phạm vi sự kiện bảo hiểm được quy định trong hợp đồng, việc xảy ra tổn thất phải là nguyên nhân do lỗi của người thứ ba và người thứ ba phải phát sinh trách nhiệm bồi thường, doanh nghiệp bảo hiểm đã thực hiện trả tiền bảo hiểm.

Bộ Luật Dân Sự năm 2005 cũng có quy định về việc chuyển quyền đòi bồi thường: Trong trường hợp người thứ ba có lỗi mà gây thiệt hại cho bên được bảo hiểm và bên bảo hiểm đã trả tiền bảo hiểm cho bên được bảo hiểm thì bên bảo hiểm có quyền yêu cầu người thứ ba hoàn trả khoản tiền mà mình đã trả. Bên được bảo hiểm có nghĩa vụ phải cung cấp cho bên bảo hiểm mọi tin tức, tài liệu, bằng chứng cần thiết mà mình biết để bên bảo hiểm thực hiện quyền yêu cầu đối với người thứ ba. Trong trường hợp bên được bảo hiểm đã nhận số tiền bồi thường thiệt hại do người thứ ba trả, nhưng vẫn ít hơn số tiền mà bên bảo hiểm phải trả thì bên bảo hiểm chỉ phải trả phần chênh lệch giữa số tiền bảo hiểm và số tiền mà người thứ ba đã trả, trừ trường hợp có thỏa thuận khác; nếu bên được bảo hiểm đã nhận tiền bảo hiểm nhưng ít hơn so với thiệt hại do người thứ ba gây ra thì bên được bảo hiểm vẫn có quyền yêu cầu người thứ ba bồi thường phần chênh lệch giữa số tiền bảo hiểm và tiền bồi thường thiệt hại.

#### 8.1.4.6 Nguyên tắc tối thiểu hóa rủi ro (Principle of Loss Minimization)

Theo nguyên tắc tối thiểu hóa rủi ro, người được bảo hiểm phải cố gắng hết sức nhằm giảm thiểu sự tổn thất đối với tài sản của mình trong trường hợp xảy ra các sự kiện không mong đợi như cháy nổ, va chạm, tai nạn... Người được bảo hiểm có trách nhiệm sử dụng các phương tiện có thể và các bước cần thiết nhằm kiểm soát và ngăn chặn khả năng xảy ra tổn thất, cũng như giảm nhiều mức độ nghiêm trọng của tổn thất. Nguyên tắc này yêu cầu người được bảo hiểm phải có trách nhiệm trong việc bảo vệ tài sản của mình ngay cả khi tài sản đã được bảo hiểm, tránh thái độ thờ ơ và thiếu trách



nhiệm có thể làm gia tăng khả năng và mức độ tổn thất. Trong một số trường hợp, các công ty bảo hiểm có quyền chấm dứt hiệu lực hợp đồng, hoặc từ chối bồi thường nếu người được bảo hiểm không thực hiện đúng nguyên tắc này. Ví dụ, sau khi ký hợp đồng bảo hiểm cháy nổ đối nhà xưởng của mình, người được bảo hiểm tiếp tục có trách nhiệm trang bị các phương tiện và thực hiện các biện pháp phòng cháy cần thiết. Khi xảy ra hỏa hoạn bên được bảo hiểm phải sử dụng mọi phương tiện và khả năng có thể để chữa cháy và ngăn chặn thiệt hại.

Theo Bộ Luật Dân Sự 2005, bên được bảo hiểm có nghĩa vụ tuân thủ các điều kiện ghi trong hợp đồng, các quy định của pháp luật có liên quan và thực hiện các biện pháp phòng ngừa thiệt hại. Trong trường hợp bên được bảo hiểm có lỗi không thực hiện các biện pháp phòng ngừa thiệt hại đã ghi trong hợp đồng thì bên bảo hiểm có quyền ấn định một thời hạn để bên được bảo hiểm thực hiện các biện pháp đó; nếu hết thời hạn mà các biện pháp phòng ngừa vẫn không được thực hiện thì bên bảo hiểm có quyền đơn phương chấm dứt thực hiện hợp đồng hoặc không trả tiền bảo hiểm khi thiệt hại xảy ra do các biện pháp phòng ngừa đã không được thực hiện. Khi xảy ra sự kiện bảo hiểm, bên mua bảo hiểm hoặc bên được bảo hiểm phải thực hiện mọi biện pháp cần thiết mà khả năng cho phép để ngăn chặn, hạn chế thiệt hại.

#### 8.1.4.7 Nguyên tắc nguyên nhân gần nhất (Principle of proximate cause)

Người bảo hiểm có trách nhiệm bồi thường cho người được bảo hiểm khi xảy ra tổn thất do những nguyên nhân nhất định được quy định trong hợp đồng bảo hiểm, do vậy việc xác định nguyên nhân gây ra tổn thất có ý nghĩa rất quan trọng trong việc xác định trách nhiệm bồi thường của người bảo hiểm. Khi tổn thất phát sinh do nhiều nguyên nhân khác nhau, xảy ra cùng một lúc hoặc nối tiếp nhau nguyên nhân gần nhất và trực tiếp nhất (proximate cause) sẽ được sử dụng làm căn cứ để xác định trách nhiệm bồi thường của người bảo hiểm. Những nguyên nhân xa hoặc không trực tiếp (Remote Cause) sẽ không phải là cơ sở để xác định trách nhiệm bồi thường.



THƯ VIỆN  
HUBT

415

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



Công ty bảo hiểm bảo hiểm cho một lô hàng vận chuyển bằng tàu biển, công ty cam kết bồi thường nếu hàng hóa bị hư hỏng do nước biển. Tàu chở hàng có 1 con chuột nhỏ hàng ngày nó gặm vỏ tàu và lâu ngày tạo ra một lỗ thủng, từ lỗ thủng này nước biển tràn vào khoang tàu làm hư hại hàng hóa. Trường hợp này hàng hóa bị hư hại do hai lý do: 1. Chuột gặm vỏ tàu tạo ra lỗ thủng 2. Nước biển tràn vào qua lỗ thủng. Công ty bảo hiểm cho rằng mình không phải bồi thường vì nguyên nhân gây ra hư hỏng hàng hóa là do chuột gặm, nguyên nhân này không nằm trong phạm vi bảo hiểm. Trường hợp này ta thấy, công ty bảo hiểm vẫn phải có trách nhiệm bồi thường, do nước biển tràn vào là nguyên nhân gần nhất (nearest cause), còn chuột gặm tạo ra lỗ thủng là nguyên nhân trước (remote cause).

Công ty A, có mua bảo hiểm cháy nổ cho kho hàng của mình. Khi kho hàng bị cháy, nhân viên chữa cháy sơ tán hàng hóa của một kho hàng ra ngoài bãi đất trống để tránh bị thiệt hại do lửa. Không may sau đó trời mưa, dẫn đến hư hại hàng hóa. Trường hợp này công ty bảo hiểm có phải bồi thường hay không? Nếu cơn mưa xảy ra trước khi người được bảo hiểm có đủ thời gian và cơ hội nhằm che chắn hoặc chuyển hàng hóa của mình đi chỗ khác thì nguyên nhân hư hỏng hàng hóa được tính là do cháy, khi có công ty bảo hiểm phải bồi thường. Nếu cơn mưa xảy ra sau khi người được bảo hiểm đã có đủ thời gian và cơ hội để bảo vệ hàng hóa của mình nhưng không thực hiện, thì nguyên nhân hư hại hàng hóa là do mưa và công ty bảo hiểm không có trách nhiệm bồi thường.

Nếu tổn thất xảy ra do nhiều nguyên nhân cùng một lúc, trong đó chỉ có một nguyên nhân được bảo hiểm, công ty bảo hiểm chỉ có trách nhiệm bồi thường trong phạm vi tổn thất do nguyên nhân đó, nếu có thể tách biệt rõ ràng tổn thất do từng nguyên nhân khác nhau. Công ty bảo hiểm sẽ không chịu trách nhiệm bồi thường nếu không tách biệt được tổn thất do nguyên nhân được bảo hiểm và các nguyên nhân khác.

Nguyên tắc này thường áp dụng trong bảo hiểm tài sản và bảo hiểm hàng hải, trong một số trường hợp còn áp dụng cho bảo hiểm con người. Ví dụ đối với sản phẩm bảo hiểm chết và tàn tật do tai nạn, công ty bảo hiểm chỉ



có trách nhiệm bồi thường khi tổn thất từ vong và tàn tật xảy ra do tai nạn, nếu nguyên nhân không phải là do tai nạn, công ty bảo hiểm sẽ không có trách nhiệm bồi thường.

### 8.1.5 Vấn đề thông tin bất cân xứng trong bảo hiểm

**Rủi ro đạo đức (Moral Hazard) và sự lựa chọn bất lợi (Adverse Selection)** là hai nội dung liên quan đến vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường. Điểm giống nhau cơ bản của các nội dung này là trong mỗi giao dịch thường có hai bên, một bên có lợi thế về thông tin (informed party), còn bên kia bị bất lợi về thông tin (uninformed party). Lựa chọn bất lợi (AS) là hậu quả của thông tin bất cân xứng *trước* khi giao dịch xảy ra. Tâm lý ý lại (MH) là hậu quả của thông tin bất cân xứng *sau* khi giao dịch đã xảy ra. Đối với thị trường bảo hiểm hai nội dung này cũng có ý nghĩa khá quan trọng.

**Sự lựa chọn bất lợi (AS)** là vấn đề trước khi hai bên giao kết hợp đồng bảo hiểm. Người tham gia bảo hiểm thường có thông tin đầy đủ và chính xác hơn so với doanh nghiệp bảo hiểm. Khi đó, những người có mức độ rủi ro cao sẽ tham gia bảo hiểm nhiều hơn so với những người có mức độ rủi ro thấp. Những người có sức khỏe tồi tệ sẽ tham gia bảo hiểm nhiều hơn so với những người có sức khỏe tốt, những chủ hàng được vận chuyển trên các con tàu cũ kỹ không an toàn sẽ tham gia bảo hiểm nhiều hơn so với các chủ hàng được vận chuyển trên các tàu hiện đại, mức độ an toàn cao. Người tham gia bảo hiểm cũng có thể cố tình che giấu hoặc cung cấp các thông tin không đúng về mức độ rủi ro của mình, những thông tin mà nếu công ty bảo hiểm có đầy đủ và chính xác thì sẽ có thể không chấp nhận bảo hiểm hoặc chỉ chấp nhận bảo hiểm với mức phí cao hơn. Để giải quyết vấn đề này công ty bảo hiểm phải thực hiện công tác thẩm định một cách kỹ lưỡng để đánh giá và phân loại rủi ro trước khi ký kết hợp đồng. Các công ty bảo hiểm thường yêu cầu khách hàng thực hiện khám sức khỏe và các kiểm tra y tế cần thiết trước khi chấp nhận yêu cầu bảo hiểm. Công ty sẽ loại trừ các rủi ro xảy đến do các bệnh lý đã có trước khi giao kết hợp đồng ra khỏi các điều khoản bảo hiểm. Từ chối bồi thường bảo hiểm nếu tổn thất xảy ra có liên quan đến các yếu tố mà người được bảo hiểm đã cố tình che giấu hoặc cung cấp các thông tin sai lệch.



Rủi ro đạo đức hay còn gọi tâm lý ý lại (Moral Hazard) là tình trạng cá nhân hay tổ chức không còn động cơ để cố gắng hay hành động một cách hợp lý như trước khi giao dịch xảy ra. Tâm lý ý lại là vấn đề sau khi hai bên giao kết hợp đồng bảo hiểm. Khách hàng khi đã mua bảo hiểm thường có những hành xử làm gia tăng nguy cơ do tâm lý ý lại vì đã có công ty bảo hiểm gánh chịu tổn thất thay cho họ. Một người có thể không giữ gìn và bảo quản tài sản một cách cẩn thận như trước sau khi đã mua bảo hiểm mất trộm, không trang bị các phương tiện phòng cháy cần thiết, không thực hiện nghiêm túc các quy định về phòng cháy chữa cháy, không nỗ lực chữa cháy khi đã mua bảo hiểm cháy nổ. Thậm chí người tham gia bảo hiểm và người được bảo hiểm còn có thể cố tình gây hại cho đối tượng được bảo hiểm để trục lợi bảo hiểm. Công ty bảo hiểm có thể ngăn chặn tâm lý ý lại bằng nhiều biện pháp. Công ty bảo hiểm có thể yêu cầu một mức khấu trừ (deductible), công ty sẽ không chi trả toàn bộ tổn thất cho người được bảo hiểm, mà chỉ chi trả một phần, phần còn lại do người được bảo hiểm tự gánh chịu. Mức bồi thường sẽ nhỏ hơn mức tổn thất thực tế. Thực hiện nguyên tắc tối thiểu hóa rủi ro, người được bảo hiểm có trách nhiệm sử dụng các phương tiện có thể và các bước cần thiết nhằm kiểm soát và ngăn chặn khả năng xảy ra tổn thất, cũng như giảm mức độ nghiêm trọng của tổn thất. Công ty bảo hiểm có quyền chấm dứt hiệu lực hợp đồng và từ chối bồi thường nếu người được bảo hiểm không thực hiện đúng các trách nhiệm này. Khuyến khích và thưởng cho các khách hàng thực hiện tốt các yêu cầu về an toàn, như giảm phí bảo hiểm, tặng quà đối với khách hàng có đăng ký các chương trình phòng chống bệnh tật, khách hàng bỏ hút thuốc lá, các khách hàng thực hiện tốt các quy định về phòng cháy chữa cháy...

## **8.2 KHÁI NIỆM VÀ MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM**

### **8.2.1 Khái niệm công ty bảo hiểm**

Như đã trình bày ở phần trên, trong tất cả các hợp đồng hay giao kết bảo hiểm nhà bảo hiểm (The Insurer) là doanh nghiệp hoặc tổ chức bảo hiểm chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, nhà bảo hiểm thu phí bảo hiểm



**THƯ VIỆN  
HUBT**  
418

và trả tiền cho người thụ hưởng hoặc người được bảo hiểm trong trường hợp xảy ra sự kiện bảo hiểm. Nhà bảo hiểm có thể là các công ty bảo hiểm, tổ chức bảo hiểm tiền gửi, cơ quan bảo hiểm xã hội – y tế... hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận hoặc phi lợi nhuận. Trong đó, công ty bảo hiểm là doanh nghiệp được thành lập, tổ chức và hoạt động theo quy định của luật kinh doanh bảo hiểm và các quy định khác của pháp luật có liên quan để kinh doanh bảo hiểm, tái bảo hiểm.

Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm Việt Nam năm 2000, “Kinh doanh bảo hiểm là hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm nhằm mục đích sinh lợi, theo đó doanh nghiệp bảo hiểm chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, trên cơ sở bên mua bảo hiểm đóng phí bảo hiểm để doanh nghiệp bảo hiểm trả tiền bảo hiểm cho người thụ hưởng hoặc bồi thường cho người được bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm”; “Kinh doanh tái bảo hiểm là hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm nhằm mục đích sinh lợi, theo đó doanh nghiệp bảo hiểm nhận một khoản phí bảo hiểm của doanh nghiệp bảo hiểm khác để cam kết bồi thường cho các trách nhiệm đã nhận bảo hiểm”.

Ngoài hoạt động kinh doanh bảo hiểm và kinh doanh tái bảo hiểm; các công ty bảo hiểm còn có thể thực hiện một số hoạt động khác như: môi giới bảo hiểm, đại lý bảo hiểm, đề phòng, hạn chế rủi ro, tổn thất; Giám định tổn thất và đại lý giám định tổn thất; và đặc biệt là đầu tư nguồn vốn thu được từ phí bảo hiểm.

Cũng giống như các doanh nghiệp khác, công ty bảo hiểm cung cấp các sản phẩm và dịch vụ nhằm mục tiêu sinh lời, tuy nhiên do đặc thù trong lĩnh vực kinh doanh nên hoạt động của công ty bảo hiểm luôn đặt dưới sự giám sát và quản lý chặt chẽ của các cơ quan có thẩm quyền như: Bộ tài chính, Ủy ban dịch vụ tài chính, Hiệp hội Bảo hiểm... Tại Việt Nam, Chính phủ thống nhất quản lý nhà nước về kinh doanh bảo hiểm, Bộ Tài chính chịu trách nhiệm trước Chính phủ thực hiện quản lý nhà nước về kinh doanh bảo hiểm. Kinh doanh bảo hiểm là lĩnh vực kinh doanh có điều kiện, để công ty bảo hiểm được cấp giấy phép thành lập và hoạt động thường phải đáp ứng được những điều kiện về tài chính và năng lực chuyên môn.

**Bài đọc thêm**

**Điều kiện để được cấp giấy phép thành lập doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam**

- Có số vốn điều lệ đã góp không thấp hơn mức vốn pháp định theo quy định. Theo Nghị định Số 46/2007/NĐ-CP quy định chế độ tài chính đối với doanh nghiệp bảo hiểm, mức vốn pháp định của doanh nghiệp bảo hiểm: Kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ: 300 tỉ VND; Kinh doanh bảo hiểm nhân thọ: 600 tỉ VND. Mức vốn pháp định của doanh nghiệp môi giới bảo hiểm là 4 tỉ đồng Việt Nam.
- Có hồ sơ xin cấp giấy phép thành lập và hoạt động đầy đủ theo quy định.
- Có loại hình doanh nghiệp và điều lệ phù hợp với quy định pháp luật. Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm sửa đổi năm 2010, các tổ chức kinh doanh bảo hiểm bao gồm: Công ty cổ phần bảo hiểm; Công ty trách nhiệm hữu hạn bảo hiểm; Hợp tác xã bảo hiểm; Tổ chức bảo hiểm tương hỗ. Như vậy doanh nghiệp bảo hiểm phải được thành lập theo những loại hình nhất định, doanh nghiệp bảo hiểm thường không được thành lập dưới các hình thức như doanh nghiệp tư nhân hay công ty hợp danh.
- Người quản trị, người điều hành có năng lực quản lý, chuyên môn, nghiệp vụ về bảo hiểm.

(Luật Kinh doanh Bảo hiểm năm 2000, Luật Kinh doanh bảo hiểm sửa đổi năm 2010, Nghị định Số 46/2007/NĐ-CP)

Hoạt động bảo hiểm của công ty bảo hiểm được cụ thể hóa bằng hợp đồng bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm quy định một cách chi tiết các nội dung của hoạt động bảo hiểm, là căn cứ để hai bên thực hiện các quyền và nghĩa vụ trong hoạt động bảo hiểm cũng như phân xử các tranh chấp phát sinh. Theo Luật Dân Sự 2005 của Việt Nam, “Hợp đồng bảo hiểm là sự thỏa thuận giữa các bên, theo đó bên mua bảo hiểm phải đóng phí bảo hiểm, còn bên bảo hiểm phải trả một khoản tiền bảo hiểm cho bên được bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm.” Như vậy các bên tham gia và các nội dung cần xác định rõ trong một hoạt động bảo hiểm hay hợp đồng bảo hiểm bao gồm:

- Người bảo hiểm (The Insurer): là công ty bảo hiểm, chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, công ty bảo hiểm thu phí bảo hiểm và trả tiền cho



người thụ hưởng hoặc người được bảo hiểm trong trường hợp xảy ra sự kiện bảo hiểm.

- Bên mua bảo hiểm (Policyowner): là tổ chức cá nhân giao kết hợp đồng với công ty bảo hiểm và đóng phí bảo hiểm. Bên mua bảo hiểm có thể đồng thời là người được bảo hiểm hoặc người thụ hưởng.
- Người được bảo hiểm (The insured): là tổ chức cá nhân có tính mạng, sức khỏe, tài sản, trách nhiệm dân sự được bảo hiểm theo hợp đồng bảo hiểm. Người được bảo hiểm có thể đồng thời là người thụ hưởng.
- Người thụ hưởng (Beneficiary): là tổ chức, cá nhân được bên mua bảo hiểm chỉ định nhận số tiền bảo hiểm theo hợp đồng bảo hiểm.
- Đối tượng bảo hiểm (The object of the insurance): đối tượng bảo hiểm bao gồm con người, tài sản, trách nhiệm dân sự được quy định tại hợp đồng bảo hiểm. Đối tượng bảo hiểm là một điều khoản rất quan trọng của hợp đồng bảo hiểm, trách nhiệm bồi thường của nhà bảo hiểm phát sinh khi xảy ra các sự kiện bảo hiểm hay rủi ro liên quan với đối tượng bảo hiểm. Nhà bảo hiểm thường phải đánh giá và thẩm định đối tượng bảo hiểm một cách kỹ lưỡng trước khi phát hành hợp đồng bảo hiểm.
- Sự kiện bảo hiểm (Event insured): là sự kiện khách quan do các bên thỏa thuận hoặc pháp luật quy định mà khi sự kiện đó xảy ra thì nhà bảo hiểm phải trả tiền cho người thụ hưởng hoặc bồi thường cho người được bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm cũng phải quy định rõ về điều khoản loại trừ trách nhiệm bảo hiểm. Điều khoản loại trừ trách nhiệm bảo hiểm quy định trường hợp doanh nghiệp bảo hiểm không phải bồi thường hoặc không phải trả tiền bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm.
- Số tiền bảo hiểm (Policy benefit): là số tiền được ghi trong hợp đồng bảo hiểm mà công ty bảo hiểm cam kết trả cho người chủ hợp đồng/người thụ hưởng trong trường hợp xảy ra sự kiện bảo hiểm. Số tiền bảo hiểm nằm trong phạm vi quyền lợi có thể được bảo hiểm, là mức trách nhiệm cao nhất của công ty bảo hiểm và cũng là cơ sở để tính toán phí bảo hiểm.



▪ **Phí bảo hiểm (Premium):** là khoản tiền mà bên mua bảo hiểm phải đóng cho công ty bảo hiểm theo thời hạn và phương thức do các bên thỏa thuận trong hợp đồng bảo hiểm. Phí bảo hiểm được tính toán và xác định dựa trên nhiều yếu tố, trong đó quan trọng nhất là số tiền bảo hiểm và mức độ rủi ro của đối tượng bảo hiểm.

### 8.2.2 Mô hình tổ chức và hoạt động của công ty bảo hiểm

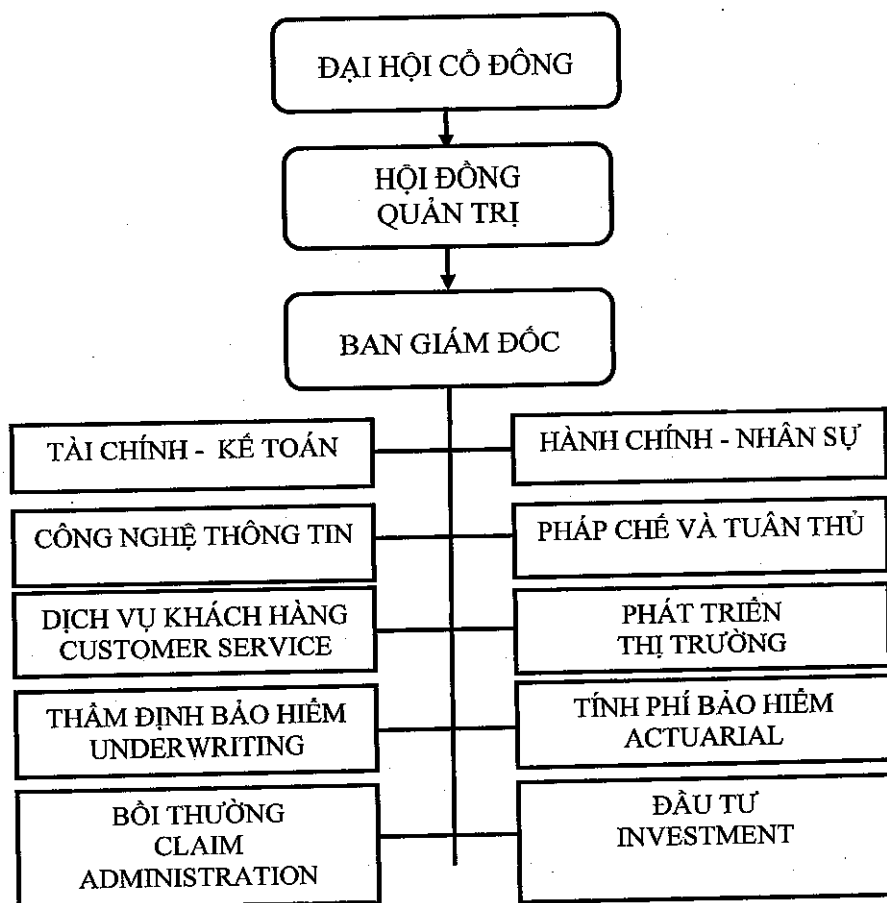
Trên thế giới, doanh nghiệp bảo hiểm có thể hoạt động theo nhiều mô hình khác nhau, tùy thuộc vào các quy định của pháp luật và đặc điểm của bản thân tổ chức bảo hiểm. Mô hình đa năng hoàn toàn, đây là mô hình trong đó các tổ chức tài chính đa năng hay ngân hàng đa năng (Universal Bank) cung cấp tất cả các dịch vụ về tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm... Mô hình đa năng một phần, theo mô hình này, các ngân hàng không được trực tiếp thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm, nhưng các ngân hàng có thể kinh doanh bảo hiểm thông qua việc thành lập công ty bảo hiểm là một pháp nhân độc lập và là công ty con của ngân hàng. Mô hình chuyên doanh bảo hiểm, theo mô hình này các công ty bảo hiểm hoàn toàn độc lập chuyên môn hóa trong lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm, không phải là công ty con của các ngân hàng hay các tổ chức tài chính khác. Tại Việt Nam, ta có thể thấy một số công ty bảo hiểm là các công ty hoàn toàn độc lập, chuyên môn hóa trong lĩnh vực bảo hiểm. Nhiều công ty bảo hiểm là công ty con của các ngân hàng hay các tập đoàn kinh tế lớn. Một số công ty bảo hiểm phát triển hình thành mô hình tập đoàn tài chính bao gồm các lĩnh vực kinh doanh: Bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ, chứng khoán, ngân hàng, quản lý quỹ...

Các công ty bảo hiểm cũng có thể có nhiều kiểu tổ chức khác nhau, tùy theo đặc điểm hoạt động của từng công ty như: tổ chức theo chức năng (Organization by Function), tổ chức theo sản phẩm (Organization by Product) và tổ chức theo khu vực (Organization by Territory). Trong đó tổ chức theo chức năng là thường được sử dụng nhất và cũng có sự ảnh hưởng lớn đến các kiểu tổ chức khác.





Sơ đồ 8.1: Mô hình tổ chức theo chức năng của công ty bảo hiểm



Dù theo mô hình tổ chức nào, doanh nghiệp bảo hiểm cũng thường được cơ cấu bao gồm:

- **Bộ máy quản lý:** Đại diện và thực hiện các quyền quản lý của các chủ sở hữu doanh nghiệp. Tổ chức của bộ máy quản lý tùy thuộc vào hình thức pháp lý của doanh nghiệp bảo hiểm. Nếu doanh nghiệp bảo hiểm là công ty cổ phần thì bộ máy quản lý sẽ bao gồm: đại hội cổ đông, hội đồng quản trị, ban kiểm soát...



### 7• Bộ máy điều hành

- Ban giám đốc/Ban tổng giám đốc: Bao gồm giám đốc/tổng giám đốc phụ trách điều hành chung và các phó giám đốc/phó tổng giám đốc phụ trách các lĩnh vực cụ thể được phân công.

- Các bộ phận – phòng ban: Được chia ra làm hai khối: Khối hỗ trợ và khối nghiệp vụ. Khối hỗ trợ (back – office) như: tài chính kế toán, hành chính - nhân sự, pháp chế và tuân thủ, công nghệ thông tin, đối ngoại... Khối nghiệp vụ bao gồm các bộ phận trực tiếp thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh của công ty bảo hiểm: phát triển thị trường (Marketing), thẩm định (Underwriting), tính phí bảo hiểm (Acturial), giải quyết quyền lợi bảo hiểm (Claim Administration), dịch vụ khách hàng (Customer Service), đầu tư (Investment)

## 8.3 NGUYÊN TẮC TRONG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BẢO HIỂM CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM

Kinh doanh bảo hiểm là hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm nhằm mục đích sinh lợi. Ngoài những nguyên tắc trong hoạt động kinh doanh, quản trị kinh doanh thông thường, hoạt động kinh doanh bảo hiểm cần phải tuân thủ một số nguyên tắc riêng do tính đặc thù của lĩnh vực kinh doanh.

Doanh nghiệp bảo hiểm phải bảo đảm các yêu cầu về tài chính để thực hiện các cam kết của mình đối với bên mua bảo hiểm.

### 8.3.1 Nguyên tắc đảm bảo quy luật số đông

Ý tưởng cơ bản của bảo hiểm là số đông bù số ít, lấy phí đóng góp của nhiều người để chia sẻ rủi ro cho một số ít người. Do vậy, quy luật số lớn đóng vai trò rất quan trọng trong hoạt động của các nhà kinh doanh bảo hiểm, quy luật này thể hiện ở nhiều góc độ khác nhau:

Như đã nêu ở phần trên, một trong những đặc điểm của rủi ro có thể được bảo hiểm là nhà bảo hiểm phải có thể dự báo được tỉ lệ tổn thất. Việc dự đoán tỉ lệ tổn thất sẽ giúp các công ty bảo hiểm xác định được mức phí phù hợp áp dụng cho các hợp đồng bảo hiểm. Muốn việc dự đoán tỉ lệ tổn thất có



mức độ chính xác và tin cậy cao, phải qua một số lượng quan sát và kiểm nghiệm đủ lớn. Các công ty bảo hiểm phải thực hiện việc nghiên cứu và thống kê dựa trên số lượng mẫu và quan sát đủ lớn để có thể dự báo được tỉ lệ rủi ro nhằm áp dụng cho một nghiệp vụ bảo hiểm nào đó. Thông qua nhiều lần quan sát một sự kiện ngẫu nhiên người ta sẽ tìm ra quy luật về sự xuất hiện của nó. Đây chính là sự vận dụng quy luật số lớn do Pascal và Bernoulli khởi xướng. Khi số phép thử là đủ lớn thì tần suất xuất hiện của một biến cố sẽ xấp xỉ bằng một số  $p$  nào đó, đó chính là xác suất (probability). Tần suất trung bình và mức độ tổn thất trung bình có thể được quan sát dựa trên mức độ tổn thất trong quá khứ, tỉ lệ tổn thất trong quá khứ này sẽ được dùng để dự báo tỉ lệ tổn thất trong tương lai. Nếu số quan sát càng lớn, qua nhiều thời kỳ và các điều kiện môi trường ít có sự thay đổi thì tỉ lệ dự báo sẽ càng chính xác.

Cũng theo quy luật số lớn này, khi số phép thử càng lớn thì giá trị trung bình của các phép thử càng gần với giá trị kỳ vọng (Expected value), tức là tỉ lệ thực tế càng gần với xác suất dự báo. Khi chúng ta tung đồng xu lên xác suất xuất hiện được mặt ngửa là 0.5. Nếu chúng ta tung đồng xu lên 10 lần số lần xuất hiện mặt ngửa có thể là 3-4 lần hoặc 6-7 lần, tức là tỉ lệ thực tế có thể sẽ rất khác với tỉ lệ báo. Nhưng nếu chúng ta tung đồng xu lên 100 lần, 1000 lần, hay 1 triệu lần tỉ lệ thực tế sẽ càng gần với tỉ lệ dự báo (xác suất 0.5). Do vậy, các công ty bảo hiểm cần tích cực triển khai nghiệp vụ, đảm bảo số lượng đủ lớn người tham gia một nghiệp vụ nhất định. Chỉ có ký được nhiều hợp đồng bảo hiểm mới thực hiện được quy luật số đông, sao cho tỉ lệ rủi ro dự báo gần sát với tỉ lệ rủi ro thực tế, nhằm đảm bảo cho sự ổn định của kinh doanh bảo hiểm. Nếu số lượng hợp đồng quá ít, tỉ lệ rủi ro thực tế có thể khác với tỉ lệ đặt công ty bảo hiểm vào trạng thái rủi ro và mất cân bằng. Thông thường một sản phẩm bảo hiểm chỉ có thể triển khai được khi rất nhiều người có cùng nhu cầu về hình thức bảo hiểm đó.

Đồng thời số lượng hợp đồng bảo hiểm càng lớn, chí phí cố định trên một hợp đồng càng giảm đi, lợi thế kinh tế do quy mô được phát huy. Tỉ lệ phí bảo hiểm có thể giảm xuống có lợi cho người tham gia bảo hiểm, lợi nhuận của công ty bảo hiểm cũng có thể được cải thiện.



### 8.3.2 Nguyên tắc phân tán rủi ro

Như đã phân tích ở phần trên, một trong những đặc tính của rủi ro có thể được bảo hiểm đó là tổn thất không tạo ra một thảm họa tài chính (Catastrophic) cho công ty bảo hiểm. Công ty bảo hiểm không được tập trung vào một hay một số hợp đồng và đối tượng bảo hiểm với số tiền bảo hiểm quá lớn. Nếu không khi có những rủi ro này xảy ra công ty bảo hiểm không thể thực hiện trách nhiệm bồi thường hoặc việc bồi thường có thể làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình tài chính của công ty bảo hiểm. Công ty bảo hiểm có thể thực hiện việc phân tán rủi ro bằng các kỹ thuật như: giới hạn số tiền bảo hiểm tối đa cho các đối tượng bảo hiểm, đồng bảo hiểm, tái bảo hiểm, xem xét mối tương quan giữa các rủi ro.

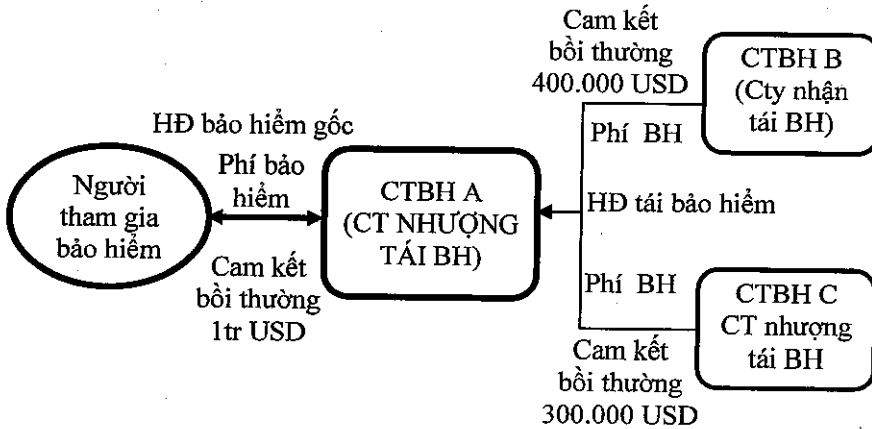
- **Giới hạn số tiền bảo hiểm tối đa (Retention limit)** thường áp dụng đối với các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, trong đó các công ty bảo hiểm sẽ quy định số tiền bảo hiểm tối đa trên hợp đồng. Công ty quy định số tiền bảo hiểm tối đa dựa trên quy mô và tiềm lực tài chính của mình, tránh việc bồi thường một hợp đồng nào đó có thể làm ảnh hưởng lớn đến tình hình tài chính của công ty. Công ty có thể từ chối các yêu cầu bảo hiểm lớn hơn số tối đa này.

Để tránh các rủi ro lớn, ngoài việc giới hạn số tiền bảo hiểm tối đa, các công ty bảo hiểm còn cần phải đảm bảo rằng các rủi ro và tổn thất là hoàn độc lập không có liên quan với nhau. Nếu các đối tượng được bảo hiểm có liên quan với nhau, nhiều tổn thất có thể xảy ra đồng thời, gây thiệt hại lớn cho công ty bảo hiểm. Việc chấp nhận bảo hiểm nhân thọ và tai nạn nhiều khách hàng là nhân viên làm việc trong cùng một tòa nhà, nhận bảo hiểm cháy cho nhiều ngôi nhà liên kế nhau... có thể là ví dụ của những rủi ro tổn thất có liên quan với nhau.

- **Tái bảo hiểm (Reinsurance)** là hoạt động theo đó công ty bảo hiểm nhận một khoản phí bảo hiểm của công ty bảo hiểm khác để cam kết bồi thường cho các trách nhiệm đã nhận bảo hiểm. Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm ở Việt Nam năm 2010, công ty bảo hiểm có thể tái bảo hiểm cho các công ty bảo hiểm khác, kể cả công ty bảo hiểm ở nước ngoài.



Sơ đồ 8.2: Hoạt động tái bảo hiểm



Hoạt động tái bảo hiểm, là hình thức chuyển giao một phần hay toàn bộ rủi ro từ công ty bảo hiểm gốc (bên nhượng tái bảo hiểm) sang cho công ty nhận tái bảo hiểm. Khi xảy ra tổn thất theo hợp đồng bảo hiểm gốc, công ty nhượng tái bảo hiểm sẽ có trách nhiệm bồi thường cho người được bảo hiểm, và sau đó có quyền yêu cầu các công ty nhận tái bảo hiểm bồi thường lại phần trách nhiệm đã được tái bảo hiểm.

Hoạt động tái bảo hiểm giúp các công ty có thể dàn trải các rủi ro lớn, tránh các vụ bồi thường có thể gây tổn thất lớn cho công ty từ đó giảm rủi ro và tăng tính ổn định cho công ty. Hoạt động này còn giúp giúp các công ty gia tăng năng lực khai thác bảo hiểm, tăng thu nhập từ hoa hồng tái bảo hiểm và tăng cường sự liên kết và hợp tác giữa các công ty.

• **Đồng bảo hiểm (Co-Insurance)** là việc nhiều công ty bảo hiểm khác nhau cùng tham gia bảo hiểm cho một đối tượng bảo hiểm và với cùng một sự kiện bảo hiểm. Đồng bảo hiểm thường áp dụng với các trường hợp các tài sản và trách nhiệm có giá trị lớn, trách nhiệm bồi thường quá lớn so với khả năng của một công ty. Khác với trường hợp bảo hiểm trùng, trong đồng bảo hiểm, các công ty bảo hiểm có sự cân đối và thỏa thuận, tổng số tiền bảo hiểm vẫn nhỏ hơn so với giá trị tài sản. Đây cũng là một phương pháp giúp các công ty bảo hiểm cho thể giảm trải rủi ro và chia sẻ rủi ro của một hợp đồng với nhiều công ty khác mà vẫn không mất đi khách hàng. Khác với tái



bảo hiểm, về mặt pháp lý nghĩa vụ của từng công ty bảo hiểm tham gia đồng bảo hiểm là độc lập nhau. Khi tổn thất xảy ra người được bảo hiểm phải yêu cầu từng công ty bảo hiểm bồi thường.

### 8.3.3 Nguyên tắc lựa chọn, phân loại rủi ro và định phí bảo hiểm ứng với mức rủi ro

Không phải yêu cầu bảo hiểm nào cũng được công ty bảo hiểm chấp nhận. Trước khi chấp nhận một yêu cầu bảo hiểm nào đó, công ty bảo hiểm phải thực hiện việc đánh giá mức độ rủi ro liên quan. Rủi ro có thể được đánh giá ở các góc độ, nguyên nhân gây ra rủi ro (Peril), tổn thất (loss) bao gồm khả năng xảy ra tổn thất và mức độ nghiêm trọng của tổn thất, các nguy cơ (hazard) có thể làm tăng hay giảm mức độ tổn thất. Các nguy cơ được đánh giá bao gồm nguy cơ về vật chất (Physical hazard) và nguy cơ về tinh thần (Moral hazard). Công ty phải tiến hành thẩm định, đánh giá rủi ro, phân loại các nhóm rủi ro. Nếu rủi ro không thuộc đối tượng có thể được bảo hiểm công ty sẽ từ chối bảo hiểm. Nếu chấp nhận bảo hiểm, công ty bảo hiểm sẽ xác định mức phí bảo hiểm tương ứng với từng mức rủi ro khác nhau. Mức phí bảo hiểm đối với từng đối tượng bảo hiểm là khác nhau, theo nguyên tắc mức độ rủi ro đánh giá càng lớn thì mức phí sẽ càng cao. Việc tính phí bảo hiểm một cách hợp lý và khoa học đóng vai trò rất quan trọng. Các nội dung về thẩm định rủi ro và tính phí bảo hiểm sẽ được trình bày kỹ hơn ở các nội dung sau.

## 8.4 CÁC SẢN PHẨM BẢO HIỂM CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM

Ba đối tượng chủ yếu của các hợp đồng bảo hiểm đó là *con người, tài sản và trách nhiệm dân sự*. Đối tượng của hợp đồng bảo hiểm con người (Personal Insurance) là tuổi thọ, tính mạng, sức khỏe và tai nạn con người. Đối tượng của hợp đồng bảo hiểm tài sản (Property Insurance) là tài sản, bao gồm vật có thực, tiền, giấy tờ trị giá được bằng tiền và các quyền tài sản. Đối tượng của hợp đồng bảo hiểm trách nhiệm dân sự (Liability Insurance) là trách nhiệm dân sự của người được bảo hiểm đối với người thứ ba theo quy định của pháp luật. Có nhiều cách thức phân loại sản phẩm bảo hiểm theo những tiêu chí khác nhau, tuy nhiên cách phân loại thường được sử dụng



nhất trong việc phân biệt đặc điểm của sản phẩm và các khía cạnh pháp lý liên quan đến hoạt động của các tổ chức bảo hiểm là sự phân loại: **bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ.**

Tùy theo luật pháp về bảo hiểm của các nước, các công ty bảo hiểm có thể đồng thời kinh doanh bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ hoặc không được phép đồng thời kinh doanh hai loại hình bảo hiểm này. Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm năm 2000 của Việt Nam, công ty bảo hiểm không được phép đồng thời kinh doanh bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ, trừ trường hợp doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ kinh doanh nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm tai nạn con người bổ trợ cho bảo hiểm nhân thọ.

#### 8.4.1 Các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ

Bảo hiểm nhân thọ (Life Insurance) là một loại hình của bảo hiểm con người, là loại nghiệp vụ bảo hiểm cho trường hợp người được bảo hiểm sống hoặc chết, đối tượng của bảo hiểm nhân thọ là tính mạng và tuổi thọ của con người. Công ty bảo hiểm phải chi trả một khoản tiền nhất định cho rủi ro về sinh mạng và trường hợp chết của con người. Trong hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, việc chi trả bảo hiểm thường theo nguyên tắc khoán, số tiền chi trả bảo hiểm được xác định một cách cố định theo mệnh giá của hợp đồng (valued contract), không bị ảnh hưởng bởi mức thiệt hại thực tế. Trên thực tế, phần lớn sản phẩm bảo hiểm nhân thọ là loại hình bảo hiểm hỗn hợp, có thời gian trung và dài hạn, là sự kết hợp giữa bảo hiểm và tiết kiệm.

Các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ cơ bản bao gồm: Bảo hiểm trọn đời, Bảo hiểm sinh kỳ, Bảo hiểm tử kỳ, Bảo hiểm hỗn hợp, Bảo hiểm trả tiền định kỳ...

• **Bảo hiểm tử kỳ (Term Life Insurance):** bảo hiểm tử kỳ là sản phẩm bảo hiểm cho trường hợp người được bảo hiểm chết trong một thời hạn nhất định, theo đó công ty bảo hiểm phải trả tiền bảo hiểm cho người thụ hưởng, nếu người được bảo hiểm chết trong thời hạn được thỏa thuận trong hợp đồng bảo hiểm. Còn được gọi là bảo hiểm nhân thọ có kỳ hạn, hợp đồng bảo hiểm tử kỳ có thời hạn xác định, có thể dưới 1 năm, 2 năm, 5 năm, 10 năm, 20 năm...tùy nhu cầu của người tham gia bảo hiểm, nhưng không phải là



THƯ VIỆN  
HUBT

trọn đời. Nếu hết thời hạn bảo hiểm mà người bảo hiểm vẫn còn sống thì hợp đồng bảo hiểm hết hiệu lực, công ty bảo hiểm sẽ không hoàn lại phí cho người tham gia bảo hiểm. Đây là hợp đồng mang tính bảo hiểm thuần túy, nhằm bù đắp những tổn thất về tài chính cho những người thân hoặc các bên có lợi ích tài chính liên quan khi người được bảo hiểm qua đời.

• **Bảo hiểm sinh kỳ:** là sản phẩm bảo hiểm cho trường hợp người được bảo hiểm sống đến một thời hạn nhất định, theo đó công ty bảo hiểm phải trả tiền bảo hiểm cho người thụ hưởng, nếu người được bảo hiểm vẫn sống đến thời hạn được thỏa thuận trong hợp đồng bảo hiểm. Như vậy trái với bảo hiểm tử kỳ, người được bảo hiểm sẽ được lĩnh tiền bảo hiểm nếu sống đến thời điểm đáo hạn hợp đồng, nếu người được bảo hiểm qua đời trong thời hạn bảo hiểm thì sẽ không được trả tiền bảo hiểm và thường cũng không được hoàn lại tiền phí đã đóng. Như vậy, sự kiện được bảo hiểm ở đây lại là sự tồn tại của người được bảo hiểm khi kết thúc hợp đồng. Hợp đồng bảo hiểm sinh kỳ mang tính tiết kiệm, người tham gia bảo hiểm nhằm mục đích sẽ nhận được tiền bảo hiểm để đáp ứng các nhu cầu của cuộc sống khi sống đến một lứa tuổi nhất định.

• **Bảo hiểm hỗn hợp (Endowment Insurance):** là sản phẩm bảo hiểm kết hợp bảo hiểm sinh kỳ và bảo hiểm tử kỳ. Công ty bảo hiểm sẽ chi trả số tiền bảo hiểm trong cả hai trường hợp người được bảo hiểm chết trong thời hạn hợp đồng hoặc còn sống đến thời điểm đáo hạn hợp đồng. Trên thực tế, khách hàng tham gia bảo hiểm thường ít tham gia sản phẩm bảo hiểm sinh kỳ thuần túy mà chủ yếu tham gia bảo hiểm hỗn hợp. Bảo hiểm hỗn hợp cung cấp một giải pháp khá toàn diện, vừa giúp bù đắp các tổn thất tài chính cho người thân khi người được bảo hiểm qua đời, vừa là một khoản dự trữ và tiết kiệm cho người được bảo hiểm. Hợp đồng bảo hiểm hỗn hợp thường có thời hạn dài, có thể là một số năm nhất định hoặc kéo dài đến một độ tuổi nhất định của người được bảo hiểm, là sự kết hợp rõ ràng giữa bảo hiểm và tiết kiệm.

• **Bảo hiểm trọn đời (Whole Life Insurance):** là sản phẩm bảo hiểm cho trường hợp người được bảo hiểm chết vào bất kỳ thời điểm nào trong suốt cuộc đời của người đó. Như vậy bảo hiểm trọn đời sẽ chi trả số tiền bảo



hiểm một lần khi người được bảo hiểm chết (có một số trường hợp có thể chi trả khi người được bảo hiểm sống đến 100 tuổi), thời hạn bảo hiểm không xác định kéo dài suốt cuộc đời của người được bảo hiểm (điều này khác với bảo hiểm nhân thọ có kỳ hạn), mức phí bảo hiểm được duy trì không đổi trong suốt quá trình bảo hiểm. Như vậy bảo hiểm trọn đời là hợp đồng rất dài hạn và chắc chắn số tiền bảo hiểm sẽ được chi trả vì rủi ro chết là chắc chắn xảy ra, do vậy đã tạo nên một khoản tiền tiết kiệm (cash value) cho người thụ hưởng. Ngoài số tiền bảo hiểm, người thụ hưởng còn có thể được tham gia chia lãi từ hoạt động đầu tư của công ty, nên hợp đồng bảo hiểm càng kéo dài thường càng có giá trị cao. Cũng giống như bảo hiểm tử kỳ và bảo hiểm hỗn hợp, bảo hiểm trọn đời có thể giúp người được bảo hiểm đạt được các mục đích như: bảo đảm các chi phí mai táng chôn cất, bảo đảm thu nhập để ổn định cuộc sống gia đình, ngoài ra nó còn có ý nghĩa nổi bật khác là giúp tạo lập tài sản cho thế hệ sau.

• **Bảo hiểm trả tiền định kỳ (Annuities):** là sản phẩm bảo hiểm cho trường hợp người được bảo hiểm sống đến một thời hạn nhất định; sau thời hạn đó doanh nghiệp bảo hiểm phải trả tiền bảo hiểm định kỳ cho người thụ hưởng theo thỏa thuận trong hợp đồng bảo hiểm. Thực chất bảo hiểm trả định kỳ có thể là bảo hiểm sinh kỳ hoặc hỗn hợp, nhưng số tiền bảo hiểm không được chi trả một lần mà được chi trả định kỳ, thường là hàng năm. Bảo hiểm trả tiền định kỳ thường phù hợp với những người chuẩn bị cho kế hoạch hưu trí, muốn có thêm nguồn thu nhập đều đặn bổ sung sau khi không còn làm việc. Chuỗi niên kim có thể được chi trả cho đến khi người được bảo hiểm chết hoặc chi trả trong một khoảng thời gian nhất định (5 - 10 - 20 năm) tùy vào điều khoản cụ thể của hợp đồng.

Sản phẩm bảo hiểm nhân thọ thường được cung cấp bởi các công ty bảo hiểm nhân thọ. Theo quy định của pháp luật hiện hành, doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam được phép kinh doanh bảo hiểm nhân thọ, cùng với nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm tai nạn con người bổ trợ cho bảo hiểm nhân thọ. Sản phẩm của các công ty được chia thành hai nhóm, sản phẩm chính và sản phẩm bổ trợ. Sản phẩm chính, thường là các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ hỗn hợp là kết hợp giữa bảo hiểm và tiết kiệm, chi trả số tiền bảo hiểm trong trường hợp người được bảo hiểm tử vong và vào thời





## Chương 8: Công ty bảo hiểm

điểm hợp đồng bảo hiểm đáo hạn, ngoài số tiền bảo hiểm người tham gia bảo hiểm còn được chia lãi (bảo tức) dựa trên kết quả đầu tư của công ty. Sản phẩm bổ trợ là những sản phẩm bảo hiểm giúp cho khách hàng mở rộng thêm quyền lợi bảo hiểm, các sản phẩm thuộc nhóm này đều thuộc loại không có giá trị hoàn lại và không tham gia chia lãi. Nếu rủi ro không xảy ra trong thời hạn hợp đồng, khách hàng sẽ không được nhận số tiền bảo hiểm và không được hoàn lại phí. Sản phẩm bổ trợ, thường là các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ có kỳ hạn, bảo hiểm từ bỏ thu phí (hợp đồng được miễn đóng phí khi xảy ra những sự kiện nhất định, người được bảo hiểm hay người thụ hưởng vẫn được nhận quyền lợi bảo hiểm như khi hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực bình thường) và các sản phẩm phi nhân thọ liên quan đến tai nạn và sức khỏe con người. Dựa trên các sản phẩm cơ bản nêu trên các công ty có thể thiết kế ra các sản phẩm bảo hiểm khác nhau với nhiều tên gọi, thời hạn bảo hiểm, mức phí và cách đóng phí, cách thức trả tiền bảo hiểm, điều kiện bảo hiểm... khác nhau, nhằm phù hợp với nhu cầu của nhiều đối tượng khách hàng khác nhau.

**Bảng 8.1: So sánh sản phẩm bảo hiểm của công ty BHNT Prudential và Bảo Việt Nhân Thọ**

<i>Ví dụ: Danh mục các sản phẩm bảo hiểm của công ty BHNT Prudential</i>	<i>Ví dụ: Danh mục các sản phẩm bảo hiểm của Bảo Việt Nhân Thọ</i>
<i>Sản phẩm chính: Phú Trường An, Phú An Khang Hưu Trí, Phú An Gia Hưu Trí, Phú An Gia Thành Tài, Phú Bào Tín, Phú Anh Khang Thịnh Kỳ, Phú An Hương Thịnh Vương, Phú An Bình...</i>	<i>Sản phẩm chính: An Phát Trọn Đời, An Phát Hưng Gia, An Phát Gia Lộc, An Khang Thịnh Vương, An Sinh Giáo Dục, An Sinh Hiếu Học, An Hương Hưu Trí, An Khang Trường Thọ...</i>
<i>Các sản phẩm bổ trợ: Bảo hiểm nhân thọ có kỳ hạn, Bảo hiểm chết cho tai nạn, Bảo hiểm chết và tàn tật do tai nạn, bảo hiểm bệnh hiểm nghèo, bảo hiểm từ bỏ thu phí, bảo hiểm hỗ trợ tài chính người phụ thuộc...</i>	<i>Các sản phẩm bổ trợ: Bảo hiểm từ kỳ, Bảo hiểm chi phí phẫu thuật, Bảo hiểm thương tật bộ phận vĩnh viễn do tai nạn, Bảo hiểm chết hoặc thương tật toàn bộ vĩnh viễn do tai nạn, Quyền lợi miễn nộp phí bảo hiểm, Quyền lợi miễn nộp phí bảo hiểm đặc biệt...</i>



**THƯ VIỆN  
HUBT**  
432

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Ví dụ: Hợp đồng bảo hiểm của công ty BHNT Prudential**

Tên khách hàng: Nguyễn Văn A	- Các năm thứ 19 – 20 – 21: Mỗi năm 20% số tiền BH (12 tr) và 20% (bảo tức tích lũy cộng lãi chia cuối hợp đồng (nếu có)) – Dự kiến là 24.940.400 đ.
Giới tính: Nam	
Tuổi được bảo hiểm: 30	
Nghề nghiệp: Giáo viên	- Năm thứ 22: 30% số tiền bảo hiểm (18 tr) và 20% (bảo tức tích lũy cộng lãi chia cuối hợp đồng (nếu có)) – Dự kiến là 30.940.400 đ.
Tên sản phẩm: Phú An Gia Thành Tài	
Số tiền bảo hiểm: 60.000.000 đ	- Nếu khách hàng không nhận quyền lợi hàng năm, chỉ nhận lần khi hợp đồng đáo hạn vào năm thứ 22, tổng số tiền chi trả dự kiến là 160.478.300 đ.
Năm bắt đầu hợp đồng: 2011	
Thời hạn đóng phí: 18 năm	
Thời hạn hợp đồng: 22 năm	- Nếu hủy hợp đồng khách hàng sẽ nhận giá trị hoàn lại vào thời điểm đó. Ví dụ: Cuối năm 1 không có giá trị hoàn lại, cuối năm 2: 587.300 đ, cuối năm 3: 2.836.100 đ, cuối năm 10: 32.744.100 đ
Mức phí bảo hiểm hàng năm: 3.624.000 đ. Không thay đổi trong suốt thời hạn hợp đồng.	
<b>Quyền lợi tiền mặt (quyền lợi học vấn):</b> 120% số tiền bảo hiểm cộng với bảo tức tích lũy và chia lãi cuối hợp đồng (nếu có). Cụ thể:	<b>Quyền lợi khi tử vong:</b> 60.000.000 đ
- Năm thứ 18: 30% số tiền bảo hiểm (18 tr) và 20% (bảo tức tích lũy cộng lãi chia cuối hợp đồng (nếu có)) – Dự kiến là 30.940.400 đ	<b>Quyền lợi khi thương tật toàn bộ vĩnh viễn:</b> 60.000.000 đ (Trả 10 lần trong vòng 10 năm).
	Ngoài ra, đây là sản phẩm hỗn hợp có lồng thêm quyền lợi từ bỏ thu phí, khi đã xây ra trường hợp tử vong của người được bảo hiểm, người thụ hưởng vẫn có thể tiếp tục nhận các quyền lợi tiền mặt.

**8.4.2 Các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ**

Bảo hiểm phi nhân thọ (Non-Life Insurance) là nghiệp vụ bảo hiểm tài sản, trách nhiệm dân sự và các nghiệp vụ bảo hiểm khác không thuộc bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ bao gồm cả sản phẩm bảo hiểm liên quan đến tai nạn và sức khỏe của con người. Trong hợp đồng bảo hiểm phi nhân thọ, việc chi trả bảo hiểm được thực hiện theo nguyên tắc bồi thường, số tiền

bồi thường được chi trả theo mức tổn thất tài chính thực tế phát sinh (contract of indemnity). Hợp đồng bảo hiểm phi nhân thọ thường có thời hạn ngắn (dưới 1 năm), là những sản phẩm bảo hiểm thuần túy, không có sự kết hợp giữa bảo hiểm và tiết kiệm.

Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm năm 2000 ở Việt Nam, bảo hiểm phi nhân thọ bao gồm các sản phẩm bảo hiểm: Bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm tai nạn con người; Bảo hiểm tài sản và bảo hiểm thiệt hại; Bảo hiểm hàng hóa vận chuyển đường bộ, đường biển, đường sông, đường sắt và đường không; Bảo hiểm hàng không; Bảo hiểm xe cơ giới; Bảo hiểm cháy, nổ; Bảo hiểm thân tàu và trách nhiệm dân sự của chủ tàu; Bảo hiểm trách nhiệm chung; Bảo hiểm tín dụng và rủi ro tài chính; Bảo hiểm thiệt hại kinh doanh; Bảo hiểm nông nghiệp và các nghiệp vụ bảo hiểm phi nhân thọ khác. Các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ rất phong phú và đa dạng, mỗi tổ chức bảo hiểm có thể có cách đặt tên và phân nhóm sản phẩm khác nhau. Ví dụ công ty Bảo Minh cung cấp các nhóm sản phẩm bao gồm: Bảo hiểm con người, bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm hàng hải, bảo hiểm hàng không, bảo hiểm tài sản, bảo hiểm nông nghiệp...Tuy nhiên dù phân loại theo tiêu chí nào, những sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ thường bao gồm:

- **Bảo hiểm sức khỏe và tai nạn con người:** Loại hình bảo hiểm này giúp bù đắp những tổn thất về tài chính liên quan đến tai nạn và sức khỏe của con người. Bảo hiểm phi nhân thọ liên quan đến con người thường bao gồm: Bảo hiểm chết do tai nạn, Bảo hiểm chết và tàn tật do tai nạn, bảo hiểm bệnh hiểm nghèo, Bảo hiểm chi phí phẫu thuật, Bảo hiểm tai nạn học sinh, Bảo hiểm tai nạn người lao động, Bảo hiểm tai nạn hành khách, Bảo hiểm chăm sóc y tế (Medicare), Bảo hiểm du lịch...
- **Bảo hiểm thiệt hại vật chất xe cơ giới và các phương tiện vận tải:** Công ty bảo hiểm bồi thường cho chủ xe những thiệt hại vật chất xe (xe máy, xe hơi, xe tải, xe chở khách...) xảy ra do những tai nạn bất ngờ, ngoài sự kiểm soát của chủ xe, lái xe trong những trường hợp: Đâm va, lật đổ; Hỏa hoạn, cháy nổ; Những tai họa bất khả kháng do thiên nhiên: bão, lũ lụt, sạt lở, sét đánh, động đất, mưa đá; Vật thể từ bên ngoài tác động lên xe cơ giới; Mất toàn bộ xe trong trường hợp: xe bị trộm cắp, xe bị cướp, bị cưỡng đoạt...



Ngoài ra các công ty bảo hiểm phi nhân thọ còn cung cấp sản phẩm bảo hiểm cho các phương tiện vận chuyển khác như: bảo hiểm thân máy bay, bảo hiểm thân tàu. Bảo hiểm thân máy bay bồi thường tổn thất và thiệt hại đối với thân máy bay bao gồm vỏ, máy và trang thiết bị máy bay do những rủi ro bất ngờ gây nên. Rủi ro có thể phát sinh khi máy bay đang bay, đang chạy trên đất, đỗ trên mặt đất, đang neo đậu. Đối tượng bảo hiểm của bảo hiểm thân tàu thủy là toàn bộ con tàu bao gồm vỏ tàu, máy móc, trang thiết bị. Trong bảo hiểm thân tàu các rủi ro được bảo hiểm thông thường là: chìm đắm, mắc cạn, đâm va, tàu mất tích do lỗi của thủy thủ đoàn, cướp biển...

• **Bảo hiểm hàng hóa vận chuyển đường bộ, đường biển, đường sông, đường sắt và đường không:** bảo hiểm hàng hóa bồi thường những tổn thất về hàng hóa cho chủ hàng trong quá trình vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ, đường biển, đường sông, đường sắt, đường không trong trường hợp vận chuyển nội địa hoặc xuất nhập khẩu. Công ty bảo hiểm chịu trách nhiệm bồi thường những mất mát hư hỏng hàng hoá trong quá trình vận chuyển do các nguyên nhân như: cháy hoặc nổ; động đất, bão lụt, gió lốc, sóng thần, sét đánh; các phương tiện vận chuyển bị đắm, lật đổ, mắc cạn, rơi, mắc cạn, đâm va vào vật thể khác; cây gãy đổ, cầu cống, đường hầm và các công trình kiến trúc khác bị sập đổ; phương tiện chở hàng mất tích; nước biển, hồ hay nước sông xâm nhập vào nơi chứa hàng...

• **Bảo hiểm trách nhiệm:** bồi thường các tổn thất do việc thực hiện trách nhiệm dân sự của người được bảo hiểm đối với người thứ ba theo quy định của pháp luật. Các loại hình bảo hiểm dân sự thường bao gồm: Bảo hiểm trách nhiệm dân sự chủ xe cơ giới (trách nhiệm đối với hàng hóa và hành khách ngồi trên xe), bảo hiểm trách nhiệm pháp lý của nhà vận chuyển trong ngành hàng không dân dụng, bảo hiểm trách nhiệm dân sự chủ tàu, bảo hiểm trách nhiệm của người sử dụng lao động đối với người lao động, bảo hiểm trách nhiệm nghề nghiệp (kiến trúc sư và kỹ sư tư vấn, môi giới bảo hiểm, môi giới chứng khoán, kiểm toán, luật sư, bác sỹ...).



Ví dụ: Sản phẩm bảo hiểm trách nhiệm dân sự chủ tàu nội thủy của công ty Bảo hiểm Ngân hàng Đầu tư Phát triển Việt Nam (BIC)

**Đối tượng bảo hiểm**

Những tàu thuyền tham gia hoạt động tuyến thủy nội địa và không thay đổi trong thời gian tham gia bảo hiểm.

**Phạm vi bảo hiểm**

Công ty bảo hiểm có trách nhiệm bồi thường cho chủ tàu nhưng không vượt quá giới hạn trách nhiệm đã ghi trên hợp đồng trong các trường hợp sau:

- Chi phí tẩy rửa ô nhiễm dầu, tiền phạt và các khiếu nại về hậu quả do ô nhiễm dầu gây ra;
- Chi phí thấp sáng, đánh dấu, phá hủy, di chuyển xác tàu, thuyền được bảo hiểm bị đắm;
- Chi phí ngăn ngừa và hạn chế tổn thất, trợ giúp cứu nạn;
- Chi phí tố tụng, tranh chấp khiếu nại về trách nhiệm dân sự;
- Chi phí thiệt hại về thân thể hoặc các tổn thất vật chất đối với thuyền viên trên tàu;
- Lương và phụ cấp lương hoặc trợ cấp thuyền viên trong khi tàu tổn thất toàn bộ;
- Trách nhiệm khi làm thiệt hại cầu cảng, đê, đập, kè công, bè mảng, giàn đáy, công trình trên bờ hoặc dưới nước, cố định hoặc di động.
- Trách nhiệm khi làm bị thương hoặc thiệt mạng, tài sản của người thứ ba khác.
- Hàng hóa, tài sản chuyên chở trên tàu được bảo hiểm. (loại trừ hành vi ăn cắp hoặc thiếu hụt tự nhiên.)
- Trách nhiệm đâm va.



- **Bảo hiểm cháy nổ:** đối tượng được bảo hiểm trong hợp đồng bảo hiểm tài sản là nhà, công trình kiến trúc, máy móc thiết bị, hàng hoá, vật tư... Công ty bảo hiểm sẽ bồi thường cho người được bảo hiểm tổn thất hoặc thiệt hại do cháy, sét đánh, nổ gây ra cho tài sản được bảo hiểm cũng như các thiệt hại gây ra trong quá trình dập tắt đám cháy. Trong đó, cháy là phản ứng hóa học có tỏa nhiệt và phát sáng do nổ hoặc bất kỳ nguyên nhân nào khác. Nổ là phản ứng hóa học gây ra giải phóng khí và năng lượng đột ngột với khối lượng lớn đồng thời phát ra âm thanh và ảnh hưởng vật lý đến các vật xung quanh. Thông thường, các tổ chức và cá nhân có cơ sở nguy hiểm về cháy, nổ có nghĩa vụ thực hiện chế độ bảo hiểm cháy nổ bắt buộc theo quy định của pháp luật.

- **Bảo hiểm nông nghiệp:** hợp đồng bảo hiểm nông nghiệp bồi thường những tổn thất về kinh tế do các rủi ro như thiên tai và các tai nạn bất ngờ phát sinh trong quá trình trồng trọt, chăn nuôi, nuôi trồng của các nghề nông nghiệp, lâm nghiệp, ngư nghiệp... Đối tượng được bảo hiểm là cây nông nghiệp, cây công nghiệp, gia súc, gia cầm và thủy sản nuôi trồng trong thời kỳ sinh trưởng và thời kỳ thu hoạch.

- **Bảo hiểm mọi rủi ro tài sản:** đây là sản phẩm bảo hiểm mà các công ty bảo hiểm áp dụng đối với các đối tượng hoặc nguyên nhân bảo hiểm chưa có trong các loại hình bảo hiểm khác. Đối tượng bảo hiểm thường là các tài sản như: nhà cửa, máy móc, trang thiết bị, vật tư hàng hoá, nguyên vật liệu, kho hàng, trụ sở/văn phòng làm việc, tiền mặt, kim loại quý, các bộ sưu tập quý... Trong hợp đồng bảo hiểm rủi ro mọi tài sản không nêu tên rủi ro được bảo hiểm, các rủi ro không được bảo hiểm sẽ được ghi trong phần loại trừ.

## 8.5 CÁC NGHIỆP VỤ CƠ BẢN CỦA CÔNG TY BẢO HIỂM

### 8.5.1 Marketing và phân phối sản phẩm

Có thể nói đây là nghiệp vụ quan trọng nhất của các công ty bảo hiểm, nhằm đảm bảo quy luật số đông như đã phân tích ở các nội dung trên. Bộ phận Marketing của các công ty bảo hiểm thường thực hiện các công việc chủ yếu như:



- Tiến hành nghiên cứu thị trường để xác định khách hàng mục tiêu.
- Phối hợp với các bộ phận khác trong công ty để thiết kế các sản phẩm mới và điều chỉnh các sản phẩm hiện tại cho phù hợp với nhu cầu của khách hàng.
- Thiết lập và duy trì hệ thống phân phối các sản phẩm bảo hiểm cho công ty.
- Chuẩn bị các chiến dịch quảng cáo và tiếp thị.

Trong đó có thể nói các công ty bảo hiểm thực hiện việc phân phối sản phẩm bảo hiểm bằng các hình thức: phân phối trực tiếp, đại lý bảo hiểm, môi giới bảo hiểm, phân phối qua hệ thống ngân hàng (Bancassurance).

- **Phân phối trực tiếp** là hình thức công ty bảo hiểm phân phối các sản phẩm bảo hiểm một cách trực tiếp cho khách hàng thông qua chính hệ thống chi nhánh và nhân viên bán hàng của mình.
- **Đại lý bảo hiểm** là hình thức phân phối bảo hiểm mang tính truyền thống và quan trọng nhất. Theo Luật Kinh doanh Bảo hiểm ở Việt Nam: Đại lý bảo hiểm là tổ chức, cá nhân được doanh nghiệp bảo hiểm ủy quyền trên cơ sở hợp đồng đại lý bảo hiểm để thực hiện hoạt động đại lý bảo hiểm theo quy định của Luật Kinh doanh Bảo hiểm và các quy định khác của pháp luật có liên quan. Đại lý bảo hiểm có thể được doanh nghiệp bảo hiểm ủy quyền tiến hành các hoạt động sau đây: Giới thiệu, chào bán bảo hiểm; Thu xếp việc giao kết hợp đồng bảo hiểm; Thu phí bảo hiểm; Thu xếp giải quyết bồi thường, trả tiền bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm; Thực hiện các hoạt động khác có liên quan đến việc thực hiện hợp đồng bảo hiểm.
- **Hoạt động môi giới bảo hiểm** là việc cung cấp thông tin, tư vấn cho bên mua bảo hiểm về sản phẩm bảo hiểm, điều kiện bảo hiểm, mức phí bảo hiểm, doanh nghiệp bảo hiểm và các công việc liên quan đến việc đàm phán, thu xếp và thực hiện hợp đồng bảo hiểm theo yêu cầu của bên mua bảo hiểm. Hoạt động môi giới bảo hiểm được thực hiện bởi các doanh nghiệp môi giới bảo hiểm.
- **Phân phối bảo hiểm qua ngân hàng (Bancassurance)** là sự hợp tác giữa các công ty bảo hiểm và các ngân hàng. Trong đó ngân hàng sẽ tận dụng hệ thống phân phối và nguồn khách hàng của mình để phân phối sản phẩm bảo





## Chương 8: Công ty bảo hiểm

hiểm cho công ty bảo hiểm và thực hiện một số dịch vụ khác như thu phí bảo hiểm. Đối lại công ty bảo hiểm sẽ trả hoa hồng và các khoản phí cho ngân hàng theo hợp đồng được ký kết giữa hai bên.

Các công ty bảo hiểm tùy thuộc vào loại hình sản phẩm và đối tượng khách hàng có thể lựa chọn một phương thức phân phối hoặc kết hợp các phương thức phân phối khác nhau. Đối với bảo hiểm nhân thọ đại lý bảo hiểm là kênh phân phối chủ yếu quan trọng nhất. Các công ty bảo hiểm nhân thọ thường rất ít sử dụng cách phân phối trực tiếp hoặc chỉ sử dụng trong những trường hợp hạn chế nhằm bảo vệ hoạt động của hệ thống đại lý. Các công ty bảo hiểm nhân thọ luôn tập trung tổ chức, xây dựng kênh phân phối này thông qua việc tuyển dụng, huấn luyện và quản lý đội ngũ đại lý. Đại lý bảo hiểm nhân thọ thường là cá nhân, là nhà kinh doanh độc lập được hưởng hoa hồng và không phải là nhân viên của công ty. Đại lý đóng vai trò rất quan trọng trong việc tìm kiếm khách hàng, tư vấn, khai thác bảo hiểm và các hoạt động chăm sóc khách hàng.

**Bảng 8.2: Tỷ trọng kênh phân phối một số nước trên thế giới**

*Đơn vị tính: %*

Kênh phân phối	Đức	Pháp	Anh
Kênh truyền thống	72	34	86
Kênh ngân hàng	23	60	12
Kênh trực tiếp	05	06	02

*(Nguồn: Tác giả tổng hợp)*

Đối với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ thường sử dụng kết hợp nhiều phương thức phân phối trong đó phân phối trực tiếp và qua môi giới bảo hiểm đóng vai trò quan trọng hơn. Đối với các hợp đồng bảo hiểm có giá trị lớn, cũng như có các điều khoản phức tạp như bảo hiểm dầu khí, bảo hiểm hàng hải, bảo hiểm hàng không, tái bảo hiểm... hình thức môi giới bảo hiểm thường được sử dụng.



Thời gian gần đây, thị trường bảo hiểm đã có những thay đổi đáng chú ý. Trong đó các phương thức phân phối mới như Bancassurance và bảo hiểm trực tuyến đang đóng vai trò ngày càng quan trọng hơn bên cạnh các kênh phân phối truyền thống. Phân phối bảo hiểm trực tuyến thực ra cũng chính là kênh phân phối trực tiếp. Tuy nhiên, do sự phát triển của công nghệ, nhiều công ty bảo hiểm đã xây dựng kênh phân phối bảo hiểm trực tuyến qua tin nhắn điện thoại, hệ thống máy ATM và các trang web thương mại điện tử. Sự ra đời của kênh phân phối bảo hiểm trực tuyến góp phần để các công ty bảo hiểm có thêm một kênh bán lẻ mới hiện đại, qua đó đa dạng phương thức tiếp cận khách hàng. Đáng kể nhất là Bancassurance, trong nhiều loại hình bảo hiểm đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ, kênh phân phối truyền thống đang mất dần vị trí độc tôn ở các thị trường Châu Á Thái Bình Dương do sự phát triển của kênh phân phối bảo hiểm qua ngân hàng. Tại thị trường Trung Quốc, kênh phân phối bảo hiểm qua ngân hàng đang chiếm tới khoảng 30% tổng số phí bảo hiểm thu được. Theo xu thế phát triển của ngành bảo hiểm, kênh phân phối này sẽ ngày càng phổ biến và đóng vai trò quan trọng.

### 8.5.2 Thẩm định bảo hiểm (Underwriting)

Bảo hiểm là một sản phẩm đặc biệt, không phải tất cả các yêu cầu bảo hiểm của khách hàng đều được chấp nhận ngay lập tức, khách hàng không thể mua hợp đồng bảo hiểm một cách dễ dàng giống như mua một món hàng trên kệ. Các yêu cầu bảo hiểm của khách hàng cần được thẩm định kỹ lưỡng trước khi công ty bảo hiểm chấp nhận yêu cầu bảo hiểm của khách hàng. Thẩm định bảo hiểm là một quá trình phân loại, đánh giá và lựa chọn rủi ro của công ty bảo hiểm. Thẩm định bảo hiểm có nhiệm vụ: nhận diện rủi ro, đánh giá rủi ro một cách chính xác và đầy đủ; phân nhóm rủi ro một cách chính xác; từ đó ra các quyết định thẩm định (Underwriting decision) bao gồm chấp nhận hay từ chối yêu cầu bảo hiểm và mức phí phù hợp áp dụng cho rủi ro được chấp nhận bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm thường ban hành hướng dẫn thẩm định (Underwriting guidelines) nhằm quy định một cách cụ thể về quy trình và các tiêu chí thẩm định. Thẩm định bảo hiểm bao gồm hai bước cơ bản đó là xác định rủi ro và phân loại rủi ro.



### 8.5.2.1 Xác định rủi ro (Identifying Risks)

Trong các yêu cầu bảo hiểm các nguyên nhân hay sự kiện có thể dẫn tới tổn thất (Peril) thường được xác định một cách tương đối rõ ràng. Như vậy công đoạn xác định rủi ro trong thẩm định bảo hiểm chủ yếu tập trung vào xác định những nhân tố có thể ảnh hưởng tới khả năng phát sinh hoặc gia tăng tổn thất (Hazard) bao gồm nguy cơ vật chất (Physical hazard) và nguy cơ đạo đức (Moral hazard). Nguy cơ vật chất là các đặc tính và yếu tố vật chất có thể làm ảnh hưởng tới khả năng xảy ra tổn thất và mức độ tổn thất. Trong bảo hiểm nhân thọ, các công ty bảo hiểm sẽ đánh giá các yếu tố như: tuổi tác, giới tính, chiều cao, cân nặng, huyết áp, tiền sử bệnh lý, tiền sử bệnh lý gia đình. Các công ty thường yêu cầu khách hàng kê khai đầy đủ các thông tin liên quan hoặc có thể yêu cầu khách hàng khám sức khỏe và thực hiện các xét nghiệm y khoa cần thiết. Trong bảo hiểm hỏa hoạn công ty bảo hiểm phải đánh giá các yếu tố như: cấu trúc của công trình, vật liệu xây dựng, hệ thống điện, hệ thống khí đốt, hệ thống phòng cháy chữa cháy... Nguy cơ đạo đức (Moral Hazard) là những yếu tố có thể làm gia tăng khả năng và mức độ tổn thất do các hành vi sai trái của người được bảo hiểm hay khả năng người tham gia bảo hiểm có thể trục lợi bảo hiểm. Hiểu rộng hơn nguy cơ đạo đức còn có thể bao gồm các yếu tố khác như tâm lý ỷ lại, thói quen sinh hoạt, các hành vi... của người tham gia bảo hiểm có thể ảnh hưởng đến mức độ rủi ro. Trong bảo hiểm nhân thọ, ngoài các tiêu chí nêu trên các công ty bảo hiểm còn phải đánh giá các yếu tố khác của người được bảo hiểm như: tiền án tiền sự, các động cơ có thể dẫn tới trục lợi bảo hiểm, nghề nghiệp, hút thuốc, uống rượu và sử dụng chất gây nghiện, sở thích thể thao và giải trí...

### 8.5.2.2 Phân loại rủi ro (Classifying Risk)

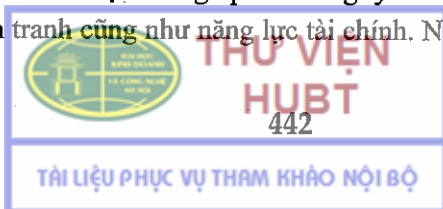
Sau khi đánh giá rủi ro, bộ phận thẩm định sẽ xếp đối tượng tham gia bảo hiểm vào các nhóm rủi ro phù hợp. Nhóm rủi ro (Risk Class) được hiểu là nhóm các đối tượng được bảo hiểm có cùng mức độ rủi ro đối với công ty bảo hiểm. Mục đích của việc phân nhóm rủi ro là giúp công ty bảo hiểm tính toán mức phí bảo hiểm phù hợp cho các đối tượng được bảo hiểm khác nhau. Các đối tượng được bảo hiểm được đánh giá nằm trong các nhóm rủi ro khác nhau sẽ được áp dụng cùng mức phí bảo hiểm khác nhau, các nhóm có mức độ rủi



ro càng lớn mức phí bảo hiểm càng cao. Mỗi công ty bảo hiểm sẽ có các tiêu chí và cách thức phân nhóm rủi ro khác nhau. Các công ty bảo hiểm (đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ) thường xếp đối tượng được bảo hiểm vào một trong bốn nhóm rủi ro chính:

- **Nhóm rủi ro chuẩn (The Standard Class):** được xếp cho các nhóm đối tượng được bảo hiểm có mức rủi ro trung bình. Trong bảo hiểm nhân thọ, đây là nhóm người được bảo hiểm có khả năng tử vong trung bình, cao hơn so với khả năng tử vong của nhóm rủi ro ưu tiên và thấp hơn so với nhóm rủi ro chuẩn. Do đó, người được bảo hiểm thuộc nhóm rủi ro chuẩn sẽ được áp dụng mức phí chuẩn (Standard Premium Rate), cao hơn so với những người cùng tuổi và giới tính thuộc nhóm rủi ro ưu tiên và thấp hơn so với những người cùng tuổi và giới tính thuộc nhóm rủi ro dưới chuẩn. Phần lớn người tham gia bảo hiểm được xếp vào nhóm rủi ro chuẩn.
- **Nhóm rủi ro ưu tiên (Preferred Risk):** được xếp cho nhóm đối tượng được bảo hiểm có rủi ro thấp nhất. Các công ty bảo hiểm nhân thọ thường xếp các khách hàng có sức khỏe tốt nhất vào nhóm này. Khách hàng được xếp vào nhóm rủi ro ưu tiên sẽ có mức phí thấp hơn so với mức trung bình.
- **Nhóm rủi ro dưới chuẩn (Substandard Class):** được xếp cho các đối tượng được bảo hiểm có mức độ rủi ro lớn hơn mức trung bình. Trong bảo hiểm nhân thọ các đối tượng có rủi ro dưới chuẩn thường là: đang có một số bệnh mãn tính, vừa hồi phục sau bệnh tật hoặc tai nạn nghiêm trọng, quá thừa cân hoặc thiếu cân, có nghề nghiệp hoặc tham gia vào các hoạt động có mức độ rủi ro cao... Các đối tượng có mức rủi ro dưới chuẩn sẽ được áp dụng mức phí dưới chuẩn (Substandard Premium Rate) cao hơn so với mức phí chuẩn. Nhóm rủi ro chuẩn có thể được phân thành nhiều nhóm rủi ro nhỏ hơn.
- **Nhóm rủi ro loại trừ (The Declined Risk):** được xếp cho các đối tượng được bảo hiểm có mức độ rủi ro lớn, nằm ngoài phạm vi bảo hiểm. Công ty bảo hiểm không thể đưa ra cam kết bảo hiểm với một mức phí hợp lý. Trường hợp này công ty bảo hiểm sẽ phát hành thư từ chối bảo hiểm.

Thẩm định giúp ngăn chặn sự lựa chọn bất lợi (Adverse Selection) trong bảo hiểm. Công tác thẩm định tốt giúp các công ty bảo hiểm duy trì và nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như năng lực tài chính. Nếu những tiêu chuẩn thẩm



định quá cao sẽ dẫn đến việc công ty phải từ chối nhiều yêu cầu bảo hiểm hoặc áp dụng mức phí quá cao, gây khó khăn cho hoạt động của đội ngũ bán hàng, làm giảm doanh số và lợi nhuận, làm giảm khả năng cạnh tranh của công ty. Nếu những tiêu chuẩn thẩm định quá thấp sẽ dẫn đến việc công ty có thể chấp nhận nhiều yêu cầu bảo hiểm có mức rủi ro cao hoặc áp dụng mức phí thấp so với mức rủi ro được chấp nhận bảo hiểm gây tác động xấu đến tình hình tài chính của công ty bảo hiểm, thậm chí có thể dẫn đến tình trạng mất khả năng chi trả các yêu cầu bồi thường. Công tác thẩm định tốt là cơ sở tính toán mức phí hợp lý đảm bảo sự công bằng giữa các khách hàng tham gia bảo hiểm. Như vậy, thẩm định bảo hiểm giúp đảm bảo và hài hòa lợi ích của các bên: lợi ích của công ty, lợi ích của người tham gia bảo hiểm, lợi ích của người phân phối sản phẩm bảo hiểm. Quyết định thẩm định có ảnh hưởng rất lớn đối với sự thành công hay thất bại của các công ty bảo hiểm.

#### 8.5.2.3 Tính toán phí bảo hiểm và rủi ro tài chính (Acturial)

Như đã phân tích ở các nội dung trước, điều kiện để rủi ro có thể được bảo hiểm là công ty bảo hiểm phải có thể ước lượng được tỉ lệ rủi ro. Bảo hiểm là ngành kinh doanh dựa trên cơ sở rủi ro, tất cả các vấn đề như tính toán phí bảo hiểm, ước lượng mức bồi thường dự kiến, trích lập dự phòng nghiệp vụ, xác định doanh thu, chi phí... đều được xác định trên cơ sở ước lượng rủi ro và các quy luật xác suất thống kê. Do vậy, nghiệp vụ tính phí bảo hiểm và tính toán rủi ro tài chính (Actuarial) là nghiệp vụ rất đặc trưng, đóng vai trò cốt lõi trong hoạt động của các công ty bảo hiểm. Bộ phận này đóng vai trò trung tâm trung tâm trong việc định giá các sản phẩm bảo hiểm, xác định mức dự trữ, giám sát và đảm bảo sự ổn định tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm. Bộ phận tính phí bảo hiểm và tính toán rủi ro tài chính thực hiện các nhiệm vụ cơ bản bảo gồm:

- Tiến hành các nghiên cứu để xác định tỉ lệ rủi ro đối với các nghiệp vụ bảo hiểm, hỗ trợ xây dựng hệ thống các tiêu chí thẩm định.
- Phối hợp với bộ phận Marketing trong việc thiết kế sản phẩm bảo hiểm.
- Quyết định mức phí bảo hiểm và mức bảo tức (nếu có) của các hợp đồng bảo hiểm.

- Tính toán việc trích lập dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.
- Hỗ trợ việc xác định kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bảo hiểm.

Định giá sản phẩm bảo hiểm là một công việc rất phức tạp, nếu như trong các lĩnh vực kinh doanh khác, giá thành sản phẩm được xác định trên cơ sở chi phí thực tế phát sinh thì trong lĩnh vực bảo hiểm, phí bảo hiểm được xác định dựa trên các chi phí ước tính trong tương lai, đặc biệt là khoản chi phí bồi thường. Chi phí bồi thường được xác định chủ yếu dựa trên số liệu thống kê quá khứ và các ước tính trong tương lai về tần suất và mức độ nghiêm trọng của tổn thất. Mức phí bảo hiểm phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau như: mức độ rủi ro, điều kiện bảo hiểm, thời hạn bảo hiểm, chi phí hoạt động của công ty, thu nhập từ đầu tư, mức lợi nhuận yêu cầu của công ty bảo hiểm tỉ lệ duy trì hợp đồng... Tính phí bảo hiểm là công việc mang tính chuyên môn cao và liên quan đến nhiều nghiệp vụ khác nhau trong công ty bảo hiểm. Các chuyên gia tính phí thường phải được đào tạo một cách kỹ lưỡng trong nhiều năm. Tính phí bảo hiểm và quản lý rủi ro liên quan nhiều đến việc sử dụng các công cụ toán học và thống kê trong dự báo và phân tích.

#### 8.5.2.4 Giải quyết quyền lợi bảo hiểm (Claim Administration)

Bộ phận đền bù bảo hiểm chịu trách nhiệm xử lý và đánh giá các yêu cầu bồi thường bảo hiểm của khách hàng. Bộ phận đền bù bảo hiểm tiếp nhận yêu cầu bồi thường bảo hiểm của khách hàng, thẩm định và đánh giá mức thiệt hại thực tế xảy ra, tính toán mức đền bù phù hợp và thực hiện việc chi trả quyền lợi bảo hiểm cho các đối tượng phù hợp theo hợp đồng bảo hiểm. Trong bảo hiểm tài sản, hợp đồng bảo hiểm là hợp đồng bồi thường (contract of indemnity), số tiền bồi thường mà doanh nghiệp bảo hiểm phải trả cho người được bảo hiểm được xác định trên cơ sở giá thị trường của tài sản được bảo hiểm tại thời điểm, nơi xảy ra tổn thất và mức độ thiệt hại thực tế. Do đó, vấn đề quan trọng nhất trong đền bù bảo hiểm tài sản là giám định tổn thất. Khi xảy ra sự kiện bảo hiểm, doanh nghiệp bảo hiểm hoặc người uỷ quyền thực hiện việc giám định tổn thất để xác định nguyên nhân và mức độ tổn thất. Trong trường hợp các bên không thống nhất về nguyên nhân và mức độ tổn thất thì có thể trưng cầu giám định viên độc lập. Trong trường hợp các bên không thỏa thuận được việc trưng cầu giám định viên độc lập thì một trong các bên được yêu cầu tòa án nơi xảy ra tổn thất hoặc nơi cư trú



của người được bảo hiểm chỉ định giám định viên độc lập. Kết luận của giám định viên độc lập có giá trị bắt buộc đối với các bên. Bên mua bảo hiểm và doanh nghiệp bảo hiểm có thể thỏa thuận một trong các hình thức bồi thường như: Sửa chữa tài sản bị thiệt hại; thay thế tài sản bị thiệt hại bằng tài sản khác; trả tiền bồi thường. Trong bảo hiểm nhân thọ, số tiền chi trả bảo hiểm thường đã được xác định một cách cố định theo mệnh giá của hợp đồng (valued contract), các sự kiện bảo hiểm như tử vong hay thương tật toàn bộ vĩnh viễn cũng tương đối dễ xác định. Tuy nhiên, công ty bảo hiểm nhân thọ cũng cần phải tiến hành điều tra nhằm xác định rõ nguyên nhân gây tử vong, cũng như ngăn chặn các trường hợp trục lợi bảo hiểm. Công ty bảo hiểm thường có quyền từ chối không phải trả tiền bảo hiểm trong trường hợp người được bảo hiểm tử vong hay thương tật do hậu quả trực tiếp hay gián tiếp của các nguyên nhân như: Tự tử trong thời hạn hai năm, kể từ ngày hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực hay từ ngày khôi phục hiệu lực hợp đồng; Do lỗi cố ý của bên mua bảo hiểm hoặc lỗi cố ý của người thụ hưởng; người được bảo hiểm nhiễm HIV AIDS, do các hành vi phạm tội của người được bảo hiểm hoặc người sẽ nhận quyền lợi bảo hiểm.

Đền bù bảo hiểm cần thực hiện một cách chính xác và nhanh chóng nhằm đảm bảo quyền lợi của khách hàng. Nhưng cũng cần thận trọng tính toán mức đền bù phù hợp và đặc biệt là phát hiện và điều tra các trường hợp có dấu hiệu trục lợi bảo hiểm.

### 8.5.3 Hoạt động đầu tư

Từ phí bảo hiểm các công ty bảo hiểm có trong tay một quỹ tài chính rất lớn. Quỹ này không được dùng để bồi thường và chi trả hết thay vào đó công ty bảo hiểm có thể sử dụng phần lớn nguồn tiền nhàn rỗi để đầu tư, đặc biệt là đối với bảo hiểm nhân thọ. Cùng với các ngân hàng thương mại và quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm (đặc biệt là bảo hiểm nhân thọ) là một trong những nhà đầu tư lớn nhất trên thị trường tài chính. Hoạt động đầu tư thể hiện rõ vai trò trung gian tài chính và là hoạt động mang lại thu nhập đáng kể nhất khi lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm ngày càng có xu hướng thu hẹp lại. Mục tiêu của hoạt động đầu tư là xây dựng một danh mục đầu tư nhất quán với chiến lược quản trị tài sản nợ tài sản có của công ty bảo hiểm, giúp các doanh nghiệp bảo hiểm thực hiện các nghĩa vụ tài chính với khách



445

THƯ VIỆN  
HUBT

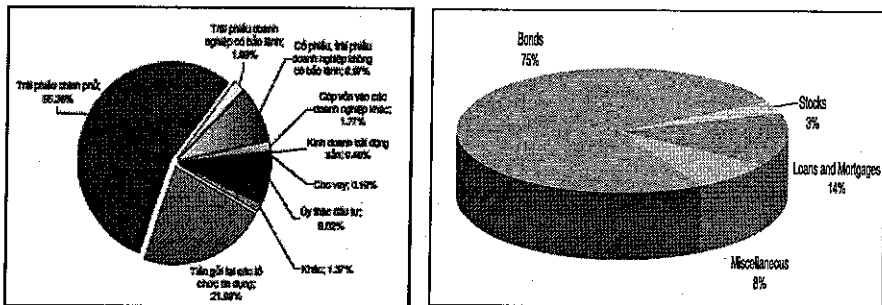
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



hàng đặc biệt là các hợp đồng bảo hiểm mang tính tiết kiệm và đầu tư như bảo hiểm nhân thọ. Hoạt động đầu tư giúp gia tăng doanh thu, lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng của các công ty bảo hiểm, là tiền đề giúp các công ty bảo hiểm gia tăng năng lực cạnh tranh thông qua tăng khả năng giảm phí và tăng bảo tức cho các chủ hợp đồng.

Nguồn vốn đầu tư của doanh nghiệp bảo hiểm bao gồm: nguồn vốn chủ sở hữu, nguồn vốn nhân quỹ từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm và các nguồn hợp pháp khác. Trong đó: nguồn vốn nhân quỹ từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm của doanh nghiệp bảo hiểm là tổng dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm trừ các khoản tiền mà doanh nghiệp bảo hiểm dùng để bồi thường bảo hiểm thường xuyên trong kỳ đối với bảo hiểm phi nhân thọ, trả tiền bảo hiểm thường xuyên trong kỳ đối với bảo hiểm nhân thọ. Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm thường bao gồm các loại hình tài sản đầu tư như: tiền mặt, các công cụ thị trường tiền tệ, trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty, chứng khoán tái thế chấp, cho vay trực tiếp, cổ phiếu, bất động sản...

Hình 8.1: Cơ cấu đầu tư của các Công ty Bảo hiểm Việt Nam



(Nguồn: Cục quản lý giám sát bảo hiểm Việt Nam)

Nguyên tắc đầu tư cơ bản của các công ty bảo hiểm là an toàn, đảm bảo khả năng thanh khoản, lợi nhuận... Trong hoạt động đầu tư của các công ty bảo hiểm, nguyên tắc an toàn và đảm bảo khả năng thanh khoản luôn được đặt lên hàng đầu, bởi mục tiêu của bảo hiểm là hình thành quỹ dự trữ để bù đắp cho các trường hợp rủi ro, trong hợp đồng bảo hiểm nhân thọ các hợp đồng bảo hiểm còn đóng vai trò là kế hoạch hưu trí, kế hoạch học vấn, hay các nguồn tiền dự trữ và tiết kiệm của người tham gia bảo hiểm. Các công ty bảo

hiểm phải xây dựng chính sách đầu tư bằng văn bản, quy định cụ thể các yếu tố như: mục tiêu đầu tư, danh mục đầu tư và các tiêu chuẩn lựa chọn tài sản đầu tư, chính sách phân bổ tài sản, các hạn chế đầu tư, chiến lược đầu tư... Hoạt động đầu tư cũng thường chịu sự điều chỉnh và giám sát chặt chẽ của các cơ quan quản lý.

Theo Luật Kinh doanh bảo hiểm ở Việt Nam và các văn bản hướng dẫn, đầu tư vốn nhân rỗi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm đối với doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ phải tuân thủ theo các quy định sau: (i) Mua trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp có bảo lãnh, gửi tiền tại các tổ chức tín dụng không hạn chế; (ii) Mua cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp không có bảo lãnh, góp vốn vào các doanh nghiệp khác tối đa 35% vốn nhân rỗi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm; (iii) Kinh doanh bất động sản, cho vay tối đa 20% vốn nhân rỗi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.

Đầu tư vốn nhân rỗi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm đối với doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm nhân thọ phải tuân thủ theo các quy định sau: (i) Mua trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp có bảo lãnh, gửi tiền tại các tổ chức tín dụng không hạn chế; (ii) Mua cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp không có bảo lãnh, góp vốn vào các doanh nghiệp khác tối đa 50% vốn nhân rỗi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm; (iii) Kinh doanh bất động sản, cho vay tối đa 40% vốn nhân rỗi từ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm.

Mỗi công ty bảo hiểm có thể đầu tư vào những loại tài sản khác nhau, có các phương pháp và chiến lược đầu tư khác nhau. Tuy nhiên cũng giống như các hoạt động đầu tư khác quy trình đầu tư của các công ty bảo hiểm cũng thường bao gồm các bước căn bản như: (i) Tìm kiếm và đánh giá chung các cơ hội đầu tư trên thị trường (Investment Sourcing and Screening). (ii) Phân tích và đánh giá dự án đầu tư cụ thể (Investment Analysis and Appraisal). (iii) Xem xét và lựa chọn các tài sản đầu tư vào danh mục đầu tư (Investment Review and Approval). (iv) Giám sát sau đầu tư (Post Investment Monitoring). (v) Thoái vốn (Exit).

Bộ phận đầu tư cũng sẽ áp dụng các kỹ thuật phân tích khác nhau đối với các tài sản đầu tư khác nhau. Bộ phận đầu tư thường được đứng đầu bởi giám đốc đầu tư (Chief Investment Officer), các nhà quản lý danh mục đầu tư



447

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



(Portfolio Manager) chịu trách nhiệm quản lý từng loại hình đầu tư cụ thể như danh mục đầu tư cổ phiếu, danh mục đầu tư trái phiếu. Ngoài ra, các nhân sự trong bộ phận đầu tư thường bao gồm: Chuyên gia phân tích đầu tư (Investment Analysts) chịu trách nhiệm tiến hành phân tích và đánh giá các cơ hội đầu tư cụ thể, Chuyên gia kinh tế (Economists) đánh giá các yếu tố kinh tế vĩ mô và dự báo về xu hướng kinh tế. Chuyên gia giao dịch (Traders) trực tiếp thực hiện các giao dịch mua, bán tài sản trong danh mục đầu tư của công ty. Thời gian gần đây, với sự phát triển của thị trường dịch vụ đầu tư, nhiều công ty bảo hiểm đã thuê và ủy thác cho các tổ chức quản lý đầu tư chuyên nghiệp (Investment Manager) quản lý một phần hay toàn bộ danh mục đầu tư của mình.

## TÓM TẮT CHƯƠNG 8

- *Bảo hiểm là một dịch vụ tài chính, là biện pháp chuyển nhượng rủi ro thuần túy, theo đó doanh nghiệp bảo hiểm chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, trên cơ sở bên mua bảo hiểm đóng phí bảo hiểm để doanh nghiệp bảo hiểm trả tiền bảo hiểm cho người thụ hưởng hoặc người được bảo hiểm trong trường hợp xảy ra sự kiện bảo hiểm. Cơ sở tồn tại và phát triển của dịch vụ bảo hiểm là khuynh hướng ngại rủi ro (Risk – Adverse). Thông thường, người ta sẵn sàng chi trả một số tiền nhỏ tương đương chắc chắn (Certainty Equivalent) là phí bảo hiểm hơn là phải gánh chịu một rủi ro, mặc dù là khả năng xảy ra thấp nhưng nếu xảy ra họ có thể bị thiệt hại một cách nghiêm trọng về tài chính.*
- *Công ty bảo hiểm là doanh nghiệp được thành lập, tổ chức và hoạt động theo quy định của pháp luật để kinh doanh bảo hiểm, tái bảo hiểm. Công ty bảo hiểm có thể được tổ chức theo mô hình đa năng hoàn toàn, đa năng một phần hoặc mô hình chuyên doanh bảo hiểm tùy thuộc vào luật pháp của từng quốc gia cụ thể. Do tính chất quan trọng của ngành bảo hiểm đối với xã hội và khách hàng, nên kinh doanh bảo hiểm được coi là ngành kinh*



doanh có điều kiện, hoạt động của công ty bảo hiểm luôn đặt dưới sự giám sát và quản lý chặt chẽ của các cơ quan có thẩm quyền như: Bộ tài chính, Ủy ban dịch vụ tài chính, Hiệp hội Bảo hiểm...

▪ Bảo hiểm là ngành kinh doanh dựa trên cơ sở chấp nhận rủi ro, tuy nhiên sản phẩm bảo hiểm chỉ có thể được thiết kế dựa trên nguyên tắc căn bản đó là rủi ro phải có thể bảo hiểm được (Insurable risks). Hoạt động bảo hiểm cũng dựa trên một số nguyên tắc căn bản như: Nguyên tắc trung thực tuyệt đối, Nguyên tắc lợi ích có thể được bảo hiểm, Nguyên tắc bồi thường, Nguyên tắc tối thiểu hóa rủi ro... Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh của các công ty bảo hiểm cũng cần tuân thủ một số nguyên tắc như: Nguyên tắc đảm bảo quy luật số đông, Nguyên tắc phân tán rủi ro, Nguyên tắc lựa chọn, phân loại rủi ro và định phí bảo hiểm ứng với mức rủi ro. Đây là những nguyên tắc mang tính chủ đạo, xuyên suốt chi phối toàn bộ các hoạt động bảo hiểm và kinh doanh bảo hiểm, thể hiện cụ thể trong các quy định của pháp luật, quy tắc bảo hiểm, hợp đồng bảo hiểm, quy trình nghiệp vụ của các công ty bảo hiểm... Việc tuân thủ các nguyên tắc này nhằm đảm bảo tính khả thi của nghiệp vụ bảo hiểm, sự phát triển ổn định bền vững của các công ty bảo hiểm, tính công bằng và quyền lợi chính đáng của các bên tham gia, cũng như làm giảm các tác động tiêu cực của vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường bảo hiểm.

▪ Có nhiều loại sản phẩm bảo hiểm theo những tiêu chí phân loại khác nhau, tuy nhiên bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ là cách phân loại thường được sử dụng nhất. Đối tượng của bảo hiểm nhân thọ là tính mạng và tuổi thọ của con người. Trong hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, số tiền chi trả bảo hiểm được xác định một cách cố định theo mệnh giá của hợp đồng (Valued Contract), không bị ảnh hưởng bởi mức thiệt hại thực tế. Các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ cơ bản bao gồm: Bảo hiểm trọn đời, Bảo hiểm sinh kỳ, Bảo hiểm tử kỳ, Bảo hiểm hỗn hợp, Bảo hiểm trả tiền định kỳ... Trên thực tế, phần lớn sản phẩm bảo hiểm nhân thọ là loại hình bảo hiểm hỗn hợp, có thời gian trung và dài hạn, là sự kết hợp giữa bảo hiểm và tiết kiệm. Bảo hiểm phi nhân thọ (Non-Life Insurance) là nghiệp vụ bảo hiểm tài sản, trách nhiệm dân sự và các nghiệp vụ bảo hiểm khác không thuộc bảo hiểm



nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ bao gồm cả sản phẩm bảo hiểm liên quan đến tai nạn và sức khỏe của con người. Trong hợp đồng bảo hiểm phi nhân thọ, việc chi trả bảo hiểm được thực hiện theo nguyên tắc bồi thường, số tiền bồi thường được chi trả theo mức tổn thất tài chính thực tế phát sinh (contract of indemnity).

▪ Các nghiệp vụ cơ bản của công ty bảo hiểm bao gồm: Marketing và phân phối sản phẩm bảo hiểm, thẩm định bảo hiểm, tính toán phí bảo hiểm và rủi ro tài chính, giải quyết quyền lợi bảo hiểm, đầu tư. Các công ty bảo hiểm cũng thường tổ chức công ty thành các khối, phòng ban hay bộ phận cụ thể để thực hiện các nghiệp vụ này.

## CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Trình bày khái niệm rủi ro, phân biệt giữa rủi ro đầu cơ và rủi ro thuần túy, tại sao việc phân biệt này lại có ý nghĩa quan trọng?
2. Hãy trình bày khái niệm bảo hiểm và các yếu tố trong một hợp đồng bảo hiểm.
3. Hãy trình bày các đặc điểm của rủi ro có thể được bảo hiểm.
4. Hãy trình bày các nguyên tắc của hoạt động bảo hiểm và hoạt động kinh doanh bảo hiểm.
5. Hãy liên hệ vấn đề thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information) đối với hoạt động bảo hiểm.
6. Trình bày một số sản phẩm bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ cơ bản.
7. Trình bày các nghiệp vụ chủ yếu của công ty bảo hiểm.



## CHƯƠNG 9

# CÔNG TY TÀI CHÍNH VÀ CÔNG TY CHO THUÊ TÀI CHÍNH

---

*Mục tiêu của chương này là trình bày những kiến thức cơ bản về công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính - một trong những định chế tài chính phi ngân hàng. Thông qua chương này, người đọc sẽ hiểu được đặc thù của các công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính khác biệt với các định chế tài chính khác. Đồng thời thông qua chương này, người đọc cũng biết được vai trò của công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính trên thị trường tài chính*

### 9.1 CÔNG TY TÀI CHÍNH

Việc tìm hiểu về các công ty tài chính cần căn cứ vào quy định hiện hành của mỗi quốc gia. Sự tổng hợp của tác giả cho thấy có hai cách xếp loại các công ty tài chính: (i) Công ty tài chính thuộc nhóm các định chế tài chính không nhận tiền gửi (Mỹ, Anh, Úc...) <sup>55</sup>; (ii) Công ty tài chính thuộc nhóm tổ chức tín dụng được nhận tiền gửi (Việt Nam, Srilanka <sup>56</sup>). Do đó, phương thức huy động nguồn vốn của các công ty tài chính là khác nhau, từ đó ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn, lãi suất cho vay... Tuy nhiên, nội dung sau đây chỉ tập trung vào khái quát về công ty tài chính theo cách xếp loại như trên mà không đi sâu phân tích về năng lực tài chính.

#### 9.1.1 Khái niệm

Hình thái sơ khai của công ty tài chính xuất hiện vào đầu thế kỉ XIX với loại hình tín dụng tuần hoàn. Đó là khoản cho vay theo một hạn mức nhất

<sup>55</sup> <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/207149/finance-company>

<sup>56</sup> <http://www.thefinance.lk>

định, trong đó khách hàng được nhận những khoản bằng nhau định kỳ đều đặn<sup>60</sup>. Ở Mỹ và một số nước<sup>57</sup> công ty tài chính hình thành từ đầu thế kỉ XX (Mishkin, 2006) và phát triển mạnh nhất vào sau thế chiến thứ 2. Các công ty tài chính huy động vốn bằng cách phát hành các chứng khoán như: tín phiếu (thương phiếu tài chính<sup>58</sup>), trái phiếu, cổ phiếu..., sau đó cho vay các khách hàng cá nhân và doanh nghiệp. Đặc thù của trung gian tài chính này là huy động lượng vốn lớn nhưng cho vay các món có giá trị nhỏ (Mishkin, 2011).

So với các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính được tổ chức với quy mô vừa và nhỏ. Vốn vay chủ yếu từ phát hành thương phiếu, trái phiếu (không phải từ các khoản tiền gửi hay thông qua cung cấp dịch vụ thanh toán để tận dụng nguồn vốn và thu phí dịch vụ như các ngân hàng thương mại). Để huy động được nguồn vốn lớn, các công ty tài chính có uy tín thường tham gia thị trường đại chúng, phát hành các chứng khoán nợ (đòi hỏi sự minh bạch về dự án huy động vốn nhưng dễ dàng thu hút các nhà đầu tư). Việc sử dụng vốn tập trung vào cho vay đối với cá nhân vay tiêu dùng và các doanh nghiệp nhỏ và vừa có nhu cầu đổi mới máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất.

Hiện nay, theo Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ, công ty tài chính là loại doanh nghiệp sở hữu từ 50% trở lên các khoản cho vay và cho thuê cho những người tiêu dùng và các doanh nghiệp (bao gồm cả tài sản trong và ngoài bảng cân đối) và không được ghi trong điều lệ là ngân hàng thương mại, ngân hàng hợp tác, hiệp hội tín dụng, ngân hàng đầu tư, ngân hàng tiết kiệm hoặc các công ty cho vay ngành công nghiệp (Industrial loan corporation), (Lisa Chem & et al., 2013).

Luật Các Tổ Chức Tín Dụng năm 2010 quy định: “*Công ty tài chính là tổ chức tín dụng phi ngân hàng, được thực hiện một hoặc một số hoạt động*

<sup>57</sup> <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/207149/finance-company>

<sup>58</sup> *Thương phiếu tài chính là công cụ nợ do các công ty tài chính phát hành nhằm vay vốn ngắn hạn và khác với thương phiếu thương mại do các công ty mua, bán hàng hóa chịu phát hành.*



## Chương 9: Công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

ngân hàng theo quy định của Luật này, trừ các hoạt động nhận tiền gửi cá nhân và cung cấp dịch vụ thanh toán qua tài khoản”.

Như vậy, khái niệm công ty tài chính ở Việt Nam được hiểu là tổ chức tín dụng phi ngân hàng với chức năng sử dụng vốn tự có, vốn huy động, vốn ủy thác và các nguồn vốn khác để thực hiện một số hoạt động kinh doanh ngân hàng và các hoạt động khác theo quy định của pháp luật. Công ty tài chính theo quy định của Luật Các Tổ chức Tín dụng năm 2010 có hai đặc điểm khác biệt cơ bản so với ngân hàng thương mại, đó là: (i) công ty tài chính không được huy động tiền gửi cá nhân; (ii) không được cung ứng dịch vụ thanh toán qua tài khoản. Công ty tài chính có quyền thực hiện một hoặc một số hoạt động ngân hàng như: nhận tiền gửi của tổ chức, cung cấp tín dụng dưới hình thức cho vay, bảo lãnh, cho thuê tài chính, bao thanh toán và các hoạt động khác theo quy định của pháp luật.

Ngày nay hoạt động của các công ty tài chính rất đa dạng do yêu cầu tất yếu của sự cạnh tranh giữa các trung gian tài chính. Các công ty tài chính mở rộng quy mô, đa dạng hóa các dịch vụ tín dụng từ những khoản cho vay tiêu dùng nhỏ lẻ đến cho vay dự án của doanh nghiệp.

### **9.1.2 Các loại hình công ty tài chính**

Các công ty tài chính thường khác biệt bởi: là công ty được tổ chức độc lập hay phụ thuộc hoặc cho vay tiêu dùng, bao thanh toán hay cho thuê tài chính, đối tượng khách hàng là người tiêu dùng hay doanh nghiệp. Nhìn chung, việc đề cập đến công ty tài chính cần phân biệt các loại hình công ty tài chính sau đây:

#### **9.1.2.1 Công ty tài chính độc lập và Công ty tài chính phụ thuộc**

*Công ty tài chính độc lập* “Independent finance company” thường do các cá nhân, gia đình thành lập. Đặc trưng của loại doanh nghiệp này là tính chất chủ động trong việc cung cấp sản phẩm, dịch vụ cho khách hàng (loại cho vay, loại trang thiết bị, doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất nào). Ngoài ra, các công ty tài chính độc lập còn đưa ra mức lãi suất mang tính cạnh tranh. Thế mạnh lớn nhất của các công ty tài chính độc lập là cung cấp cho khách



453

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

hàng của họ nhiều sự lựa chọn. Mặt khác, các công ty này còn rất kịp thời, linh hoạt, năng động trong kinh doanh. Tuy nhiên, một số hạn chế của loại hình công ty tài chính này là tính chất nội bộ. Do vậy, các công ty tài chính độc lập thường hạn chế về khả năng huy động vốn và mở rộng hoạt động kinh doanh đặc biệt là tăng thị phần cho vay dự án.

Thực tế cho thấy, sự có mặt và hoạt động hiệu quả của các công ty tài chính độc lập thường gắn liền với các nền kinh tế lớn, nơi có thành phần kinh tế tư nhân phát triển. Ở Mỹ, theo cuộc điều tra sơ bộ “Census of Finance Companies - CFC”<sup>59</sup>, năm 2010 của Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ, tỉ lệ các công ty tài chính độc lập chiếm 3% số lượng các công ty tài chính trong cuộc điều tra. Ở Anh, Norton là một công ty tài chính gia đình lâu đời nhất thành lập từ năm 1974), chuyên cho vay đảm bảo và không đảm bảo, cho vay tái thế chấp<sup>60</sup>. Công ty tài chính phụ thuộc “Captive finance company” là loại công ty tài chính do các doanh nghiệp sản xuất và cung cấp trang thiết bị thành lập với mục đích ban đầu là cho vay khách hàng cá nhân, doanh nghiệp mua sản phẩm, dịch vụ của công ty mẹ và mua các khoản phải thu của công ty mẹ (Madura, 2011). Sau đó, các công ty tài chính trực thuộc cung cấp đa dạng các sản phẩm, dịch vụ tài chính khác. Hoạt động cụ thể của công ty tài chính trực thuộc do công ty mẹ thông qua và căn cứ theo luật định.

Lịch sử hình thành công ty tài chính phụ thuộc gắn liền với ngành công nghiệp ô tô khi nhu cầu vốn của các nhà phân phối không được đáp ứng bởi các ngân hàng thương mại. Ngày nay, các ngân hàng cạnh tranh để thu hút khách hàng của lĩnh vực này. Toyota, Ford, Honda, BMW và Nissan hiện đang dẫn đầu trong nhóm 10 công ty tài chính trực thuộc lớn nhất ở Mỹ. Trong khi đó các đối thủ cạnh tranh mạnh nhất là các ngân hàng như: Chase, Wachovia (Well), Bank of America và Capital One<sup>61</sup>. Để tạo lợi thế và tiêu thụ được nhiều sản phẩm

<sup>59</sup>CFC được thực hiện mỗi 5 năm, là cuộc điều tra tổng thể về các CTTC ở Mỹ nhằm cung cấp căn cứ cho cuộc điều tra chuyên sâu các CTTC “Survey of Finance Companies” (Lisa Chem & et al., 2013)

<sup>60</sup> [http://www.nortonfinance.co.uk/About\\_Us/Company\\_Profile](http://www.nortonfinance.co.uk/About_Us/Company_Profile)

<sup>61</sup> State of Automotive Finance Market First Quarter 2012, Experian Information Solution, 2012





hơn các công ty tài chính trực thuộc thường cho khách hàng vay với lãi suất thấp hơn so với các ngân hàng.

Lợi ích trước nhất của mô hình công ty tài chính trực thuộc là giảm tính chất chu kỳ của các ngành sản xuất khi vốn đọng ở hàng tồn kho có nguồn tài trợ. Mặt khác, việc công ty tài chính cho khách hàng vay để mua sản phẩm, dịch vụ của công ty mẹ có tác dụng như một công cụ marketing hiệu quả (góp phần tăng doanh thu). Hơn nữa, công ty tài chính trực thuộc còn góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh của công ty mẹ.

Nghiên cứu của William và cộng sự đánh giá tác động của công ty tài chính trực thuộc lên năng lực cạnh tranh của công ty mẹ. Kết quả cho thấy, chỉ sau 5 năm thành lập công ty tài chính (Công ty con), lợi nhuận và thị phần của công ty mẹ tăng, mức biến động về doanh thu giảm và duy trì mức dư tiền mặt thấp. Ngoài ra thu nhập của các công ty tài chính trực thuộc so với thu nhập của ngành tài chính có mối tương quan lớn hơn công ty tài chính độc lập. Các công ty tài chính trực thuộc đóng góp 17% thu nhập ròng của công ty mẹ. Đó là lý do tại sao một phần không nhỏ thu nhập của các tập đoàn công nghiệp đến từ các dịch vụ tài chính. (William & et al., 2012).

Sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008, nhiều công ty tài chính trực thuộc bị ảnh hưởng nghiêm trọng, buộc phá sản hoặc phải hợp tác với ngân hàng để tái cấu trúc lại nợ xấu, điển hình như công ty tài chính của Chrysler và General Motors.

#### *9.1.2.2 Công ty tài chính tiêu dùng, công ty tài chính bao thanh toán và công ty cho thuê tài chính<sup>62</sup>*

*Công ty tài chính tiêu dùng* là công ty có hoạt động chủ yếu là tín dụng tiêu dùng. Các sản phẩm cơ bản của công ty là: cho vay mua đồ nội thất, cho vay

<sup>62</sup> Các công ty tài chính chuyên ngành thường có tỉ trọng dư nợ tín dụng chủ yếu cho tiêu dùng, bao thanh toán hoặc cho thuê tài chính. Thông thường tỉ lệ này từ 50% trở lên (Lisa Chem & et al., 2013). Ở Việt Nam hoạt động của Công ty tài chính được quy định cụ thể trong Nghị định 34/2014/NĐ-CP về hoạt động của Công ty tài chính và Công ty cho thuê tài chính.



mua ô tô và cho vay tiền mặt. Các công ty tài chính tiêu dùng có thể độc lập hoặc thuộc sở hữu của ngân hàng thương mại hay doanh nghiệp sản xuất. Khách hàng của công ty là những người không có khả năng vay ở các tổ chức khác hoặc đã có lịch sử tín dụng không tốt. Vì vậy, đặc trưng của các khoản vay có giá trị nhỏ, mang tính không ổn định và rủi ro (ngay cả khi có thế chấp). Lãi suất cho vay thường cao hơn mức lãi suất của các ngân hàng thương mại. Cho nên, luật pháp các nước có thể quy định việc các công ty tài chính tiêu dùng được thực hiện cho vay với điều kiện khống chế về lãi suất tối đa & hạn mức cho vay nhằm mục đích bảo vệ người tiêu dùng. Ngoài ra, cung cấp thẻ tín dụng cho khách hàng mua lẻ cũng là một cách thức tài trợ của công ty tài chính. (Rose, 1980)

*Công ty tài chính bao thanh toán* là công ty có hoạt động chủ yếu là bao thanh toán. Đó là hình thức cấp tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa bằng cách mua chiết khấu các khoản phải thu. Ví dụ: Một công ty may có khoản phải thu là 100.000 USD. Giả sử công ty cần mua 100 máy may, công ty có thể bán khoản phải thu cho công ty tài chính với giá 90000 USD. Đây là một phương thức cho vay rất phổ biến đối với ngành công nghiệp dệt may ở Mỹ. Thuận lợi lớn nhất là các công ty không cần lập bộ phận riêng để theo dõi và thu hồi nợ từ khách hàng. Các công ty tài chính bao thanh toán chuyên nghiệp từ quy trình theo dõi đến thu hồi nợ và có lợi thế kinh tế theo quy mô. (Mishkin, 2011).

*Công ty cho thuê tài chính* (công ty tài chính tài trợ trang thiết bị - Equipment finance companies) là công ty có hoạt động chính là cho thuê tài chính, trong đó công ty cho thuê tài chính sẽ mua và cho thuê lại các tài sản như: ô tô, dây chuyền sản xuất trong nhiều năm. Các công ty cho thuê tài chính ra đời sau các công ty tài chính tiêu dùng nhưng thời gian gần đây lại rất phát triển ở Mỹ (Bảng 1). Đây là loại hình công ty tài chính cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa với nhiều ưu điểm.<sup>63</sup>

<sup>63</sup> Sẽ được trình bày trong phần 9.2.



Tóm lại, có 2 nhóm cơ bản là công ty tài chính tiêu dùng và công ty tài chính kinh doanh (tài trợ vốn cho doanh nghiệp). Các công ty tài chính kinh doanh (thương mại) cung cấp nguồn vốn thay thế các ngân hàng thương mại dựa trên giá trị của tài sản được tài trợ. Điều này đòi hỏi hầu hết các công ty tài chính phải chuyên môn hóa về loại tài sản nhất định để cung cấp dịch vụ chuyên nghiệp hơn. Do vậy, mức độ nhạy cảm về lãi suất cho vay thấp nhưng ảnh hưởng tính chu kỳ tiền mặt lớn hơn so với các ngân hàng thương mại. Áp lực về tính chu kỳ làm cho các công ty tài chính thương mại cần có những biện pháp để khắc phục hạn chế của sản phẩm. Nếu không tính đến các yếu tố cạnh tranh mới, các công ty tài chính thương mại phải tăng lãi suất cho vay (đối mặt với yêu cầu về tăng phần bù rủi ro). Điều này sẽ làm ảnh hưởng đến khả năng sử dụng vốn của các doanh nghiệp đi vay, thậm chí doanh thu của họ.

Ngược lại, các công ty tài chính tiêu dùng có tính phân khúc cao vì nhiều công ty cùng cung cấp một loại sản phẩm. Do vậy, công ty tài chính tiêu dùng khác công ty tài chính thương mại ở mức độ nhạy cảm của lãi suất cho vay cao. Hơn nữa, các yếu tố chính tạo nên sự thành công của công ty tài chính tiêu dùng là quy mô hoạt động/thị phần, nguồn lực mới về tiến bộ kỹ thuật, khả năng thực thi và dịch vụ khách hàng. Mua lại hoặc đầu tư vào công nghệ đang là xu thế chiến lược của ngành tài chính tiêu dùng (Best, 2012). Ngoài ra, công ty tài chính tiêu dùng phải quản lý một lượng lớn tài khoản phải thu có giá trị nhỏ, được chuẩn hóa về kế hoạch thanh toán, tiến trình thực hiện và các đặc điểm bảo vệ quyền lợi của người tiêu dùng. Do đó, tài sản là các khoản phải thu của công ty tài chính cần có tính thanh khoản, đặc biệt là thông qua thị trường các công cụ chứng khoán hóa.

Trong thực tế có công ty tài chính hoạt động đa năng tại nhiều quốc gia. GE là một ví dụ về công ty tài chính đa quốc gia, đa lĩnh vực (cả cho vay cá nhân và cho vay doanh nghiệp).

Ở Việt Nam đến 31/12/2015, có 5 công ty tài chính tiêu dùng 100% vốn nước ngoài, 6 công ty tài chính tiêu dùng trực thuộc ngân hàng, 5 công ty tài



457

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chính trực thuộc tổng công ty và 11 công ty cho thuê tài chính. Các công ty cho thuê tài chính thuộc sở hữu ngân hàng trong nước hoặc 100% vốn đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, các công ty tài chính trực thuộc không mang đặc điểm hỗ trợ tiêu thụ sản phẩm của công ty mẹ (mục đích chính là điều hòa vốn giữa các công ty thành viên trong tổng công ty).<sup>64</sup>

Thực tế về các công ty tài chính ở Mỹ và Việt Nam cho thấy, đặc thù của các công ty tài chính mang tính bản địa. Cụ thể là giai đoạn phát triển kinh tế, mức phát triển của hệ thống tài chính và sự khuyến khích hay hạn chế của mỗi chính phủ thông qua quy định pháp luật. Do đó, thị phần của mỗi loại hình công ty tài chính có xu hướng phát triển cùng với nền kinh tế và chịu sự ảnh hưởng bởi các yếu tố cơ bản như: mức thu nhập quốc nội, các biện pháp quản lý tín dụng của Ngân hàng trung ương, sự phát triển của cơ sở hạ tầng tín dụng, thu nhập của người dân và doanh nghiệp, sự hiểu biết về tài chính và các sản phẩm tài chính.

### *9.1.3 Các nghiệp vụ của công ty tài chính*

Mỗi loại hình công ty tài chính thực hiện những nghiệp vụ cụ thể khác nhau. Tuy nhiên trong giai đoạn phát triển mạnh, ranh giới phân loại bị xóa nhòa. Do đó, các công ty tài chính hướng tới sự đa dạng hóa các sản phẩm và dịch vụ. Các nhóm nghiệp vụ chính bao gồm: nghiệp vụ tài sản có và nghiệp vụ tài sản nợ

#### *9.1.3.1 Nghiệp vụ tài sản có*

Nguồn vốn của công ty tài chính được dùng chủ yếu cho vay cá nhân và doanh nghiệp. Trong đó, tỉ trọng chủ yếu tập trung vào cho vay tiêu dùng, cho vay kinh doanh và cho vay bất động sản (Bảng 9.1).

<sup>64</sup> Tác giả tổng hợp dựa theo công bố trên web của Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam.



**Bảng 9.1: Bảng cân đối kế toán tổng hợp của các công ty tài chính Mỹ**

Khoản mục	Ti USD		%	
	Năm 2006	Năm 2010	Năm 2006	Năm 2010
<b>Tài sản</b>				
Cho vay tiêu dùng	630	616	30.0	33.0
Cho vay kinh doanh	489	447	23.0	24.0
Cho vay bất động sản	592	387	28.0	20.7
Dự phòng nợ khó đòi	-73	-73	-3.0	-3.9
Các tài sản khác	482	489	22.0	26.2
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2120</b>	<b>1866</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Vốn vay</b>				
Vay ngân hàng	132	125	6.0	6.7
Thương phiếu	164	64	8.0	3.4
Nợ công ty mẹ	335	277	16.0	14.8
Chứng khoán nợ khác <sup>65</sup>	825	857	39.0	45.9
Nợ khác	420	314	20.0	16.8
<b>Tổng nợ</b>	<b>1876</b>	<b>1637</b>	<b>89.0</b>	<b>87.7</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>244</b>	<b>229</b>	<b>11.0</b>	<b>12.3</b>
<b>Tổng nguồn</b>	<b>2120</b>	<b>1866</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Nguồn: Federal Bulletin 2006, 2010

Trong năm 2012, kinh tế Mỹ có dấu hiệu phục hồi kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2008. Theo thống kê của Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ, cho vay tiêu dùng chiếm tỉ trọng lớn nhất trong các loại cho vay và giá trị của

<sup>65</sup> Bao gồm tín phiếu (notes), trái phiếu (bonds) và các công cụ nợ khác (Debentures) – tất cả các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn khác (All other short-and-long term debt not elsewhere classified). (NewYorkFed, 2013)

loại cho vay này có xu hướng tăng trong giai đoạn 2011-2015. Ngoài ra, nhu cầu vay kinh doanh cũng tăng, nhưng vay bất động sản lại giảm dần. (Xem Bảng 9.2)

**Bảng 9.2: Các loại cho vay của nhóm 20 công ty tài chính ở Mỹ**

Đơn vị: Tỷ USD

Các loại cho vay	2011	2012	2013	2014	2015
Cho vay tiêu dùng	816.7	832.7	855.5	882.6	902.8
Cho vay bất động sản	276.3	179.5	157.0	148.1	119.5
Cho vay kinh doanh	375.8	387.0	401.3	411.4	424.7
<b>Tổng</b>	<b>1468.8</b>	<b>1399.1</b>	<b>1413.9</b>	<b>1442.1</b>	<b>1447.1</b>

Nguồn: Fed (2016)

• **Cho vay tiêu dùng (Consumer Loan)**

Cho vay tiêu dùng là loại tín dụng cho các cá nhân vay để mua xe ô-tô, máy bay, sửa chữa nhà cửa, khám chữa bệnh, đóng học phí... Các công ty tài chính phân phối các sản phẩm của họ qua nhiều kênh khác nhau, bao gồm phân phối trực tiếp, phân phối tại điểm bán hàng (POS) và thông qua các tổ chức tài chính khác (Bảng 9.2).

**Bảng 9.3: Các kênh phân phối sản phẩm cho vay tiêu dùng**

Kênh phân phối	Mô tả
Phân phối trực tiếp	<b>Các kênh phân phối trực tiếp:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Tại các chi nhánh độc quyền hay các quầy trong các đơn vị kinh doanh khác (ngân hàng hoặc bưu điện)</li><li>- Thông qua điện thoại</li><li>- Qua mạng internet</li></ul> <b>Tầm quan trọng của kênh phân phối trực tiếp:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Việc tăng cường các kênh trực tiếp góp phần giảm sự phụ thuộc bên trung gian và chi phí giao dịch</li><li>- Tiết kiệm lớn nếu thực hiện được tiếp thị và bán hàng trên toàn cầu</li></ul>



## Chương 9: Công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

Kênh phân phối	Mô tả
Phân phối tại điểm bán hàng	<b>Kênh phân phối POS:</b> - Có đại diện tại các cửa hàng bán lẻ: xử lý hồ sơ; tiến hành thẩm định tín dụng; phê duyệt hồ sơ tại chỗ để khách hàng nhanh chóng hoàn tất mua hàng. - Thông qua các nhà bán lẻ: các siêu thị và cửa hàng trả hoa hồng cho họ để thông qua họ cho vay khách hàng của họ.
Qua các tổ chức tài chính khác	Cùng các tổ chức tài chính bán chéo sản phẩm: chẳng hạn phối hợp với công ty bảo hiểm để hai bên cùng có lợi

*Nguồn: Morgan Stanley (2013)*

Điều kiện để vay tiêu dùng tại các công ty tài chính dễ dàng hơn so với các ngân hàng thương mại. Các khoản cho vay thậm chí không cần tài sản đảm bảo. Ngoài ra, quy trình, thủ tục vay đơn giản và nhanh gọn. Tuy nhiên, hạn chế lớn nhất là mức lãi suất cho vay thường cao hơn mức lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại

Việc định giá sản phẩm tín dụng tiêu dùng của các công ty tài chính phù hợp với phương pháp tổng hợp chi phí (Saunders và Schmeit, 2001). Theo đó, lãi suất cho vay của công ty tài chính được xác định dựa trên bốn thành phần chính (Rose, 1998; Diette, 2000), cụ thể:

Lãi suất cho vay = Chi phí huy động vốn

+ Chi phí hoạt động

+ Phân bù rủi ro

+ Lợi nhuận

Do các công ty tài chính chủ động trong việc xác định tổng chi phí để tạo ra lợi nhuận nên dễ dàng hơn các ngân hàng thương mại trong định giá chính xác các khoản vay theo phương pháp này. Thực tế, mức lãi suất cho vay của các công ty tài chính cao hơn. Điều này là do rủi ro vỡ nợ, chi phí huy động vốn và chi phí hoạt động ở mức cao hơn so với các ngân hàng thương mại.



THƯ VIỆN  
HUBT

461

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Mặc dù phải cạnh tranh với các ngân hàng thương mại để chiếm lĩnh thị phần tín dụng tiêu dùng, các công ty tài chính có lợi thế riêng trong tiếp cận phân khúc khách hàng thu nhập thấp (không có tài sản đảm bảo, giá trị khoản vay nhỏ và thời hạn vay ngắn). Cho vay tiêu dùng của các công ty tài chính càng phát triển đồng nghĩa với nhiều người dân tăng hiểu biết về tài chính, kích thích tiêu dùng và góp phần tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, để ngành này phát triển bền vững, các vấn đề đặt ra là lãi suất cho vay quá cao, nguy cơ vỡ nợ lớn và hạn chế về minh bạch thông tin (đặc biệt đối với các công ty tài chính tiêu dùng có chất lượng chưa tốt) phải được các cơ quan chức năng quan tâm giải quyết.

Kinh nghiệm của Mỹ và các nước Châu Âu để bảo vệ quyền lợi của người tiêu dùng, đó là ban hành các quy định giới hạn về lãi suất (interest rate restrictions) và hạn mức tín dụng. Ở Mỹ các quy định này áp dụng ở cấp bang (states), cho đối tượng các công ty tài chính không trực thuộc ngân hàng hoặc không là công ty con của công ty thuộc sở hữu ngân hàng (Madura, 2011). Tại Châu Âu, quy định về giới hạn lãi suất hiện đang là một phương pháp gây nhiều tranh cãi nên một số nước như Hy Lạp, Ireland, Malta áp dụng mức trần lãi suất cố định (giới hạn tuyệt đối), trong khi Đức, Pháp, Italy... áp dụng mức lãi suất được tính theo biến động của lãi suất thị trường trung bình hoặc lãi suất cơ bản (giới hạn tương đối), và Anh, Áo, Đan Mạch... không quy định trần lãi suất trong hợp đồng tín dụng. (Reifner, U. & et al., 2010)

- **Cho vay kinh doanh (Business Credits)**

Cho vay kinh doanh của công ty tài chính gồm nhiều loại khác nhau tùy thuộc vào chiến lược của mỗi công ty. Nói chung, các loại cho vay này dựa theo giá trị của tài sản đảm bảo. Mức độ đa dạng của sản phẩm, dịch vụ do các công ty tài chính cung cấp.

**Cho vay vốn lưu động (business loan):** Các doanh nghiệp vừa và nhỏ có nhu cầu tài trợ vốn lưu động có thể vay tại các công ty tài chính. Tài sản đảm bảo cho các khoản vay này thường là hàng tồn kho hoặc các khoản phải thu của doanh nghiệp. Cho vay vốn lưu động là một loại cho vay bổ sung bên cạnh các loại tín dụng chính như bao thanh toán hay cho thuê tài chính.



**Cho vay mua doanh nghiệp (Leveraged Buyouts):** Các công ty tài chính đa dạng hóa sản phẩm của họ bằng cách cung cấp khoản vay cho các thương vụ mua doanh nghiệp. Loại cho vay này có mức rủi ro cao hơn cho vay vốn lưu động. Tuy nhiên, các công ty tài chính kỳ vọng vào tỉ suất lợi nhuận lớn. Trong thời kỳ bùng nổ của các giao dịch mua bán và sáp nhập doanh nghiệp (Merges & Acquisitions) các công ty tài chính tham gia sâu hơn vào loại cho vay này.

**Bao thanh toán (Factoring):** công ty tài chính bao thanh toán là loại hình công ty tài chính chuyên ngành, cho vay bằng cách mua chiết khấu các khoản phải thu của doanh nghiệp, sau đó theo dõi và thu hồi nợ. Hoạt động bao thanh toán mang lại nhiều lợi ích và đặc biệt phù hợp với cho vay các công ty trong ngành dệt may tại Mỹ.

**Cho thuê tài chính (Financial Leasing):** Một cách tài trợ vốn khác của công ty tài chính, đó là mua máy móc, thiết bị và cho thuê lại trong nhiều năm. Đặc thù của cho thuê tài chính là cho vay dài hạn hơn. Do vậy, các công ty cho thuê tài chính cần phải quản trị rủi ro thật tốt để hạn chế rủi ro lãi suất, rủi ro thanh khoản do mất cân đối giữa kỳ hạn của tài sản có và tài sản nợ.

- **Cho vay bất động sản (Real estate loans)**

Các công ty tài chính có thể cho vay mua bất động sản để kinh doanh hoặc để ở. Trong bối cảnh tốt của kinh tế vĩ mô và thị trường bất động sản có tính thanh khoản, sản phẩm này giúp công ty tài chính tăng lợi nhuận vì ít rủi ro vỡ nợ. Tuy nhiên, việc cung cấp tín dụng bất động sản dưới chuẩn giai đoạn 2003 - 2006 ở Mỹ là bài học kinh nghiệm cho các công ty tài chính khi thâm nhập vào phân khúc này. (Madura, 2011)

### *9.1.3.2 Nghiệp vụ tài sản nợ*

Khác với ngân hàng thương mại, trong cơ cấu tài sản nợ của các công ty tài chính, tỉ trọng chủ yếu là vốn vay, bao gồm vay ngân hàng, thương phiếu và các giấy tờ có giá khác (Bảng 1). Khả năng huy động vốn của các công ty tài chính ở Mỹ trước hết do luật của liên bang, từng bang hoặc quy định của mỗi địa phương.





• **Huy động vốn vay**

Nguồn vốn vay có thể đến từ các tổ chức tài chính và các nhà đầu tư chứng khoán nợ của các CTTC.

*Vốn vay ngân hàng* (Loans from banks) là nguồn vốn ngắn hạn thường xuyên cho các công ty tài chính. Các công ty tài chính độc lập thường có tỉ lệ vay vốn ngân hàng cao. Bên cạnh đó, các công ty tài chính thương mại có thể vay từ các ngân hàng thương mại với mức lãi suất cao hơn LIBOR. Sau đó các công ty tài chính này bảo hiểm rủi ro lãi suất thông qua hợp đồng quyền chọn và hợp đồng hoán đổi. Hiện nay, các ngân hàng như BMO Harris, Wells Fargo, Capital One chỉ cho vay đối với các công ty tài chính có số vốn chủ sở hữu từ 50 triệu USD trở lên (hoặc có từ 10 năm hoạt động trở lên). Tỉ lệ vốn vay của các công ty tài chính như vậy thường gấp 4 hoặc 5 lần vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, để tăng giá trị các khoản vay mang tính hoàn trả (Recourse debts), các công ty tài chính quy mô lớn ở Mỹ (Như Greatest American) có thể khai thác vốn từ các công ty bảo hiểm. (Chris, 2013)

*Phát hành thương phiếu* (Commercial Papers) là cách thức để các công ty tài chính huy động vốn từ thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, các đợt phát hành thương phiếu không có tài sản đảm bảo chỉ thành công đối với các công ty lớn và có tên tuổi. Các công ty tài chính này có thể chào bán trực tiếp thương phiếu cho các nhà đầu tư. Ngược lại, các công ty tài chính quy mô nhỏ và vừa thường phát hành các thương phiếu được đảm bảo bằng tài sản và chào bán gián tiếp thông qua các ngân hàng đầu tư. (Madura, 2011)

*Phát hành các chứng khoán nợ khác*, đây là nguồn vốn bổ sung của các công ty tài chính. Hiện nay, mức lãi suất của các chứng khoán không kèm quyền khoảng 6% và có kèm quyền thì cao hơn khoảng 0,5% (Chris, 2013). Trên thực tế, lãi suất đi vay có thể cố định hoặc thay đổi tùy theo kết quả phân tích và dự báo của công ty tài chính về diễn biến của lãi suất thị trường trong tương lai.

*Vốn vay không phải hoàn trả* (Non - recourse debts). Đó là khoản vốn có được từ việc bán khoản phải thu cho công ty tài chính khác. Quyền đòi nợ sẽ thuộc về công ty tài chính đã mua khoản nợ. Mức lãi suất của cách thức tài trợ này khoảng 3%/năm, thậm chí thấp hơn. Những khoản đã cho vay của



các công ty tài chính có quy mô lớn và xếp hạng tín dụng ở mức an toàn (Low risk) thường có tính thanh khoản tốt. Trên cơ sở đó, cấu trúc vốn và khả năng tiếp cận đa dạng các nguồn vốn dường như là yếu tố nổi trội ảnh hưởng đến lịch sử rủi ro tín dụng của công ty tài chính. (Chris, 2013)

• **Tạo lập vốn chủ sở hữu**

Các công ty tài chính tùy thuộc loại hình sở hữu có cách tạo lập vốn ban đầu, tăng vốn đáp ứng cho nhu cầu mở rộng hoạt động kinh doanh khác nhau. Theo loại hình doanh nghiệp, vốn góp ban đầu do thành viên sáng lập của công ty trách nhiệm hữu hạn tài chính hoặc cổ đông của công ty cổ phần đóng góp. Sau đó, các thành viên, cổ đông có thể đầu tư thêm vốn vào doanh nghiệp hoặc bổ sung từ lợi nhuận giữ lại.

Như vậy, lợi thế về vốn chủ sở hữu sẽ thuộc về những công ty tài chính cổ phần và những công ty tài chính trực thuộc. Nguồn vốn ổn định và nhạy cảm của các CTTC Mỹ phụ thuộc vào tình hình thị trường cổ phiếu (Best, 2005). Ngoài ra, nguồn vốn chủ sở hữu có thể bổ sung từ lợi nhuận giữ lại. Ưu thế về tăng vốn cổ phần thuộc về các công ty đại chúng.

Thực tế cho thấy, các công ty tài chính Mỹ phụ thuộc vào thị trường cổ phiếu và nguồn vốn từ các tổ chức tài chính. Bởi những nguồn vốn này mang tính chủ động và nhạy cảm nên các công ty tài chính duy trì đòn bẩy nợ thấp và quản trị thanh khoản cẩn trọng hơn (Best, 2005).

Tóm lại, mỗi loại hình công ty tài chính ở mỗi quốc gia có cơ cấu và chất lượng tài sản có, tài sản nợ khác nhau. Ở Việt Nam theo Luật các Tổ Chức Tín Dụng 2010, các công ty tài chính trong nước được huy động tiền gửi của các tổ chức. Điều này cho phép các công ty tài chính dễ dàng hơn trong huy động vốn ngắn hạn khi hệ thống tài chính chưa tạo điều kiện thuận lợi để phát hành thương phiếu. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động lại tập trung ở khối các công ty tài chính một trăm phần trăm vốn nước ngoài. Theo Madura (2011), một trong những yếu tố quan trọng tác động vào tỉ suất sinh lời của các công ty tài chính là khả năng quản trị. Để các công ty tài chính trong nước phát huy đúng vai trò của nó trong hệ thống tài chính, Việt Nam cần tìm phương án phù hợp nhằm tái cấu trúc các tổ chức tín dụng phi ngân hàng này.



465

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## 9.2 CÔNG TY CHO THUÊ TÀI CHÍNH

### 9.2.1 Khái niệm cho thuê tài chính và công ty cho thuê tài chính

*Cho thuê tài chính (financial leasing)* là một trong những hoạt động tài trợ vốn của công ty tài chính, theo đó các công ty tài chính mua máy móc, thiết bị và tiến hành cho các doanh nghiệp thuê lại trong nhiều năm. Một trong những thuận lợi của cho thuê tài chính đó là người cho thuê (công ty tài chính) có thể lấy lại tài sản cho thuê nếu người đi thuê không thanh toán tiền thuê đúng hạn; Việc lấy lại tài sản sẽ dễ dàng hơn là bởi vì người cho thuê vốn dĩ là chủ sở hữu của tài sản đó nên không cần phải chuyển đổi tên người sở hữu (Mishkin and Eakins, 2012). Tại Việt Nam, cho thuê tài chính là hoạt động cấp tín dụng trung và dài hạn trên cơ sở hợp đồng cho thuê tài chính và phải có một trong các điều kiện sau đây<sup>66</sup>:

- Khi kết thúc thời hạn cho thuê theo hợp đồng, bên thuê được chuyển quyền sở hữu tài sản thuê hoặc được tiếp tục thuê theo sự thỏa thuận của hai bên.
- Khi kết thúc thời hạn cho thuê theo hợp đồng, bên thuê được quyền ưu tiên mua tài sản thuê theo giá danh nghĩa thấp hơn giá trị thực tế của tài sản thuê tại thời điểm mua lại.
- Thời hạn cho thuê một loại tài sản ít nhất phải bằng 60% thời gian cần thiết để khấu hao tài sản cho thuê đó.
- Tổng số tiền thuê một loại tài sản quy định tại hợp đồng cho thuê tài chính, ít nhất phải tương đương với giá trị của tài sản đó tại thời điểm ký hợp đồng.

Cho thuê tài chính là hoạt động cấp tín dụng trung hạn, dài hạn trên cơ sở hợp đồng cho thuê tài chính giữa bên cho thuê tài chính với bên thuê tài chính<sup>67</sup>.

- Bên cho thuê tài chính (lender) cam kết mua tài sản<sup>68</sup> cho thuê tài chính theo yêu cầu của bên thuê tài chính và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản

<sup>66</sup> Theo Điều 113, Luật các Tổ chức tín dụng năm 2010.

<sup>67</sup> Theo Khoản 7, 9, 10, Điều 3, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.

<sup>68</sup> Tài sản cho thuê tài chính (gọi tắt là tài sản) có thể là máy móc, thiết bị, hoặc tài sản khác theo quy định của Ngân hàng Nhà nước (Theo Khoản 8, Điều 3, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP).



## Chương 9: Công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

cho thuê tài chính trong suốt thời hạn cho thuê. Bên cho thuê là công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính.

- Bên thuê (leesee) sử dụng tài sản thuê tài chính và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn thuê quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

Cho thuê tài chính có vai trò quan trọng, mang lại lợi ích lớn cho nền kinh tế: (i) Góp phần thu hút vốn đầu tư cho nền kinh tế. (ii) Góp phần thúc đẩy đổi mới công nghệ, thiết bị, cải tiến khoa học kỹ thuật. (iii) Là hình thức tài trợ bổ sung cho các phương thức tín dụng trung và dài hạn. (iv) Góp phần làm đa dạng sản phẩm tài chính, nâng cao năng lực cạnh tranh của các tổ chức tài chính. (v) Đây là hình thức tài trợ có mức rủi ro thấp thích ứng với các doanh nghiệp nhỏ có mức tín nhiệm thấp gặp khó khăn trong việc vay vốn trung và dài hạn của ngân hàng. (vi) Giúp cho bên thuê không bị đọng vốn đầu tư vào tài sản cố định. (vii) Là phương thức tài trợ thuận lợi cho những khoản đầu tư nhanh chóng đáp ứng kịp thời các cơ hội kinh doanh. (viii) Phương thức thanh toán tiền thuê linh hoạt thích ứng với điều kiện sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp.

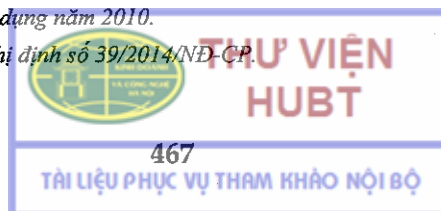
Công ty cho thuê tài chính là một loại hình công ty tài chính chuyên hoạt động trong lĩnh vực cho thuê tài chính. Tại Việt Nam, theo quy định của Luật các Tổ chức tín dụng<sup>69</sup>, công ty cho thuê tài chính là loại hình công ty tài chính có hoạt động chính là cho thuê tài chính. Nghĩa là, công ty cho thuê tài chính là một tổ chức tín dụng phi ngân hàng, có thể được thành lập và hoạt động tại Việt Nam dưới các hình thức sau:

- Công ty cho thuê tài chính trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên.
- Công ty cho thuê tài chính trách nhiệm hữu hạn một thành viên.
- Công ty cho thuê tài chính cổ phần.

Công ty cho thuê tài chính là công ty tài chính chuyên ngành, hoạt động chính là cho thuê tài chính theo quy định, dư nợ cho thuê tài chính phải chiếm tối thiểu 70% tổng dư nợ cấp tín dụng<sup>70</sup>.

<sup>69</sup> Theo Luật các Tổ chức tín dụng năm 2010.

<sup>70</sup> Theo Khoản 5, Điều 3, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.



Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cơ quan quản lý nhà nước về hoạt động cho thuê tài chính, có nhiệm vụ cấp và thu hồi giấy phép thành lập và hoạt động, giám sát và thanh tra hoạt động của các công ty cho thuê tài chính, trình cơ quan nhà nước có thẩm quyền ban hành hoặc ban hành theo thẩm quyền các văn bản quy định về hoạt động cho thuê tài chính

Ở Việt Nam, công ty cho thuê tài chính đầu tiên thành lập năm 1996 là Công ty Cho thuê Tài chính 100% vốn nước ngoài Kexim. Sau đó tháng 3 năm 1998, Công ty Trách nhiệm Hữu hạn Một thành viên Cho thuê Tài chính Ngân hàng Công thương Việt Nam được thành lập<sup>71</sup>.

**Bài đọc thêm**

**QUYỀN VÀ NGHĨA VỤ CỦA CÁC BÊN TRONG CHO THUÊ TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM**

**I-Quyền của bên cho thuê<sup>72</sup>:**

1. Có quyền sở hữu tài sản cho thuê trong suốt thời hạn cho thuê và không bị ảnh hưởng trong trường hợp bên thuê phá sản, giải thể hoặc có tranh chấp, khởi kiện trước Tòa án liên quan đến một bên thứ ba khác. Tài sản cho thuê không được coi là tài sản của bên thuê khi xử lý tài sản để trả nợ cho các chủ nợ khác.
2. Có quyền gắn ký hiệu sở hữu của bên cho thuê trên tài sản cho thuê trong suốt thời hạn cho thuê.
3. Có quyền yêu cầu bên thuê ký cược và các biện pháp bảo đảm khác theo quy định của pháp luật (nếu cần thiết).
4. Có quyền yêu cầu bên thuê cung cấp thông tin về bên cung ứng, báo cáo tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh hàng quý, báo cáo quyết toán tài chính năm và các vấn đề khác có liên quan đến bên thuê và tài sản cho thuê.
5. Có quyền kiểm tra việc quản lý và sử dụng tài sản cho thuê.
6. Chuyển nhượng các quyền và nghĩa vụ của mình trong hợp đồng cho thuê tài chính cho một bên cho thuê tài chính khác (bên cho thuê phải thông báo trước bằng văn bản với bên thuê).

<sup>71</sup> <http://www.sbv.gov.vn>

<sup>72</sup> Theo Điều 17, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.



7. Yêu cầu bên thuê bồi thường thiệt hại khi bên thuê vi phạm các điều khoản, điều kiện theo quy định của hợp đồng cho thuê tài chính.

8. Được chấm dứt hợp đồng cho thuê trước thời hạn và yêu cầu bên thuê thanh toán đầy đủ số tiền thuê còn lại và các chi phí phát sinh do chấm dứt hợp đồng cho thuê tài chính trước hạn do bên thuê vi phạm các điều khoản, điều kiện là căn cứ chấm dứt hợp đồng được quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

9. Có quyền thu hồi tài sản cho thuê khi bên thuê sử dụng, khai thác tài sản trái với quy định của hợp đồng cho thuê tài chính; yêu cầu cơ quan nhà nước có thẩm quyền áp dụng các biện pháp theo quy định của pháp luật để bảo đảm bên cho thuê thực hiện các quyền của chủ sở hữu đối với tài sản cho thuê.

10. Có quyền thu hồi đối với tài sản cho thuê bị hỏng không thể phục hồi, sửa chữa, yêu cầu bên thuê thanh toán tiền thuê còn lại và các chi phí phát sinh đối với việc thu hồi tài sản cho thuê.

11. Các quyền khác theo quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

#### **II-Nghĩa vụ của bên cho thuê<sup>73</sup>:**

1. Đánh giá năng lực tài chính, uy tín của bên cung ứng hoạt động hợp pháp; tài sản cho thuê bao gồm đặc tính kỹ thuật, chủng loại, giá cả, thời hạn giao nhận, lắp đặt, bảo hành; tính khả thi, hiệu quả của dự án đầu tư sản xuất, kinh doanh, các điều kiện về cho thuê tài chính, mục đích sử dụng tài sản cho thuê và khả năng trả nợ của bên thuê.

2. Mua, nhập khẩu tài sản cho thuê theo thỏa thuận của hai bên trong hợp đồng cho thuê tài chính.

3. Đăng ký quyền sở hữu, làm thủ tục mua bảo hiểm đối với tài sản cho thuê theo quy định của pháp luật.

4. Bên cho thuê không chịu trách nhiệm về việc tài sản cho thuê không được giao hoặc giao không đúng với các điều kiện do bên thuê thỏa thuận với bên cung ứng.

5. Thực hiện đầy đủ, đúng các điều khoản, điều kiện khác quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

<sup>73</sup> Theo Điều 18, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.

**III-Quyền của bên đi thuê<sup>74</sup>:**

1. Nhận và sử dụng tài sản thuê theo quy định của hợp đồng cho thuê tài chính.
2. Quyết định việc mua tài sản hoặc tiếp tục thuê sau khi kết thúc thời hạn thuê.
3. Yêu cầu bên cho thuê bồi thường thiệt hại khi bên cho thuê vi phạm các điều khoản, điều kiện theo quy định của hợp đồng cho thuê tài chính.
4. Các quyền khác theo quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

**IV-Nghĩa vụ của bên đi thuê<sup>75</sup>:**

1. Chịu trách nhiệm đối với việc lựa chọn tài sản thuê, bên cung ứng, các điều khoản, điều kiện liên quan đến tài sản thuê bao gồm cả đặc tính kỹ thuật, chủng loại, giá cả, thời hạn giao nhận, lắp đặt, bảo hành tài sản thuê và các điều khoản, điều kiện khác có liên quan đến tài sản thuê.
2. Sử dụng tài sản thuê đúng mục đích đã thỏa thuận trong hợp đồng cho thuê tài chính; không được bán, chuyển quyền sử dụng tài sản thuê cho cá nhân, tổ chức khác, trừ trường hợp bên cho thuê và bên thuê có thỏa thuận khác trong hợp đồng cho thuê tài chính.
3. Cung cấp thông tin về bên cung ứng và các báo cáo tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh hàng quý, báo cáo quyết toán tài chính năm và các vấn đề khác có liên quan đến tài sản thuê theo yêu cầu của bên cho thuê; tạo điều kiện để bên cho thuê kiểm tra tài sản thuê.
4. Trả tiền thuê và thanh toán các chi phí khác có liên quan đến tài sản thuê theo quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.
5. Chịu mọi rủi ro về việc tài sản thuê bị mất, chịu mọi chi phí bảo dưỡng, sửa chữa, thay thế tài sản thuê trong thời hạn thuê và chịu trách nhiệm về mọi hậu quả do việc sử dụng tài sản thuê gây ra đối với tổ chức, cá nhân khác trong quá trình sử dụng tài sản thuê.
6. Không được tẩy, xóa, làm hỏng ký hiệu sở hữu của bên cho thuê gắn trên tài sản thuê.
7. Không được dùng tài sản thuê để thế chấp, cầm cố hoặc để đảm bảo thực hiện nghĩa vụ khác.

<sup>74</sup> Theo Điều 19, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.

<sup>75</sup> Theo Điều 20, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.



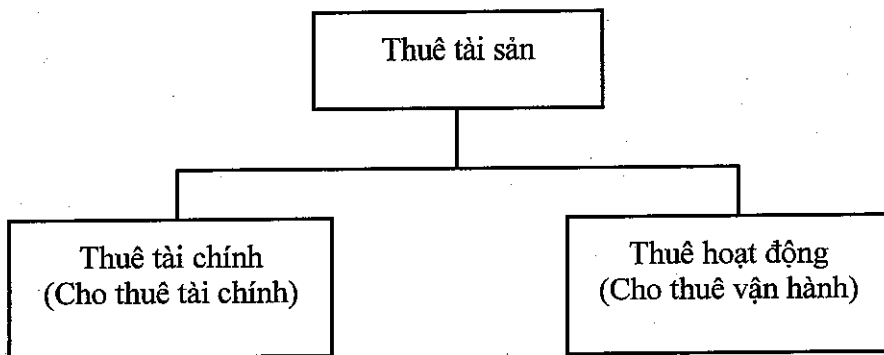


8. Thanh toán đầy đủ số tiền thuê còn lại và các chi phí phát sinh khi tài sản thuê bị mất, hỏng không thể phục hồi, sửa chữa được hoặc khi chấm dứt hợp đồng cho thuê tài chính trước hạn do bên thuê vi phạm các điều khoản, điều kiện là căn cứ chấm dứt hợp đồng được quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

Thực hiện đầy đủ, đúng các điều khoản, điều kiện khác quy định trong hợp đồng cho thuê tài chính.

Về mặt hình thức, cho thuê tài chính cũng là cho thuê tài sản. Tuy nhiên về mặt bản chất, cho thuê tài chính khác với cho thuê tài sản thông thường (gọi là cho thuê hoạt động hay là cho thuê vận hành).

**Sơ đồ 9.1: Mô tả hai loại hình thuê tài sản theo chuẩn mực kế toán Việt Nam**



(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

• **Cho thuê tài chính:** là cho thuê tài sản mà bên cho thuê có sự chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu tài sản cho bên thuê. Quyền sở hữu tài sản có thể chuyển giao vào cuối thời hạn thuê.

- Rủi ro bao gồm khả năng thiệt hại từ việc không tận dụng hết năng lực sản xuất hoặc lạc hậu về kỹ thuật và sự biến động bất lợi về tình hình kinh tế ảnh hưởng đến khả năng thu hồi vốn.

- Lợi ích là khoản lợi nhuận ước tính từ hoạt động của tài sản thuê trong khoảng thời gian sử dụng kinh tế của tài sản và thu nhập ước tính từ sự gia tăng giá trị tài sản hoặc giá trị thanh lý có thể thu hồi được.



## Chương 9: Công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

• *Cho thuê vận hành (còn gọi là cho thuê hoạt động)*: là hình thức cho thuê tài sản, theo đó bên thuê sử dụng tài sản cho thuê của bên cho thuê trong một thời gian nhất định và sẽ trả lại tài sản đó cho bên cho thuê khi kết thúc thời hạn cho thuê tài sản. Bên cho thuê giữ quyền sở hữu tài sản cho thuê và nhận tiền cho thuê theo hợp đồng cho thuê.

- Thuê tài sản được phân loại là thuê tài chính nếu nội dung hợp đồng thuê tài sản thể hiện việc chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu tài sản.

- Thuê tài sản được phân loại là thuê vận hành nếu nội dung của hợp đồng thuê tài sản không có sự chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu tài sản.

Việc phân loại thuê tài chính hay thuê vận hành phải căn cứ vào bản chất các điều khoản ghi trong hợp đồng. Ví dụ các trường hợp thường dẫn đến hợp đồng thuê tài chính là<sup>76</sup>:

- Bên cho thuê chuyển giao quyền sở hữu tài sản cho bên thuê khi hết thời hạn thuê.

- Tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản, bên thuê có quyền lựa chọn mua lại tài sản thuê với mức giá ước tính thấp hơn giá trị hợp lý vào cuối thời hạn thuê.

- Thời hạn thuê tài sản tối thiểu chiếm phần lớn thời gian sử dụng kinh tế của tài sản cho dù không có sự chuyển giao quyền sở hữu.

- Tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản, giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu chiếm phần lớn (tương đương) giá trị hợp lý của tài sản thuê.

- Tài sản thuê thuộc loại chuyên dùng mà chỉ có bên thuê có khả năng sử dụng, không cần có sự thay đổi, sửa chữa lớn nào.

<sup>76</sup> Theo Chuẩn mực kế toán số 6 "Thuê tài sản"



## Chương 9: Công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

Ví dụ: Ngày 1/1/2008, công ty A ký hợp đồng thuê thiết bị của công ty trách nhiệm hữu hạn B trong 3 năm. Thời gian sử dụng hữu ích của thiết bị là 4,5 năm. Giá trị hợp lý của thiết bị tại thời điểm thuê là 500 triệu đồng. Tiền thuê sẽ phải trả 6 tháng một lần bắt đầu từ ngày 1/1/2008. Tiền thuê được trả 6 kỳ mỗi kỳ 80 triệu đồng. Giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu là 460 triệu đồng. Công ty A đã nhận thiết bị vào ngày 1/1/2008.

Trường hợp này được phân loại là thuê tài chính vì:

- Thời hạn thuê tài sản chiếm phần lớn thời gian sử dụng kinh tế của tài sản ( $3/4,5 = 66,67\%$ ) cho dù không có sự chuyển giao quyền sở hữu.
- Tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản, giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu chiếm phần lớn ( $460/500 = 92\%$ ) giá trị hợp lý của tài sản thuê.

Như vậy, khi bắt đầu một hoạt động cho thuê diễn ra giữa hai bên (bên cho thuê và bên đi thuê) một trong những điểm quan trọng cần phải phân biệt rõ đó là hoạt động cho thuê này là cho thuê tài chính hay cho thuê vận hành. Bên cho thuê và bên đi thuê phải xác định rõ thuê tài sản là thuê tài chính hay thuê vận hành ngay tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản. Từ đó chúng ta mới xác định được bản chất của hoạt động này có phải là tài trợ vốn cho doanh nghiệp hay chỉ thuần túy là một hoạt động kinh doanh thông thường.

Tóm lại, chúng ta có thể tổng hợp ở bảng (9.3) một số đặc điểm cơ bản nhằm nhận diện được hoạt động cho thuê đang diễn ra là cho thuê tài chính hay cho thuê vận hành.

**Bảng 9.4: Một số khác biệt giữa cho thuê tài chính và cho thuê vận hành**

Cho thuê tài chính	Cho thuê vận hành
Thời hạn cho thuê tương đối dài so với thời gian hữu dụng của tài sản.	Thời hạn cho thuê ngắn so với thời gian hữu dụng của tài sản.
Bên thuê gánh chịu phần lớn các rủi ro liên quan đến tài sản.	Bên cho thuê gánh chịu phần lớn các rủi ro liên quan đến tài sản.



473

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

THƯ VIỆN  
HUBT

Thông thường, bên cho thuê cam kết bán lại tài sản cho người đi thuê khi kết thúc hợp đồng thuê tài chính.	Không có cam kết bán lại tài sản.
Hiện giá của các khoản chi trả tiền thuê của một hợp đồng thuê mua gần bằng với giá trị của tài sản.	Hiện giá của các khoản chi trả tiền thuê của một hợp đồng thuê mua thông thường nhỏ hơn nhiều so với giá trị của tài sản

## 9.2.2 Các yếu tố trong một giao dịch cho thuê tài chính

### 9.2.2.1 Tiền thuê tài chính và các khoản chi phí liên quan

Tiền thuê tài chính và các khoản chi phí liên quan đến hoạt động cho thuê tài chính<sup>77</sup>:

- Tiền thuê tài chính gồm:

- o Nợ gốc được xác định trên cơ sở giá mua các tài sản cho thuê và các chi phí hợp lý liên quan đến việc mua tài sản đó.
- o Nợ lãi được xác định trên cơ sở dư nợ gốc, lãi suất và thời hạn thuê tài chính.

- Các chi phí khác liên quan đến hoạt động cho thuê tài chính mà bên thuê phải trả cho công ty cho thuê tài chính do hai bên thỏa thuận phù hợp với quy định của pháp luật.

### 9.2.2.2 Lãi suất cho thuê tài chính

Lãi suất cho thuê tài chính là mức lãi suất do công ty cho thuê tài chính thỏa thuận với bên thuê trong hợp đồng cho thuê tài chính.

Tại Việt Nam, mức lãi suất áp dụng đối với các khoản nợ gốc tiền thuê tài chính *quá thời hạn trả nợ* do công ty cho thuê tài chính thỏa thuận với bên thuê trong hợp đồng, nhưng không vượt quá 150% lãi suất cho thuê tài chính

<sup>77</sup> Theo Thông tư số 05/2006/TT-NHNN



áp dụng trong thời hạn cho thuê đã được ký kết hoặc điều chỉnh trong hợp đồng<sup>78</sup>.

Thông thường, có thể có hai loại lãi suất được áp dụng như sau:

- Lãi suất cố định: là lãi suất được thỏa thuận trong hợp đồng và được áp dụng cố định trong suốt thời hạn thuê tài chính.
- Lãi suất thả nổi: là lãi suất biến động được điều chỉnh cho mỗi định kỳ thanh toán, căn cứ vào lãi suất thị trường.

Tại Việt Nam, về mặt kế toán, ta có hai loại lãi suất cần lưu ý<sup>79</sup>:

- Lãi suất ngầm định trong hợp đồng thuê tài chính: là tỉ lệ chiết khấu tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản, để tính giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu và giá trị hiện tại của giá trị còn lại không được đảm bảo để cho tổng của chúng đúng bằng giá trị hợp lý của tài sản thuê. Đây là thông tin nội bộ của bên cho thuê, bên thuê thường khó biết.
- Lãi suất biên đi vay: là lãi suất mà bên thuê sẽ phải trả cho một hợp đồng thuê tài chính tương tự hoặc là lãi suất tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản mà bên thuê sẽ phải trả để vay một khoản cần thiết cho việc mua tài sản với một thời hạn và với một đảm bảo tương tự.

Như vậy, lãi suất biên đi vay chính là lãi suất cho thuê tài chính mà bên thuê sẽ phải trả cho bên cho thuê trong suốt thời hạn thuê, nó có thể là lãi suất cố định hoặc thả nổi tùy vào thỏa thuận của hai bên trên hợp đồng.

### *9.2.2.3 Thời hạn và kỳ hạn cho thuê tài chính*

Thời hạn cho thuê tài chính<sup>80</sup>: là khoảng thời gian tính từ thời điểm bên thuê nhận nợ tiền thuê tài chính cho đến khi trả hết nợ tiền thuê tài chính đã được thỏa thuận ghi trong hợp đồng.

<sup>78</sup> Theo Thông tư số 05/2006/TT-NHNN

<sup>79</sup> Theo Chuẩn mực kế toán số 6 “Thuê tài sản”.

<sup>80</sup> Theo Thông tư số 05/2006/TT-NHNN

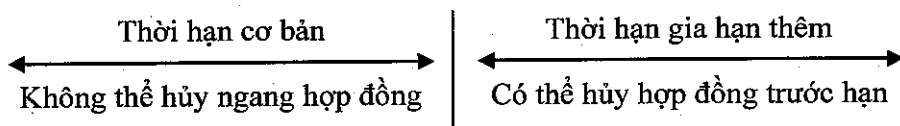


Tại Việt Nam, thời hạn cho thuê không được vượt quá thời hạn hoạt động còn lại ghi trong giấy phép hoặc không vượt quá thời hạn sinh sống và làm việc tại Việt Nam nếu là người nước ngoài.

Thời hạn thuê tài sản gồm có hai giai đoạn như sau:

- Thời hạn cơ bản: là thời hạn được ký lần đầu trong thời hạn thuê mua. Trong thời hạn này, người đi thuê và người cho thuê không được phép hủy ngang.
- Thời hạn gia hạn thêm: là thời hạn mà người đi thuê được thuê tiếp sau khi chấm dứt thời hạn cơ bản. Trong thời hạn này, người thuê có quyền hủy hợp đồng trước thời hạn và trả lại tài sản cho người thuê.

**Sơ đồ 9.2: Sơ đồ mô tả hai giai đoạn của thời hạn thuê tài sản**



Kỳ hạn cho thuê tài chính<sup>81</sup>: là các khoảng thời gian trong thời hạn cho thuê tài chính đã được thỏa thuận trong hợp đồng mà tại cuối mỗi khoảng thời gian đó bên thuê phải trả một phần hoặc toàn bộ số tiền thuê tài chính cho công ty cho thuê tài chính.

*9.2.2.4 Phương thức thanh toán*

Tổng số tiền tài trợ được chia làm hai phần: (i) phần được thu hồi trong thời hạn thuê mua cơ bản, (ii) giá trị còn lại (phần sẽ được thu hồi thông qua việc bán tài sản hay cho thuê tiếp).

Có thể có các phương thức tính số tiền thuê như sau:

- Thanh toán tiền thuê đều đặn giữa các định kỳ.
- o Định kỳ thanh toán đều đặn (tháng, quý, nửa năm, năm).
- o Có thể là đầu kỳ hoặc cuối kỳ.

<sup>81</sup> Theo Thông tư số 05/2006/TT-NHNN



- Thanh toán tiền thuê tăng dần hoặc giảm dần theo thời gian.
- Thanh toán tiền thuê theo thời vụ.
- Thanh toán tiền thuê theo lãi suất thả nổi.

Ta có thể xác định số tiền tài trợ trong trường hợp thanh toán tiền thuê đều đặn giữa các định kỳ bằng phương pháp hiện giá như sau:

- *Trường hợp 1:* Vốn được thu hồi toàn bộ trong thời hạn cho thuê cơ bản và tiền thuê trả cuối mỗi định kỳ: áp dụng công thức hiện giá, chúng ta có:

$$P = \frac{f}{(1+i)^1} + \frac{f}{(1+i)^2} + \dots + \frac{f}{(1+i)^n}$$

Suy ra:

$$f = \frac{P \times i \times (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

- *Trường hợp 2:* Vốn được thu hồi toàn bộ trong thời hạn cho thuê cơ bản và tiền thuê trả đầu mỗi định kỳ: ta có mô hình tính tiền như sau:

$$P = \frac{f}{(1+i)^0} + \frac{f}{(1+i)^1} + \dots + \frac{f}{(1+i)^{n-1}}$$

Suy ra:

$$f = \frac{P \times i \times (1+i)^n}{(1+i)[(1+i)^n - 1]}$$

- *Trường hợp 3:* Vốn tài trợ chưa thu hết trong thời hạn cho thuê cơ bản và tiền thuê trả cuối mỗi định kỳ.

$$P = \frac{f}{(1+i)^1} + \frac{f}{(1+i)^2} + \dots + \frac{f}{(1+i)^n} + \frac{s}{(1+i)^n}$$

Suy ra:

$$f = \frac{[P \times (1+i)^n - s] \times i}{(1+i)^n - 1}$$

- Trường hợp 4: Vốn tài trợ chưa thu hết trong thời hạn cho thuê cơ bản và tiền thuê trả đầu mỗi định kỳ.

$$P = \frac{f}{(1+i)^0} + \frac{f}{(1+i)^1} + \dots + \frac{f}{(1+i)^{n-1}} + \frac{s}{(1+i)^{n-1}}$$

Suy ra:

$$f = \frac{[P \times (1+i)^n - s] \times i}{(1+i) \times [(1+i)^n - 1]}$$

Trong đó:

f: số tiền thuê thanh toán mỗi định kỳ.

P: tổng số tiền tài trợ.

i: lãi suất mỗi định kỳ.

n: số định kỳ.

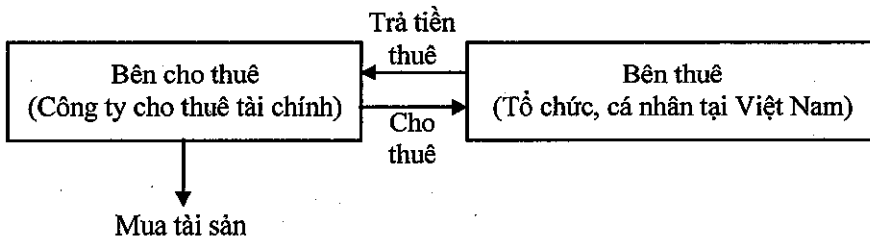
s: là số vốn gốc chưa thu hồi trong thời hạn cơ bản.

### 9.2.3 Các loại hình cho thuê tài chính

#### 9.2.3.1 Cho thuê hai bên

Cho thuê hai bên là hình thức cho thuê tài chính trong đó công ty cho thuê tài chính tiến hành mua tài sản, lập thủ tục chuyển quyền sử dụng tài sản cho bên thuê. Định kỳ, bên thuê thanh toán tiền thuê cho bên cho thuê.

**Sơ đồ 9.3: Sơ đồ mô tả hoạt động cho thuê hai bên**



**9.2.3.2 Cho thuê ba bên**

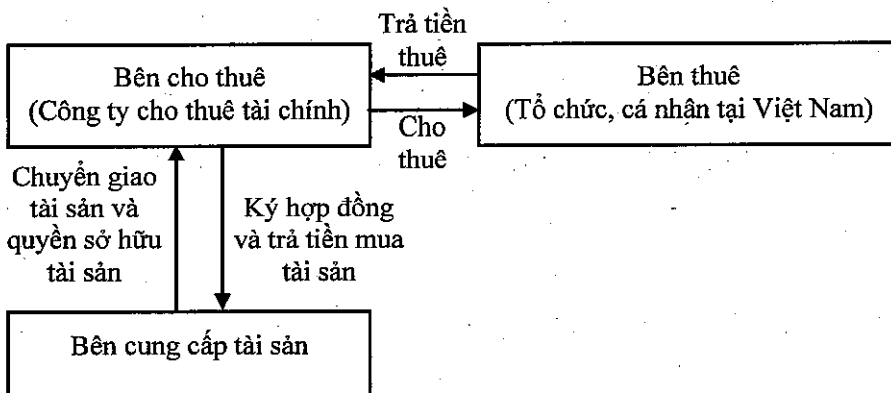
Cho thuê ba bên là hình thức cho thuê tài chính trong đó có sự tham gia của bên thứ ba là bên cung cấp tài sản. Công ty cho thuê tài chính tiến hành ký hợp đồng và trả tiền mua tài sản với bên cung cấp, đồng thời ký hợp đồng cho thuê tài sản với bên thuê.

Bên cung cấp tiến hành chuyển giao tài sản cho bên thuê, đồng thời tiến hành thủ tục chuyển giao quyền sở hữu tài sản cho bên cho thuê.

Bên cho thuê tiến hành thủ tục chuyển giao quyền sử dụng tài sản cho bên thuê.

Bên thuê định kỳ thanh toán tiền thuê cho bên cho thuê.

**Sơ đồ 9.4: Sơ đồ mô tả hoạt động cho thuê ba bên**

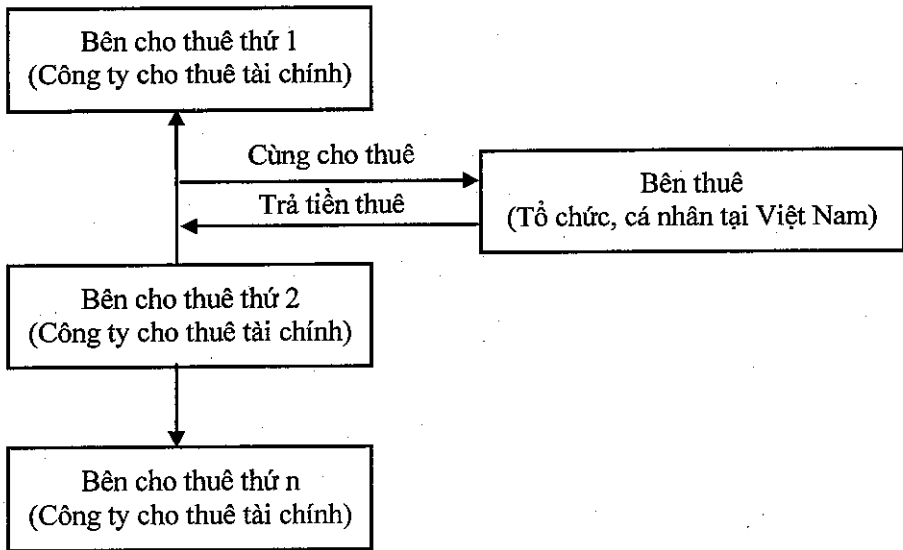




9.2.3.3 Cho thuê đồng tài trợ (cho thuê hợp vốn)

Cấp tín dụng hợp vốn<sup>82</sup> là việc có từ hai tổ chức tín dụng trở lên cùng thực hiện cấp tín dụng đối với khách hàng thông qua các nghiệp vụ cho vay, chiết khấu, cho thuê tài chính, bao thanh toán, bảo lãnh ngân hàng và các nghiệp vụ cấp tín dụng khác.

Sơ đồ 9.5: Sơ đồ mô tả hoạt động cho thuê đồng tài trợ



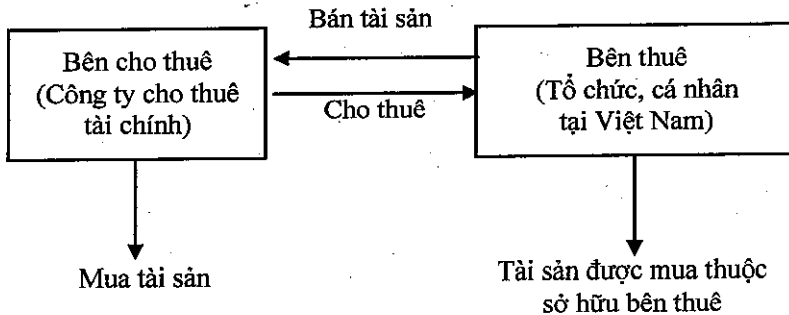
9.2.3.4 Mua và cho thuê lại

Mua và cho thuê lại theo hình thức cho thuê tài chính (gọi tắt là mua và cho thuê lại)<sup>83</sup>: là việc bên cho thuê tài chính mua máy móc, thiết bị hoặc tài sản khác theo quy định của pháp luật thuộc sở hữu của bên thuê và cho bên thuê thuê lại chính tài sản đó theo hình thức cho thuê tài chính để bên thuê tiếp tục sử dụng phục vụ cho hoạt động của mình. Trong giao dịch mua và cho thuê lại, bên thuê đồng thời là bên cung ứng tài sản cho thuê.

<sup>82</sup> Theo Thông tư số 42/2011/TT-NHNN

<sup>83</sup> Theo Khoản 13, Điều 3, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.

Sơ đồ 9.6: Sơ đồ mô tả hoạt động mua và cho thuê lại



Tại Việt Nam, về mặt kế toán<sup>84</sup>, đối với bên thuê, khoản chênh lệch giữa thu nhập bán và giá trị còn lại của tài sản phải phân bổ cho suốt thời gian thuê tài sản. Nó không được ghi nhận ngay là khoản lãi (hoặc lỗ) từ việc bán tài sản, mà phải ghi nhận là thu nhập chưa thực hiện (hoặc chi phí trả trước dài hạn) và phân bổ cho suốt thời gian thuê tài sản. Nếu có chi phí phát sinh ngoài chi phí khấu hao thì được hạch toán vào chi phí sản xuất, kinh doanh trong kỳ.

#### 9.2.4 Các nghiệp vụ của công ty cho thuê tài chính tại Việt Nam

##### 9.2.4.1 Nghiệp vụ tài sản nợ

Công ty cho thuê tài chính có thể huy động vốn từ các nguồn sau<sup>85</sup>:

- Nhận tiền gửi của tổ chức.
- Phát hành chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu, tín phiếu, trái phiếu để huy động vốn của tổ chức.
- Vay vốn của tổ chức tín dụng, tổ chức tài chính trong nước và nước ngoài theo quy định của pháp luật; vay Ngân hàng Nhà nước dưới hình thức tái cấp vốn theo quy định của Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

<sup>84</sup> Theo Chuẩn mực kế toán số 06 "Thuê tài sản".

<sup>85</sup> Theo Điều 112, 114, 115, 116 Luật các Tổ chức tín dụng năm 2010.

- Tiếp nhận vốn ủy thác của Chính phủ, tổ chức, cá nhân để thực hiện hoạt động cho thuê tài chính. Việc tiếp nhận vốn của cá nhân thực hiện theo quy định của Ngân hàng Nhà nước.

*9.2.4.2 Nghiệp vụ tài sản có và các dịch vụ*

Công ty cho thuê tài chính có thể thực hiện các hoạt động sau<sup>86</sup>:

- Cho thuê tài chính.
- Cho vay bổ sung vốn lưu động đối với bên thuê tài chính.
- Cho thuê vận hành với điều kiện tổng giá trị tài sản cho thuê vận hành không được vượt quá 30% tổng tài sản có của công ty cho thuê tài chính.
- Thực hiện hình thức cấp tín dụng khác khi được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận.
- Tham gia đấu thầu tín phiếu Kho bạc do Ngân hàng Nhà nước tổ chức.
- Mua, bán trái phiếu chính phủ.
- Kinh doanh, cung ứng dịch vụ ngoại hối và ủy thác cho thuê tài chính theo quy định của Ngân hàng Nhà nước.
- Làm đại lý kinh doanh bảo hiểm.
- Cung ứng dịch vụ tư vấn trong lĩnh vực ngân hàng, tài chính, đầu tư cho bên thuê tài chính.
- Mua và cho thuê lại.
- Được bán các khoản phải thu từ hợp đồng cho thuê tài chính cho các tổ chức và cá nhân theo quy định của Ngân hàng Nhà nước.

<sup>86</sup> Theo Điều 112, 114, 115, 116 Luật các Tổ chức tín dụng năm 2010 và Điều 16, Nghị định số 39/2014/NĐ-CP.



**9.2.5 Một số nguyên tắc kế toán đối với cho thuê tài chính tại Việt Nam**

Theo Chuẩn mực kế toán Việt Nam số 6:

<b>KHOẢN THANH TOÁN TIỀN THUÊ TỐI THIỂU</b>	
<b>Bên thuê</b>	<b>Bên cho thuê</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Là khoản thanh toán mà bên thuê phải trả cho bên cho thuê về việc thuê tài sản theo thời hạn hợp đồng.</li> <li>- Không bao gồm các khoản chi phí dịch vụ và thuế do bên cho thuê đã trả mà bên thuê phải hoàn lại và tiền thuê phát sinh thêm.</li> <li>- Kèm theo bất cứ giá trị nào được bên thuê hoặc một bên liên quan đến bên thuê đảm bảo thanh toán.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tương tự.</li> <li>- Tương tự.</li> <li>- Cộng với giá trị còn lại của tài sản cho thuê được đảm bảo thanh toán bởi: (i) bên thuê, (ii) một bên liên quan đến bên thuê, (iii) hoặc một bên thứ ba độc lập có khả năng tài chính.</li> </ul>
<p>Nếu trong hợp đồng thuê bao gồm điều khoản:                      Bên thuê được quyền mua lại tài sản thuê với giá thấp hơn giá trị hợp lý vào ngày mua thì khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu bao gồm</p>	
<b>Bên thuê</b>	<b>Bên cho thuê</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiền thuê tối thiểu ghi trong hợp đồng theo thời hạn thuê.</li> <li>- Và khoản thanh toán cần thiết cho việc mua tài sản đó.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tương tự.</li> </ul>
<b>GHI NHẬN TÀI SẢN THUÊ TÀI CHÍNH TRONG BÁO CÁO TÀI CHÍNH</b>	
<b>Bên thuê</b>	<b>Bên cho thuê</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bảng cân đối kế toán: ghi nhận là tài sản và nợ phải trả (ghi theo giá trị hợp lý của tài sản thuê tại thời điểm khởi đầu thuê).</li> <li>+ Nếu giá trị hợp lý &gt; giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu =&gt; ghi theo giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bảng cân đối kế toán: ghi nhận là khoản phải thu (ghi bằng giá trị đầu tư thuần trong hợp đồng cho thuê).</li> <li>+ Vì rủi ro và lợi ích gắn liền với bên thuê nên khoản phải thu ghi nhận là khoản phải thu vốn gốc và doanh thu tài chính từ khoản đầu tư và dịch vụ</li> </ul>



**THƯ VIỆN  
HUBT**

## Chương 9: Công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính

<p>+ Tính giá trị hiện tại với tỉ lệ chiết khấu là lãi suất ngầm định hoặc lãi suất ghi trong hợp đồng. Nếu không xác định được lãi suất ngầm định thì sử dụng lãi suất biên đi vay.</p> <p>- Nợ phải trả: phải phân biệt nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.</p> <p>- Khoản thanh toán tiền thuê chia thành 2 phần: chi phí tài chính (tính theo lãi suất cố định trên dư nợ còn lại định kỳ) và khoản phải trả nợ gốc từng kỳ.</p> <p>- Chi phí trực tiếp phát sinh ban đầu (ví dụ như chi phí đàm phán) ghi vào nguyên giá tài sản đi thuê.</p> <p>+ Nguyên giá của tài sản cố định thuê tài chính không bao gồm số thuế giá trị gia tăng bên cho thuê đã trả (số thuế này bên thuê sẽ phải hoàn lại cho bên cho thuê).</p> <p>- Thuê tài chính sẽ phát sinh chi phí khấu hao và chi phí tài chính cho mỗi kỳ kế toán.</p>	<p>của bên cho thuê.</p> <p>+ Doanh thu tài chính: dựa trên lãi suất định kỳ cố định trên tổng số dư đầu tư thuần cho thuê tài chính.</p> <p>- Doanh thu tài chính phải được phân bổ trong suốt thời gian thuê.</p> <p>- Các khoản thanh toán tiền thuê từng kỳ kế toán được trừ vào đầu tư gộp để làm giảm đi số vốn gốc và doanh thu chưa thực hiện.</p> <p>- Chi phí trực tiếp ban đầu (như tiền hoa hồng và chi phí pháp lý phát sinh khi đàm phán) được ghi nhận vào chi phí trong kỳ khi phát sinh hoặc được phân bổ dần vào chi phí theo thời hạn cho thuê phù hợp với việc ghi nhận doanh thu.</p>
--	--

## TÓM TẮT CHƯƠNG 9

▪ Công ty tài chính là loại hình định chế tài chính phi ngân hàng được hình thành với đặc thù huy động lượng vốn lớn bằng phát hành chứng khoán nhưng cho vay các khoản nhỏ. Ở Việt Nam hiện nay, công ty tài chính có điểm giống ngân hàng thương mại về huy động vốn từ tiền gửi của tổ chức, song khác biệt lớn nhất là không được cung cấp dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt

▪ Cơ bản có ba loại công ty tài chính: công ty tài chính tiêu dùng, công ty tài chính bao thanh toán và công ty cho thuê tài chính. Công ty tài chính tiêu



THƯ VIỆN  
HUBT  
484

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

dùng chuyên cung cấp các khoản cho vay khách hàng cá nhân với lãi suất thường cao hơn các loại cho vay khác. Công ty tài chính bao thanh toán và công ty cho thuê tài chính cung cấp tín dụng doanh nghiệp theo giá trị của các tài sản được tài trợ.

- Công ty tài chính tổng hợp thực hiện được tất cả các nghiệp vụ của ba loại công ty tài chính nêu trên. Các tài sản nợ chính là khoản vay ngân hàng, giá trị thương phiếu và các chứng khoán được phát hành. Các tài sản có chủ yếu là cho vay tiêu dùng, bao thanh toán, cho thuê tài chính, cho vay vốn lưu động, bất động sản và mua lại doanh nghiệp.

- Cho thuê tài chính là nghiệp vụ trong đó các công ty tài chính mua máy móc, thiết bị và tiến hành cho doanh nghiệp thuê lại trong nhiều năm. Ở Việt Nam hiện nay, khi một công ty tài chính có dư nợ cho thuê tài chính tới mức 70% tổng dư nợ cấp tín dụng được gọi là công ty cho thuê tài chính. Cho thuê tài chính là cho thuê tài sản nhưng khác biệt với cho thuê hoạt động bởi bên cho thuê chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu tài sản cho bên thuê.

- Cho thuê tài chính có: (i) Cho thuê hai bên (Công ty tài chính mua tài sản để cho thuê). (ii) Cho thuê ba bên (Bên cho thuê, bên thuê và nhà cung cấp tài sản). (iii) Cho thuê đồng tài trợ (Nhiều công ty tài chính cùng hợp vốn làm bên cho thuê). (iv) Mua và cho thuê lại (Bên cho thuê mua tài sản từ bên thuê và cho thuê lại).

- Công ty cho thuê tài chính ở Việt Nam được nhận khoản tiền gửi của tổ chức và vốn ủy thác của Chính phủ. Nghiệp vụ tài sản có và dịch vụ chủ yếu: cho thuê tài chính, cho vay bổ sung vốn lưu động, cho thuê vận hành, đại lý bảo hiểm, kinh doanh ngoại hối và mua bán trái phiếu chính phủ.

## **CÂU HỎI THẢO LUẬN**

1. Phân biệt sự khác nhau giữa công ty tài chính độc lập và công ty tài chính trực thuộc, công ty tài chính tiêu dùng, công ty tài chính bao thanh toán và công ty cho thuê tài chính.
2. Trình bày nghiệp vụ cụ thể của mỗi loại công ty tài chính theo quy định hiện hành của Việt Nam.
3. So sánh giữa sản phẩm cho vay tiêu dùng của công ty tài chính và của ngân hàng thương mại
4. Mối quan hệ giữa các công ty tài chính với các định chế tài chính khác như thế nào?
5. Phân tích vị trí và vai trò của công ty tài chính trên thị trường tài chính.
6. Cho thuê tài chính là gì? Công ty cho thuê tài chính là gì?
7. Hãy trình bày nghiệp vụ tài sản có, nghiệp vụ tài sản nợ của công ty cho thuê tài chính.
8. Phân biệt sự khác nhau giữa cho thuê tài chính và cho thuê vận hành.
9. Trình bày các yếu tố trong một giao dịch cho thuê tài chính.
10. Hãy nêu một trong những điều kiện mà hoạt động cho thuê tài chính phải đáp ứng.
11. Hãy chọn một trong các loại hình cho thuê tài chính và mô tả bằng sơ đồ về loại hình đó.
12. Trình bày quyền và nghĩa vụ của bên cho thuê hoặc bên thuê (chỉ chọn một bên để trình bày).
13. Theo anh/chị, công ty cho thuê tài chính ra đời mang những lợi ích gì cho nền kinh tế, cho các chủ thể có liên quan?

# CHƯƠNG 10

## QUỸ ĐẦU TƯ

Mục tiêu của chương này là cung cấp các kiến thức cơ bản về quỹ đầu tư. Thông qua chương này, người đọc có thể hiểu và mô tả những nội dung cơ bản về tổ chức và hoạt động của quỹ đầu tư, vai trò của quỹ đầu tư, các loại hình quỹ đầu tư và các nghiệp vụ của quỹ đầu tư như: xây dựng và thiết kế sản phẩm đầu tư, chào bán chứng chỉ quỹ, giá trị tài sản ròng, các loại phí, tổ chức hoạt động đầu tư... Trên cơ sở đó người đọc có thể giải thích vị trí của quỹ đầu tư trong thị trường tài chính và sự liên hệ của nó với các bộ phận khác của hệ thống tài chính, nhận thức về quỹ đầu tư trên góc độ một loại hình đầu tư hay sản phẩm tài chính và trên góc độ của ngành dịch vụ quản lý quỹ. Thông qua việc nghiên cứu tài liệu này đồng thời kết hợp với các hoạt động giảng dạy và học tập khác, sinh viên có khả năng vận dụng các kiến thức trên trong việc xây dựng, thiết kế và điều hành các quỹ đầu tư, đánh giá và lựa chọn các sản phẩm quỹ đầu tư phù hợp.

### 10.1 KHÁI NIỆM, VAI TRÒ CỦA QUỸ ĐẦU TƯ

#### 10.1.1 Khái niệm và đặc điểm của quỹ đầu tư

Quỹ đầu tư (Investment Fund) còn được biết đến với những tên gọi khác như: Công ty đầu tư (Investment Company), Tổ chức tín thác đầu tư (Investment Trust), Quỹ hỗ tương (Mutual Fund)... Trong những năm qua, quỹ đầu tư và ngành công nghiệp quản lý quỹ đã có sự tăng trưởng nhanh chóng. Quỹ đầu tư trở thành một trong những trung gian tài chính với quy mô tài sản lớn nhất cùng với các ngân hàng thương mại và công ty bảo hiểm, đóng một vai trò đáng kể đối với nền kinh tế và thị trường tài chính. Các quỹ đầu tư cũng đã giành được sự tin tưởng của nhà đầu tư, nhu cầu đầu tư vào



487

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



quỹ không ngừng tăng lên. Theo số liệu của Ki yếu Công ty Đầu tư năm 2014<sup>87</sup> của Viện Nghiên Cứu Công ty Đầu Tư (Investment Companies Institute) Hoa Kỳ, tổng tài sản của các quỹ đầu tư trên toàn thế giới tính đến cuối năm 2013 đạt hơn 30.000 tỉ USD. Tại Hoa Kỳ, tổng tài sản mà các quỹ đầu tư có đăng ký quản lý đã tăng từ 3.747 tỉ USD vào năm 1996 lên đến hơn 17.058 tỉ USD vào năm 2013 với hơn 90 triệu nhà đầu tư. Tính đến cuối năm 2013, các quỹ đầu tư đang quản lý 22% tài sản tài chính của các hộ gia đình tại Mỹ, trong khi tỉ lệ này vào năm 1980 là 3%.

Có nhiều định nghĩa khác nhau về quỹ đầu tư, tùy theo các quan điểm và hướng tiếp cận khác nhau.

*Quỹ đầu tư/công ty đầu tư là một trung gian tài chính, nó thực hiện việc bán cổ phần cho công chúng và đầu tư số tiền thu được vào một danh mục đầu tư chứng khoán đa dạng. Mỗi cổ phần phát hành đại diện cho một tỉ lệ lợi ích của danh mục đầu tư chứng khoán mà quỹ đầu tư thay mặt cho các nhà đầu tư quản lý. Loại chứng khoán mà quỹ thực hiện đầu tư phụ thuộc vào mục tiêu đầu tư cụ thể của quỹ. (Fabozzi và Modigliani, 2009)*

*Quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ hình thành từ vốn góp của nhà đầu tư với mục đích kiếm lợi nhuận từ việc đầu tư vào chứng khoán hoặc các dạng tài sản đầu tư khác, kể cả bất động sản, trong đó nhà đầu tư không có quyền kiểm soát hàng ngày đối với việc ra quyết định đầu tư của quỹ<sup>88</sup>.*

*Quỹ đầu tư là một tập hợp các khoản tiền vốn từ những nhà đầu tư được hình thành từ việc phát hành các chứng chỉ huy động vốn (chứng chỉ quỹ đầu tư) để đầu tư vào các công cụ trên thị trường tài chính. (Đào Lê Minh, 2009)*

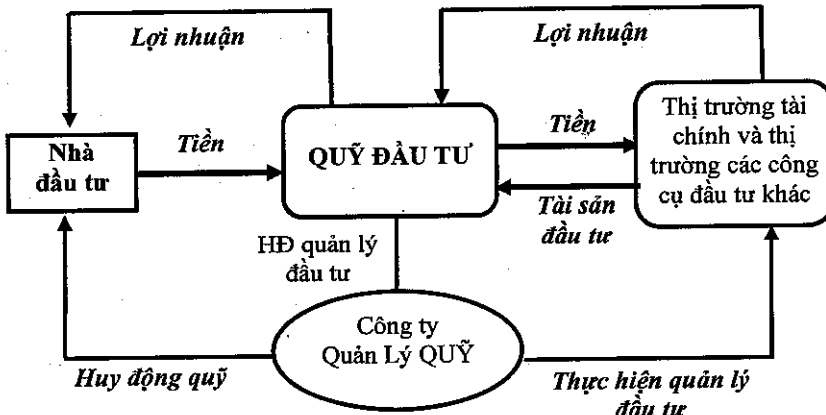
Từ những định nghĩa trên chúng ta có thể rút ra một số vấn đề về nguyên tắc hoạt động và đặc điểm của quỹ đầu tư như sau:

<sup>87</sup> 2014 Investment Companies Fact Book

<sup>88</sup> Luật Chứng Khoán 2007



Sơ đồ 10.1: Mô tả nguyên tắc hoạt động và đặc điểm của quỹ đầu tư



• Các nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân đều có mục tiêu tài chính khác nhau khi tiến hành hoạt động đầu tư. Nhà đầu tư có thể trực tiếp mua và nắm giữ các loại chứng khoán, các tài sản đầu tư hoặc có thể mua chứng chỉ quỹ đầu tư hay góp vốn vào quỹ đầu tư. Như vậy, quỹ đầu tư là tập hợp tiền do các nhà đầu tư đóng góp lại để đầu tư chung. Công đoạn đầu tiên của quá trình quản lý quỹ chính là huy động và thành lập quỹ.

• Quỹ đầu tư dùng số tiền huy động được từ nhà đầu tư tiến hành đầu tư để mang lại lợi nhuận cho quỹ. Không giống như các doanh nghiệp thông thường khác, quỹ đầu tư không đầu tư trực tiếp thông qua việc mua sắm máy móc thiết bị, nguyên vật liệu thuê nhân công để sản xuất hay cung ứng dịch vụ nhằm tạo doanh thu và lợi nhuận. Không thành lập doanh nghiệp mới cũng như mua lại hay sáp nhập các công ty. Quỹ đầu tư chủ yếu đầu tư gián tiếp thông qua việc mua và nắm giữ các loại tài sản tài chính như: cổ phiếu, trái phiếu, các công cụ thị trường tiền tệ, tiền gửi, các công cụ phái sinh, góp vốn mua cổ phần...trong một số trường hợp quỹ đầu tư còn có thể đầu tư vào bất động sản, vàng và hàng hoá. Trong hoạt động đầu tư của mình quỹ đầu tư nắm giữ danh mục đầu tư bao gồm các tài sản tài chính và tài sản đầu tư khác.

- Mỗi quỹ đầu tư có mục tiêu đầu tư và chiến lược đầu tư khác nhau. Việc phân bổ tài sản, lựa chọn các công cụ đầu tư, xây dựng danh mục đầu tư phụ thuộc vào mục tiêu đầu tư của quỹ. Nhà đầu tư có thể lựa chọn đầu tư vào các quỹ đầu tư có mục tiêu đầu tư phù hợp với mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.
- Như vậy, thay vì trực tiếp sở hữu những loại cổ phiếu, trái phiếu cụ thể nào đó, các nhà đầu tư là đồng sở hữu danh mục đầu tư của quỹ. Các nhà đầu tư cùng chia sẻ rủi ro và được hưởng lợi ích từ hoạt động đầu tư của quỹ tương ứng với tỉ lệ góp vốn vào quỹ. Tùy thuộc vào đặc điểm và điều lệ của quỹ nhà đầu tư có thể có những quyền nhất định trong việc điều hành và giám sát hoạt động của quỹ.
- Quỹ đầu tư được quản lý một cách chuyên nghiệp bởi ban quản lý của mình hoặc thông qua công ty quản lý quỹ. Phần lớn các quỹ đầu tư trên thế giới được quản lý bởi các công ty quản lý quỹ. Quyền lợi và nghĩa vụ của quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ được ràng buộc bởi hợp đồng quản lý đầu tư hay hợp đồng ủy thác đầu tư giữa hai bên. Công ty quản lý quỹ thực hiện việc quản lý đầu tư theo hợp đồng và được hưởng các khoản phí do quỹ đầu tư chi trả.
- Cơ cấu và hoạt động của quỹ đầu tư có thể nảy sinh các xung đột lợi ích khi các nhà đầu tư ủy thác và giao quyền quản lý tài sản cho ban giám đốc hoặc công ty quản lý quỹ. Các quỹ đầu tư thường phải đăng ký và chịu sự giám sát của các cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán (Ủy ban chứng khoán quốc gia). Ngoài ra còn có các tổ chức khác tham gia vào quá trình quản lý và giám sát hoạt động của quỹ nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư như: ngân hàng lưu ký, ngân hàng giám sát, cơ quan kiểm toán độc lập.

### 10.1.2 Vai trò của quỹ đầu tư

Sự phát triển mạnh mẽ của quỹ đầu tư và ngành công nghiệp quản lý quỹ trong thời gian qua đã phần nào cho thấy những vai trò và lợi ích của nó. Để thu hút được nhà đầu tư góp vốn vào quỹ hay mua chứng chỉ quỹ, quỹ đầu tư cần phải trả lời được câu hỏi quỹ đầu tư có thể mang lại những lợi ích gì cho các



nhà đầu tư, nhà đầu tư có lợi ích gì hơn so với việc trực tiếp mua và nắm giữ các tài sản đầu tư. Với tư cách là một trung gian tài chính, quỹ đầu tư có thể mang lại nhà đầu tư một số lợi ích căn bản như sau:

- **Giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hoá danh mục đầu tư**

Vai trò đầu tiên và nổi bật của quỹ đầu tư chính là giúp các nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hoá danh mục đầu tư. Đa dạng hoá danh mục đầu tư là một quá trình kết hợp các tài sản đầu tư, các chứng khoán vào một danh mục đầu tư với mục đích làm giảm tổng tỉ lệ rủi ro mà không phải hy sinh hoặc hy sinh ở mức độ tối thiểu tỉ suất lợi nhuận của danh mục đầu tư. Nhiều nghiên cứu cho thấy, phần lớn rủi ro là có thể loại trừ nhờ việc đa dạng hóa. Ảnh hưởng giống nhau của đa dạng hóa danh mục đầu tư là danh mục đầu tư càng lớn thì độ lệch chuẩn càng có xu hướng giảm trong khi lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư là không thay đổi. Việc đầu tư vào một danh mục đa dạng các chứng khoán và tài sản đầu tư khác nhau giúp ta có thể loại bỏ được rủi ro không hệ thống (Specific Risk) mà không phải hy sinh hoặc chỉ hy sinh lợi nhuận ở mức độ tối thiểu. Do vậy, đa dạng hóa danh mục đầu tư bao giờ cũng là nguyên tắc đầu tư quan trọng đặc biệt đối với các nhà đầu tư tổ chức như: các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ hưu bổng, ngân hàng...Hiểu một cách đơn giản “Không bỏ tất cả trứng vào một giỏ”. Đa dạng hoá giúp tạo lập danh mục đầu tư ổn định và cân bằng ngay cả khi trường hợp xấu nhất có sự sụt giảm nghiêm trọng của một số loại chứng khoán trong danh mục. Các quỹ đầu tư với quy mô đầu tư lớn thường có nhiều thuận lợi trong việc tận dụng những lợi ích và hiệu quả của đa dạng hoá trên nhiều phương diện khác như: đa dạng hoá về số lượng chứng khoán trong danh mục, đa dạng hoá về loại tài sản đầu tư, về ngành đầu tư, về thị trường đầu tư...Đây là những điều mà các nhà đầu tư nhỏ lẻ rất khó thực hiện với danh mục đầu tư riêng của mình.

- **Quản lý chuyên nghiệp**

Quỹ đầu tư được quản lý bởi đội ngũ quản lý quỹ chuyên nghiệp bao gồm những chuyên gia được đào tạo căn bản, có nhiều kiến thức, kinh nghiệm và kỹ năng về thị trường tài chính và hoạt động đầu tư tài chính. Các chuyên gia dành nhiều thời gian tập



491

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

ơ hội đầu tư một cách kỹ lưỡng, họ luôn theo sát diễn biến của thị trường để đưa ra những quyết định đầu tư và điều chỉnh phù hợp. Bên cạnh những con người chuyên nghiệp các quỹ đầu tư còn có quy trình và phương pháp đầu tư chuyên nghiệp từ tìm kiếm cơ hội đầu tư, phân tích đánh giá, ra quyết định đầu tư, quản trị, quản lý rủi ro... nhằm gia tăng hiệu quả đầu tư và hạn chế những rủi ro do yếu tố cảm tính. Trong một số trường hợp, quỹ đầu tư với đội ngũ các quản trị viên chuyên nghiệp có thể tăng cường giám sát và hỗ trợ các công ty phát hành trong việc tái cấu trúc, nâng cao chất lượng quản trị, nâng cao tính minh bạch làm gia tăng giá trị doanh nghiệp một cách chủ động. Đây là những ưu điểm nổi bật của các quỹ đầu tư, điều mà các nhà đầu tư nhỏ lẻ không có đủ thời gian và khả năng để thực hiện. Có thể nói quản lý chuyên nghiệp là lợi ích quan trọng nhất mà các quỹ đầu tư mang lại, đây cũng chính là điểm tạo ra sự khác biệt giữa các quỹ đầu tư.

• **Giảm chi phí hoạt động**

Do quy mô của các khoản đầu tư của quỹ thường tương đối lớn, nên các chi phí liên quan như: chi phí nghiên cứu, chi phí thông tin, chi phí giao dịch, phí môi giới... trên cùng một số tiền đầu tư thường thấp hơn đáng kể so với các khoản đầu tư nhỏ lẻ. Thông thường với tư cách là nhà đầu tư lớn, quỹ có thể có nhiều lợi thế khi thương lượng về giá đối với các tổ chức phát hành trong trường hợp phát hành riêng lẻ.

• **Tăng khả năng tiếp cận cơ hội đầu tư thông qua vai trò trung gian về mệnh giá**

Một số thị trường đầu tư như bất động sản, trái phiếu, công cụ thị trường tiền tệ, vốn cổ phần riêng lẻ (Private Equity) thường có giá trị các khoản đầu tư tương đối lớn. Tại Mỹ, các công cụ thị trường tiền tệ thường có mệnh giá lớn hơn 100.000 USD. Một giao dịch vốn cổ phần riêng lẻ thường có giá trị tối thiểu khoảng vài triệu USD, một dự án đầu tư bất động sản cũng thường có giá trị hàng chục triệu USD trở lên. Điều đó tạo ra một rào cản lớn, ngăn trở các nhà đầu tư nhỏ lẻ trực tiếp tham gia vào các thị trường này. Khi các nhà đầu tư tập hợp lại trong một quỹ đầu tư với quy mô lớn hơn, nó có thể dễ dàng vượt qua rào cản về quy mô để tham gia vào thị trường đầu tư này.



• **Tăng tính thanh khoản thông qua vai trò trung gian về thanh khoản**

Ngoại trừ cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hoá lớn, việc đầu tư trực tiếp vào các công cụ khác đều có thể gặp những vấn đề nhất định về thanh khoản. Các nhà đầu tư nắm giữ các loại trái phiếu hay công cụ thị trường tiền tệ có thể phải gánh chịu những khoản chi phí hay những khoản tiền phạt lớn khi muốn thanh toán các công cụ này trước hạn. Các nhà đầu tư nắm giữ bất động sản, vốn cổ phần riêng lẻ, cổ phiếu có giá trị vốn hoá nhỏ cũng sẽ gặp nhiều khó khăn khi muốn bán các khoản đầu tư này. Khi đầu tư vào quỹ đầu tư, nhà đầu tư có thể dễ dàng trực tiếp mua bán các chứng chỉ quỹ với quỹ trong trường hợp quỹ mở hoặc có thể dễ dàng mua bán chứng chỉ quỹ trên thị trường thứ cấp trong trường hợp quỹ đóng. Các nhà đầu tư vào quỹ đầu tư có thể chuyển khoản đầu tư của mình thành tiền mặt một cách nhanh chóng với chi phí thấp. Các chứng chỉ quỹ thường có tính thanh khoản tốt hơn so với các công cụ đầu tư riêng lẻ, quỹ đầu tư giúp nhà đầu tư gia tăng tính thanh khoản của khoản đầu tư thông qua vai trò trung gian thanh khoản của mình.

Ở góc nhìn vĩ mô, quỹ đầu tư cũng là một trung gian tài chính quan trọng, có vai trò to lớn đối với sự phát triển của toàn bộ hệ thống tài chính. Tại các quốc gia có thị trường tài chính phát triển như Hoa Kỳ và Châu Âu, các quỹ đầu tư thường chỉ đứng sau hoặc thậm chí ngang bằng các ngân hàng thương mại nếu xét về quy mô tổng tài sản. Quỹ đầu tư có một số vai trò quan trọng như: Góp phần tăng lượng cung cầu và hàng hóa giao dịch trên thị trường chứng khoán; Tăng cường tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư, góp phần ổn định thị trường chứng khoán; là một trong những kênh huy động vốn hiệu quả, là phương tiện hữu hiệu thúc đẩy tiết kiệm của cá nhân, hộ gia đình.

## 10.2 CÁC LOẠI HÌNH QUỸ ĐẦU TƯ

Trên thực tế có nhiều loại hình quỹ đầu tư và được gọi dưới những thuật ngữ khác nhau. Các loại hình này có những đặc điểm và tính chất khác nhau, dựa trên những tiêu chí phân loại khác nhau.



THƯ VIỆN  
HUBT

493

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

### 10.2.1 Phân loại quỹ đầu tư theo nguồn vốn huy động

- **Quỹ đầu tư đại chúng (Public Fund):** còn được gọi là quỹ đầu tư công chúng hay quỹ đầu tư tập thể là quỹ huy động vốn bằng cách phát hành chứng chỉ quỹ rộng rãi ra công chúng. Khái niệm phát hành ra công chúng được định nghĩa bởi luật chứng khoán của từng quốc gia. Tuy nhiên, hiểu một cách chung nhất, quỹ đại chúng sẽ phát hành chứng chỉ quỹ cho một số lượng lớn nhà đầu tư, sử dụng các phương tiện thông tin đại chúng trong việc quảng bá phát hành, những người đầu tư có thể là cá nhân hay tổ chức nhưng đa phần là các nhà đầu tư có quy mô đầu tư nhỏ, không có nhiều kinh nghiệm và kiến thức đầu tư chuyên nghiệp.

*Quỹ đại chúng là quỹ đầu tư chứng khoán thực hiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng.*

*Quỹ thành viên là quỹ đầu tư chứng khoán có số thành viên tham gia góp vốn không vượt quá ba mươi thành viên và chỉ bao gồm thành viên là pháp nhân.*

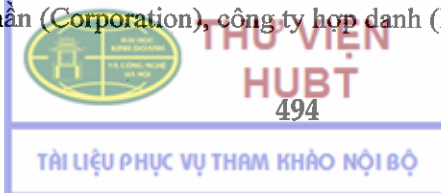
*(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH 11)*

- **Quỹ đầu tư thành viên (Member Fund):** quỹ thành viên huy động vốn bằng phương thức phát hành riêng lẻ cho một nhóm nhỏ các nhà đầu tư, thường là các nhà đầu tư chuyên nghiệp như các định chế tài chính, các tập đoàn kinh tế lớn hay các cá nhân có giá trị tài sản lớn. Các nhà đầu tư góp vốn vào các quỹ thành viên thường với tỉ lệ góp vốn lớn và đổi lại, họ có thể tham gia vào trong việc kiểm soát hoạt động đầu tư của quỹ. Các quỹ thành viên thường chấp nhận khả năng thanh khoản thấp hơn so với quỹ đại chúng.

Như vậy quỹ đại chúng và quỹ thành viên khác nhau căn bản về số lượng và đặc điểm của các nhà đầu tư tham gia góp vốn. Trong đó quỹ đại chúng thường phổ biến hơn và được luật pháp các nước điều chỉnh và giám sát một cách chặt chẽ hơn so với quỹ thành viên theo nguyên tắc bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư nhỏ.

### 10.2.2 Phân loại quỹ đầu tư theo hình thức pháp lý

Quỹ đầu tư có thể được tổ chức dưới nhiều hình thức pháp lý khác nhau như: công ty cổ phần (Corporation), công ty hợp danh (Partnership), công ty trách





nhiệm hữu hạn (Limited Liability Company), hay các tổ chức tín thác (Business Trust). Luật pháp các nước có thể quy định về hình thức pháp lý của các quỹ đầu tư bao gồm một, một số hoặc tất cả các hình thức pháp lý này. Tuy nhiên, quỹ đầu tư được tổ chức phổ biến nhất dưới hai mô hình: quỹ đầu tư dạng công ty và quỹ đầu tư dạng hợp đồng.

• **Mô hình quỹ đầu tư dạng công ty (Corporate Funds)**

Quỹ đầu tư dạng công ty được tổ chức như một công ty cổ phần theo quy định của luật doanh nghiệp từng quốc gia. Quỹ tạo vốn bằng cách phát hành cổ phiếu cho người đầu tư, những người sở hữu cổ phiếu của công ty trở thành các cổ đông, họ có đầy đủ quyền và nghĩa vụ của cổ đông theo quy định. Theo mô hình này quỹ đầu tư là một pháp nhân đầy đủ. Hội đồng quản trị (Board of Directors) do các cổ đông bầu ra là cơ quan điều hành cao nhất của quỹ, có nhiệm vụ quản lý và giám sát toàn bộ hoạt động của quỹ, lựa chọn công ty quản lý quỹ và các tổ chức cung cấp dịch vụ khác.

Công ty quản lý quỹ hoạt động như một nhà tư vấn đầu tư (Investment Adviser), chịu trách nhiệm tìm kiếm cơ hội đầu tư, nghiên cứu phân tích đầu tư, quản lý danh mục đầu tư theo mục tiêu và chính sách đầu tư đã được thông qua.

• **Mô hình quỹ đầu tư dạng hợp đồng (Contractual Fund)**

Đây là mô hình quỹ tín thác đầu tư. Theo mô hình này, quỹ đầu tư không phải là pháp nhân đầy đủ, mà chỉ đơn giản là một khối lượng vốn nhất định do người đầu tư đóng góp lại để đầu tư một cách chuyên nghiệp. Trong đó công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát đóng vai trò rất quan trọng trong hoạt động của quỹ. Công ty quản lý quỹ thực hiện các bước chuẩn bị cho việc thành lập quỹ, tiến hành việc huy động quỹ, thực hiện đầu tư theo các mục tiêu và chính sách đầu tư đã được thông qua trong điều lệ quỹ. Quan hệ giữa quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ được xác lập bởi hợp đồng uỷ thác giữa hai bên. Ngân hàng giám sát có nhiệm vụ lưu giữ bảo đảm an toàn tài sản của quỹ, giám sát hoạt động của công ty quản lý quỹ nhằm đảm bảo việc tuân thủ pháp luật và điều lệ quỹ.



“Quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ hình thành từ vốn góp của nhà đầu tư với mục đích kiếm lợi nhuận từ việc đầu tư vào chứng khoán hoặc các dạng tài sản đầu tư khác, kể cả bất động sản, trong đó nhà đầu tư không có quyền kiểm soát hàng ngày đối với việc ra quyết định đầu tư của quỹ.

(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH11)

Công ty đầu tư chứng khoán là quỹ đầu tư chứng khoán được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần. (Nghị định Số 58/2012/NĐ-CP)

Như vậy có thể hiểu tại Việt Nam cùng tồn tại quỹ đầu tư dạng công ty được gọi là công ty đầu tư chứng khoán và quỹ đầu tư chứng khoán chính là mô hình quỹ đầu tư dạng hợp đồng.

### 10.2.3 Phân loại quỹ đầu tư đại chúng theo cấu trúc vận động

#### • Quỹ đầu tư dạng đóng (Closed – End Fund)

Quỹ đầu tư dạng đóng thường có các đặc trưng cơ bản như sau:

- Quỹ đóng không phát hành cổ phần/chứng chỉ của quỹ một cách liên tục. Quỹ đóng chỉ thực hiện phát hành chứng chỉ quỹ một lần với một số lượng chứng chỉ quỹ nhất định thông qua một đợt chào bán ra công chúng (IPO), nhằm huy động một quy mô vốn xác định.
- Chứng chỉ quỹ đóng là không được hoàn lại (Nonredeemable) quỹ không có trách nhiệm mua lại chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư trước thời hạn kết thúc hay giải thể quỹ.
- Sau khi phát hành lần đầu chứng chỉ quỹ sẽ được giao dịch trên thị trường thứ cấp, có thể được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán hoặc giao dịch trên thị trường OTC. Giá chứng chỉ quỹ giao dịch trên thị trường được quyết định bởi cung cầu thị trường, có thể cao hơn hoặc thấp hơn giá trị tài sản ròng của quỹ.
- Nhà đầu tư muốn đầu tư vào quỹ hoặc rút vốn ra khỏi quỹ sẽ giao dịch trên thị trường thứ cấp. Quy mô vốn của quỹ được giữ ổn định suốt thời gian hoạt động của quỹ. Quỹ đóng thường có khả năng đầu tư vào những tài sản có tính thanh khoản thấp nhiều hơn so với quỹ mở.



THƯ VIỆN  
HUBT  
496

- Thông thường cả quỹ đầu tư dạng đóng được quản lý bởi các công ty quản lý quỹ chuyên nghiệp (Investment Adviser) và được gọi là quỹ đầu tư được quản lý (Managed Funds).

• **Quỹ đầu tư dạng mở (Open – End – Fund)**

Thường được gọi là quỹ hỗ tương (Mutual Fund) là quỹ có thường có các tính đặc trưng như sau:

- Quỹ mở sẵn sàng phát hành chứng chỉ quỹ mới một cách liên tục, nhà đầu tư có thể đầu tư vào quỹ bằng việc mua chứng chỉ quỹ mới do quỹ phát hành tại bất cứ thời điểm nào. Nhà đầu tư chỉ có thể mua chứng chỉ quỹ trực tiếp từ quỹ hoặc thông qua các nhà môi giới của quỹ, không thể mua từ các nhà đầu tư khác trên thị trường thứ cấp.

- Chứng chỉ quỹ mở hỗ tương là được hoàn lại (Redeemable). Quỹ có trách nhiệm mua lại chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư. Bất cứ lúc nào nhà đầu tư cũng có thể rút vốn bằng cách bán lại chứng chỉ trực tiếp cho quỹ.

- Chứng chỉ của quỹ không được giao dịch trên thị trường thứ cấp nhà đầu tư chỉ có thể mua bán chứng chỉ quỹ trực tiếp với quỹ hoặc các nhà môi giới của quỹ. Giá mua bán chứng chỉ quỹ dựa trên cơ sở giá trị tài sản ròng (NAV) trên một đơn vị quỹ. Giá bán cổ phần quỹ (Offer Price) bằng giá trị tài sản ròng (NAV) của quỹ cộng với một khoản phí phát hành (Sales load) theo quy định. Giá mua lại (Bid Price) bằng NAV của quỹ trừ đi một khoản phí mua lại theo quy định (Redemption fee).

- Như vậy do đặc tính của quỹ mở, quy mô vốn của quỹ có thể tăng giảm liên tục tùy thuộc vào dòng tiền đầu tư mới vào quỹ hay rút ra khỏi quỹ. Quỹ thường có những hạn chế trong việc đầu tư vào những tài sản có tính thanh khoản thấp và phải duy trì một tỉ lệ nhất định những tài sản có tính thanh khoản cao để đảm bảo khả năng thanh khoản.

- Giống như quỹ đầu tư dạng đóng, quỹ mở cũng thường được quản lý bởi các công ty quản lý quỹ chuyên nghiệp (Investment adviser) và được gọi là quỹ đầu tư được quản lý (managed funds).



497

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

• Đơn vị tín thác đầu tư (Unit Investment Trusts - UITs)

Cùng với quỹ đầu tư dạng đóng và quỹ đầu tư dạng mở, đơn vị tín thác đầu tư (UITs) là một trong ba loại hình cơ bản của quỹ đầu tư. UITs có thường có những đặc tính cơ bản như sau:

- UITs là một tập hợp tiền của nhiều nhà đầu tư đầu tư vào một danh mục đầu tư cố định trong suốt thời gian hoạt động của quỹ. Danh mục đầu tư của UITs có thể có nhiều loại tài sản khác nhau, nhưng chủ yếu là danh mục đầu tư trái phiếu.

- Ban đầu các nhà tài trợ (Sponsor) thường là các công ty môi giới hoặc là các tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ mua một danh mục đầu tư chứng khoán nhất định và ký gửi vào một quỹ tín thác (trust), sau đó chia nhỏ thành các cổ phần hoặc đơn vị quỹ (units) và phân phối cho các nhà đầu tư. Những chứng chỉ quỹ này được hoàn lại (Redeemable Trust Certificates), UITs có mua lại đơn vị quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư tại mức giá xấp xỉ giá trị tài sản ròng của quỹ.

- Cũng giống như quỹ đầu tư dạng đóng, UITs chỉ thực hiện việc phát hành chứng chỉ quỹ một lần với một số lượng chứng chỉ quỹ xác định. Tuy nhiên, nhiều nhà tài trợ (Sponsors) cũng cố gắng duy trì thị trường thứ cấp cho UITs bằng cách cho phép nhà đầu tư bán lại các chứng chỉ quỹ cho nhà tài trợ và bán chứng chỉ quỹ cho các nhà đầu tư có nhu cầu đầu tư vào quỹ.

- UITs có một thời hạn đầu tư được xác định ngay khi thành lập, trong trường hợp UITs đầu tư vào trái phiếu thời hạn của UITs thường được xác định bằng với thời gian đáo hạn của các trái phiếu trong danh mục. Kết thúc thời hạn này các tài sản trong danh mục đầu tư sẽ được thanh lý để hoàn trả lại tiền cho nhà đầu tư.

- Danh mục đầu tư của UITs được duy trì cố định, không có các giao dịch chủ động trong suốt thời hạn đầu tư của quỹ. Do vậy, UITs không cần sự quản lý của các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp (Investment Adviser) và được gọi là các quỹ đầu tư không được quản lý (Unmanaged Funds).



Trên đây là những loại hình cơ bản của quỹ đầu tư xét theo cấu trúc vận động của quỹ. Luật pháp của các quốc gia có thể quy định về cấu trúc của quỹ đầu tư dựa trên một số hoặc tất cả các loại hình này, hoặc sẽ có những đặc tính pha trộn giữa ba loại hình này. Tại các thị trường tài chính đã phát triển, quỹ mở có quy mô lớn nhất và đóng một vai trò quan trọng nhất. Tại Mỹ, tổng tài sản do các quỹ mở quản lý chiếm tới 97% tổng tài sản được quản lý bởi các quỹ đầu tư. Các thị trường tài chính mới thường bắt đầu bằng việc triển khai quỹ đầu tư dạng đóng, quỹ mở thường được triển khai sau một giai đoạn phát triển nhất định.

*Quỹ mở là quỹ đại chúng mà chứng chỉ quỹ đã chào bán ra công chúng phải được mua lại theo yêu cầu của nhà đầu tư.*

*Quỹ đóng là quỹ đại chúng mà chứng chỉ quỹ đã chào bán ra công chúng không được mua lại theo yêu cầu của nhà đầu tư.*

*(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH 11)*

Như vậy sự phân biệt giữa quỹ đóng và quỹ mở chủ yếu dựa trên nghĩa vụ mua lại chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư. Trên thực tế sau hơn 15 năm hoạt động, thị trường chứng khoán Việt Nam đã triển khai mô hình quỹ thành viên, quỹ đại chúng dạng đóng và quỹ đại chúng dạng mở. Quỹ đóng có quy mô vốn điều lệ xác định, mệnh giá chứng chỉ quỹ là 10.000 đồng, lấy vốn điều lệ chia cho mệnh giá chứng chỉ quỹ ta sẽ có số lượng chứng chỉ quỹ phát hành. Công ty quản lý quỹ thực hiện chào bán chứng chỉ quỹ để huy động vốn cho quỹ. Mỗi quỹ đầu tư có thời gian hoạt động nhất định, chứng chỉ quỹ đã chào bán không được mua lại theo yêu cầu của nhà đầu tư trước thời hạn thanh lý, giải thể quỹ. Nếu điều lệ quỹ có quy định và được sự chấp thuận của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, quỹ đóng có thể thực hiện việc chào bán thêm chứng chỉ quỹ ra công chúng để tăng vốn. Chứng chỉ quỹ đóng chỉ được phát hành cho nhà đầu tư hiện hữu của quỹ thông qua phát hành quyền mua chứng chỉ quỹ đóng được chuyển nhượng. Trong giai đoạn đầu, hầu hết các quỹ đầu tư được thành lập dưới hình thức quỹ đầu tư dạng đóng, có một số quỹ đóng đã được niêm yết và giao dịch tại Sở giao dịch



THƯ VIỆN  
HUBT

499

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chứng khoán TP. Hồ Chí Minh như: VF1, VF2, VF4, VFA (do công ty Quản lý quỹ Việt Nam quản lý), Quỹ tăng trưởng Manulife (Công ty Quản lý quỹ Manulife quản lý), Quỹ cân bằng Prudential (Công ty Quản lý quỹ Prudential quản lý). Ngày 16/12/2011, Bộ Tài chính đã ban hành thông tư số 183/2011/TT-BTC về việc thành lập và quản lý quỹ mở. Sau đó một số quỹ đóng như VF1, VF4 đã chuyển đổi mô hình thành quỹ đầu tư dạng mở, một số quỹ đầu tư dạng mở mới được thành lập như Quỹ Đầu Tư Cổ Phiếu Manulife do Công ty Quản lý quỹ Manulife quản lý, Quỹ Đầu Tư Cổ Phiếu Hàng Đầu VCBF và Quỹ Đầu Tư Cân Bằng Chiến Lược VCBF do công ty Quản lý quỹ Vietcombank quản lý.

#### 10.2.4 Phân loại quỹ đầu tư theo mục tiêu đầu tư và chính sách phân bổ tài sản

- **Quỹ đầu tư cổ phiếu (Stock Funds - Equity Fund)**

Quỹ đầu tư cổ phiếu là quỹ tập trung đầu tư vào cổ phiếu, phần lớn tài sản của quỹ được phân bổ vào cổ phiếu. Loại cổ phiếu mà quỹ lựa chọn đầu tư tùy thuộc vào mục tiêu, chính sách và chiến lược đầu tư của quỹ. Quỹ có thể tập trung đầu tư vào nhóm cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn, nhóm cổ phiếu có giá trị vốn hoá nhỏ nhóm cổ phiếu tăng trưởng, nhóm cổ phiếu giá trị hay tập trung vào cổ phiếu của những ngành nhất định.

- **Quỹ đầu tư trái phiếu (Bond Fund)**

Quỹ đầu tư trái phiếu là quỹ tập trung đầu tư vào công cụ đầu tư có lợi suất cố định (Fixed Income), phần lớn tài sản của quỹ được phân bổ vào trái phiếu. Quỹ thường đầu tư vào các công cụ như: Trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu kho bạc, trái phiếu đô thị, chứng khoán tái thế chấp... Tùy thuộc vào mục tiêu và chiến lược đầu tư quỹ sẽ đầu tư vào các trái phiếu có thời hạn và mức độ rủi ro khác nhau.

- **Quỹ thị trường tiền tệ (Money Market Fund)**

Là quỹ đầu tư chủ yếu đầu tư vào công cụ đầu tư ngắn hạn trên thị trường tiền tệ như: tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu và cho vay



THƯ VIỆN  
HUBT  
500

ngắn hạn theo hợp đồng repo. Mục tiêu chủ yếu của quỹ thị trường tiền tệ là bảo toàn vốn và đảm bảo tính thanh khoản cao, quỹ thị trường tiền tệ thường có tỉ suất sinh lời tương đối thấp so với các loại hình quỹ đầu tư khác.

- **Quỹ hỗn hợp (Hybrid Fund)**

Là quỹ đầu tư kết hợp nắm giữ các tài sản khác nhau như các công cụ thị trường tiền tệ, cổ phiếu và trái phiếu trong danh mục đầu tư của quỹ. Mỗi quỹ hỗn hợp có thể có mục tiêu đầu tư và tỉ trọng phân bổ tài sản khác nhau, nhà đầu tư có thể lựa chọn đầu tư vào một quỹ đầu tư hỗn hợp có mục tiêu đầu tư và tỉ trọng phân bổ tài sản phù hợp với mình thay vì phải cùng một lúc nắm giữ vài quỹ cổ phiếu, trái phiếu hay quỹ thị trường tiền tệ khác nhau. Nhiều quỹ đầu tư hỗn hợp có thể thực hiện chính sách phân bổ tài sản năng động thông qua việc thay đổi tỉ trọng phân bổ tài sản một cách chủ động trước những thay đổi của thị trường tài chính và nền kinh tế.

- **Quỹ tăng trưởng (Growth Fund)**

Là quỹ đầu tư tập trung chủ yếu vào việc tìm kiếm sự tăng trưởng vốn trong trung và dài hạn, thu nhập thường xuyên là mục tiêu thứ yếu của quỹ tăng trưởng. Quỹ thường ưu tiên đầu tư vào cổ phiếu của các công ty có tiềm năng tăng trưởng cao.

- **Quỹ thu nhập (Income Fund)**

Là quỹ đầu tư đặt mục tiêu chủ yếu là tìm kiếm thu nhập thường xuyên cao, tăng trưởng vốn là mục tiêu thứ yếu. Quỹ thu nhập thường ưu tiên đầu tư vào các loại công cụ nợ, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu có mức chi trả cổ tức cao.

- **Quỹ cân bằng (Balanced Fund)**

Là quỹ đầu tư nhằm đến sự cân bằng giữa các mục tiêu thu nhập, tăng trưởng và bảo toàn vốn. Quỹ kết hợp một cách kỹ lưỡng và hợp lý các loại cổ phiếu, trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ, các công cụ thị trường tiền tệ trong danh mục với mục tiêu tìm kiếm thu nhập thường xuyên, sự bảo toàn vốn và mức tăng trưởng vừa phải.



**Bảng 10.1: So sánh quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (VF1) và quỹ đầu tư cân bằng Prudential (PruBF1)**

<i>Ví dụ: Quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (VF1)</i>	<i>Ví dụ: Quỹ đầu tư Cân bằng Prudential (PruBF1)</i>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Ngày được cấp phép: 20/5/2004</li><li>• Ngày niêm yết: 22/9/2004</li><li>• Nơi niêm yết: SGDCK TP.HCM</li><li>• Công ty quản lý quỹ: Công ty quản lý quỹ Việt Nam.</li><li>• Ngân hàng giám sát: Ngân hàng Ngoại Thương Việt Nam (Vietcombank)</li><li>• Loại quỹ: Quỹ đầu tư dạng đóng</li><li>• Thời hạn hoạt động: 10 năm kể từ ngày được cấp phép</li><li>• Vốn điều lệ: 1.000 tỉ VND</li><li>• Số lượng chứng chỉ quỹ: 100 triệu</li><li>• NAV (28/7/2011): 1.574 tỉ</li><li>• NAV trên 1 đơn vị quỹ: 15.740 đ</li><li>• Giá giao dịch CCQ (28/7/2011): 8.300 đ</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ngày được cấp phép: 5/10/2006</li><li>• Ngày niêm yết: 4/12/2006</li><li>• Nơi niêm yết: SGDCK TP.HCM</li><li>• Công ty quản lý quỹ: Công ty quản lý quỹ đầu tư Prudential Việt Nam.</li><li>• Ngân hàng giám sát: HSBC chi nhánh TP.HCM</li><li>• Loại quỹ: Quỹ đầu tư dạng đóng</li><li>• Thời hạn hoạt động: 7 năm kể từ ngày được cấp phép</li><li>• Vốn điều lệ ban đầu: 500 tỉ VND</li><li>• Số lượng chứng chỉ quỹ: 50 triệu</li><li>• NAV (28/7/2011): 409.5 tỉ</li><li>• NAV trên 1 đơn vị quỹ: 8.190 đ</li><li>• Giá giao dịch CCQ (28/7/2011): 4.700 đ</li></ul>



Chương 10: Quỹ đầu tư

**Bảng 10.2: Ví dụ về Quỹ đầu tư Chứng khoán Việt Nam (VFMVF1) sau khi chuyển đổi thành quỹ đầu tư dạng mở**

Tên quỹ	Quỹ đầu tư Chứng khoán Việt Nam (VFMVF1)
Tên viết tắt	Quỹ VFMVF1
Loại hình quỹ	Quỹ công chúng dạng mở
Giá trị đăng ký mua tối thiểu	1.000.000 (một triệu) đồng
Thời hạn hoạt động	Không thời hạn
Ngày chuyển đổi thành quỹ mở	07/10/2013
Ngân hàng giám sát, lưu ký	Standard Chartered Bank VN.
Đại lý chuyển nhượng	Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD)
Công ty kiểm toán	Công ty PricewaterhouseCoopers (PWC)
Mục tiêu/ Chiến lược đầu tư	Mục tiêu chính của Quỹ VFMVF1 dạng mở là tối ưu hóa lợi nhuận và tối thiểu hóa rủi ro cho nhà đầu tư thông qua một danh mục đầu tư cân bằng và đa dạng hóa, bao gồm các loại chứng khoán vốn, trái phiếu chuyển đổi, chứng khoán nợ trên thị trường Việt Nam.
Phí	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Phí phát hành: 0.2% đến 1% tùy vào tổng giá trị đăng ký mua</li> <li>- Phí mua lại: từ 0% đến 1.5% giá trị mua lại (tùy vào thời gian nắm giữ kể từ ngày mua)</li> <li>- Phí chuyển đổi: 0%</li> </ul>



**THƯ VIỆN  
HUBT**

503

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



### 10.2.5 Một số loại hình quỹ đầu tư đặc biệt

- **Quỹ đầu tư vốn tư nhân (Private Equity Fund)**

Vốn tư nhân (Private Equity - PE) là khái niệm dùng để chỉ phần vốn chủ sở hữu của các công ty được nắm giữ bởi một số lượng nhỏ các chủ sở hữu, công ty chưa thực hiện việc phát hành cổ phiếu ra công chúng và cổ phiếu của nó chưa được giao dịch phổ biến trên thị trường. Đầu tư vốn tư nhân hướng đến việc đầu tư vào các công ty có tiềm năng tăng trưởng cao, với mục tiêu làm gia tăng giá trị doanh nghiệp thông qua việc tái cấu trúc và nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp. Vốn mạo hiểm (Venture Capital) là một trong những hình thức phổ biến của đầu tư vốn tư nhân. Đặc điểm của PE là thời gian đầu tư tương đối dài, tính thanh khoản thấp, nhà đầu tư thường nắm giữ tỉ lệ sở hữu tương đối lớn đồng thời tham gia vào việc điều hành và tái cấu trúc công ty. Quỹ đầu tư vốn tư nhân (Quỹ PE) là các quỹ đầu tư tập trung thực hiện các hoạt động đầu tư vốn tư nhân. Các quỹ PE thường được tổ chức theo hình thức quỹ thành viên và không dành cho các nhà đầu tư đại chúng. Do vậy các nhà đầu tư nhỏ lẻ có thể đầu tư một cách gián tiếp vào quỹ PE bằng cách đầu tư vào các quỹ đại chúng và các quỹ đại chúng này sẽ đầu tư vào các quỹ PE. Hình thức này thường được gọi là quỹ của quỹ (Fund of Funds).

- **Quỹ đầu tư tín thác bất động sản (Real Estate Investment Trusts – REITs)**

REIT có cấu trúc tương tự như quỹ đầu tư dạng đóng. Quỹ phát hành chứng chỉ quỹ cho các nhà đầu tư để huy động vốn và đầu tư vào nhiều loại hình bất động sản khác nhau. REIT có vai trò tập hợp các nhà đầu tư riêng lẻ và giúp các nhà đầu tư tiếp cận với danh mục đầu tư bất động sản đa dạng. Không chỉ huy động vốn bằng việc phát hành cổ phần cho các nhà đầu tư, REIT còn có thể đi vay bằng nhiều phương thức khác nhau nhằm tạo ra đòn bẩy. Có ba loại hình quỹ đầu tư tín thác bất động sản chủ yếu: REITs thế chấp (Mortgage REITs) tập trung cung cấp các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản hay đầu tư vào các công cụ chứng khoán hoá từ các khoản vay bất động sản (MBS), REITs chủ sở hữu (Equity REITs) trực tiếp mua và



sở hữu các bất động sản, REITs hỗn hợp (Hybrid REITs) kết hợp cả hai hình thức đầu tư trên. Chứng chỉ của quỹ đầu tư tín thác bất động sản được giao dịch tự do trên thị trường và thường được niêm yết tại các Sở giao dịch chứng khoán.

• **Quỹ đầu cơ (Hedge Fund)**

Nhìn chung các quỹ đầu cơ cũng có cơ chế hoạt động giống như các loại hình quỹ đầu tư khác. Tuy nhiên, quỹ thường chỉ huy động vốn từ một nhóm nhỏ nhà đầu tư bao gồm các tổ chức và nhà đầu tư cá nhân rất giàu có. Quỹ thường không chịu sự quản lý của UBCK, sự giám sát cũng như các quy định về hoạt động của quỹ cũng thường không quá chặt chẽ. Điều này cho phép quỹ theo đuổi mục tiêu đầu tư khá mạo hiểm và thực hiện các chiến lược đầu tư mà các quỹ đầu tư khác không được thực hiện. Các công cụ và chiến lược đầu tư mà quỹ thực hiện thường có tỉ suất lợi nhuận kỳ vọng cao và rủi ro cũng rất lớn như: sử dụng đòn bẩy; bán khống, giao dịch trên thị trường vàng, ngoại tệ, hàng hoá, lãi suất; sử dụng công cụ phái sinh dựa trên nhiều loại hàng hoá cơ sở khác nhau... Các quỹ đầu cơ bắt đầu phát triển mạnh mẽ từ đầu những năm 1990s. Tính đến năm 2007, có khoảng hơn 13.000 quỹ đầu tư với tổng tài sản lên tới hơn 2.000 tỉ USD.

• **Quỹ đầu tư chỉ số (Exchange Traded Fund – ETF)**

ETF là sản phẩm đầu tư dựa trên chỉ số (Index – Based) cho phép nhà đầu tư có thể mua bán chỉ số thông qua một công cụ đầu tư riêng lẻ, danh mục đầu tư của quỹ ETF được xây dựng khớp với một chỉ số chứng khoán cơ sở nhất định. Chứng chỉ quỹ của ETFs được giao dịch trên thị trường chứng khoán như cổ phiếu của các công ty. Các quỹ ETFs được cấu trúc dưới hình thức quỹ đầu tư dạng mở (Open - End Fund) hoặc đơn vị tín thác (UIT). Các quỹ ETF thường không phát hành cổ phần lẻ một cách trực tiếp cho các nhà đầu tư mà thường phát hành theo từng block lớn (ví dụ như 1 block gồm 50.000 cổ phần được gọi là đơn vị tạo lập – creation unit). Các nhà đầu tư mua đơn vị tạo lập thường là các nhà đầu tư tổ chức, họ không mua các đơn vị tạo lập bằng tiền mà bằng một nhóm cổ phiếu nằm trong danh mục của quỹ ETF. Sau khi mua đơn vị tạo lập, các nhà đầu tư này có thể chia nhỏ các đơn vị tạo



THƯ VIỆN  
HUBT

505

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

lập thành các cổ phần riêng lẻ và bán trên thị trường thứ cấp. Nhà đầu tư muốn bán cổ phần của quỹ ETF có thể bán cho các nhà đầu tư khác trên thị trường sơ cấp hoặc bán lại các đơn vị tạo lập cho quỹ ETF. ETFs đầu tiên xuất hiện tại Canada với tên gọi Toronto Index Participation Fund (TIP 35) vào năm 1989. Sau đó, tiếp tục xuất hiện tại Mỹ, Châu Âu và các thị trường Châu Á. Thời gian gần đây quỹ ETFs đã có sự phát triển rất nhanh chóng về quy mô tài sản và số lượng quỹ, trở thành một trong những hiện tượng đáng chú ý trên thị trường tài chính thế giới. Hiện nay một số sở giao dịch chứng khoán trong khu vực Đông Nam Á như Thailand và Malaysia đều đã triển khai và giao dịch công cụ này.

*Quỹ hoán đổi danh mục (Exchange-Traded Fund), gọi tắt là quỹ ETF, là một loại hình quỹ mở, hình thành từ việc tiếp nhận, hoán đổi danh mục chứng khoán cơ cấu lấy chứng chỉ quỹ. Chứng chỉ quỹ ETF được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán.*

*(Thông tư số 229/2012/TT-BTC)*

*Quỹ đầu tư bất động sản là quỹ đầu tư chứng khoán được đầu tư chủ yếu vào bất động sản.*

*Công ty đầu tư chứng khoán bất động sản là quỹ đầu tư bất động sản được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần đại chúng theo quy định của pháp luật về doanh nghiệp, được cấp phép và hoạt động theo quy định của pháp luật về chứng khoán*

*(Thông tư số 228/2012/TT-BTC)*

### 10.3 CƠ CẤU TỔ CHỨC CỦA QUỸ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

Quỹ đầu tư chứng khoán dạng công ty thường được gọi là công ty đầu tư chứng khoán được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần theo luật doanh nghiệp và những quy định riêng theo luật chứng khoán. Do vậy, các quỹ đầu tư chứng khoán dạng công ty về cơ bản có cơ cấu tổ chức giống như công ty cổ phần. Các công ty đầu tư chứng khoán có thể tự quản lý hoặc ủy thác cho công ty quản lý quỹ quản lý tùy theo sự lựa chọn của từng công ty hoặc quy định của luật pháp của từng quốc gia. Nghị định Số 58/2012/NĐ-CP quy

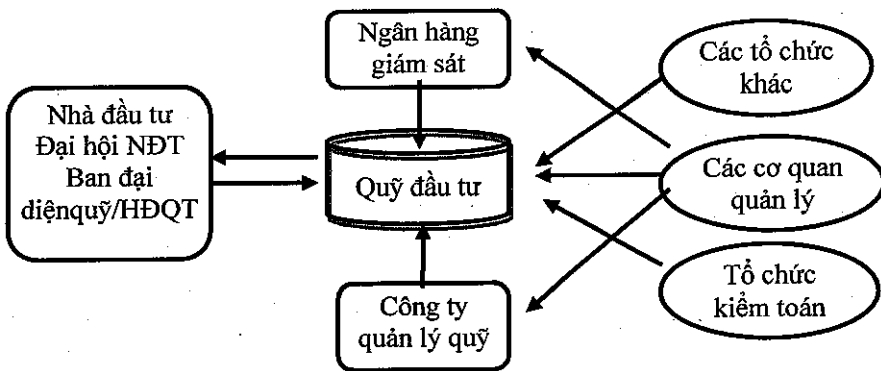


THƯ VIỆN  
HUBT  
506

định công ty đầu tư chứng khoán đại chúng phải ủy thác vốn cho một công ty quản lý quỹ quản lý. Công ty đầu tư chứng khoán riêng lẻ được tự quản lý vốn đầu tư hoặc ủy thác vốn cho một công ty quản lý quỹ quản lý.

Các quỹ đầu tư dạng hợp đồng không phải là pháp nhân đầy đủ nên có cơ chế tổ chức khá đặc thù, trong đó công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát đóng vai trò rất quan trọng trong hoạt động của quỹ. Cơ cấu tổ chức của quỹ cũng như vai trò của các bên tham gia có thể có những khác biệt tùy theo các quy định cụ thể của pháp luật của từng quốc gia và điều lệ của từng quỹ cụ thể nhưng nhìn chung về cơ bản đều có những điểm chung thống nhất.

Sơ đồ 10.2: Cơ cấu tổ chức và các bên tham gia vào quỹ đầu tư chứng khoán



### 10.3.1 Nhà đầu tư

#### • Các nghĩa vụ và quyền cơ bản của nhà đầu tư

Đóng vai trò trung tâm trong quá trình thành lập và hoạt động của quỹ đầu tư, các nhà đầu tư là người góp vốn thành lập quỹ, sở hữu các tài sản của quỹ, thụ hưởng kết quả đầu tư của quỹ. Nhà đầu tư có các nghĩa vụ và quyền cơ bản bao gồm:

- Góp vốn thành lập quỹ, thanh toán đủ tiền mua chứng chỉ quỹ.
- Hưởng lợi từ hoạt động đầu tư của quỹ đầu tư chứng khoán tương ứng với tỉ lệ vốn góp;

- Hưởng các lợi ích và tài sản được chia hợp pháp từ việc thanh lý tài sản quỹ đầu tư chứng khoán;
- Được quyền tự do chuyển nhượng chứng chỉ quỹ trong trường hợp quỹ đóng và được quyền yêu cầu công ty quản lý quỹ hoặc ngân hàng giám sát mua lại chứng chỉ quỹ trong trường hợp quỹ mở;
- Khởi kiện công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát hoặc tổ chức liên quan nếu tổ chức này vi phạm quyền và lợi ích hợp pháp của mình;
- Thực hiện quyền điều hành và giám sát của mình thông qua các cơ quan đại diện cho nhà đầu tư như đại hội nhà đầu tư; ban đại diện quỹ, hội đồng quản trị

• **Các cơ quan đại diện cho nhà đầu tư**

Sự tham gia của nhà đầu tư vào quá trình điều hành và giám sát hoạt động đầu tư của quỹ có thể thay đổi tùy theo từng loại hình quỹ đầu tư hay theo điều lệ của từng quỹ cụ thể. Nhưng nhìn chung nhà đầu tư có thể thực hiện quyền của mình của mình thông qua các cơ quan đại diện cho nhà đầu tư như đại hội nhà đầu tư; ban đại diện quỹ, hội đồng quản trị.

**Hội đồng quản trị:** là cơ quan đại diện cho các chủ sở hữu do các cổ đông bầu ra trong mô hình quỹ đầu tư dạng công ty. Hội đồng quản trị chịu trách nhiệm cao nhất trong việc điều hành và giám sát hoạt động của quỹ đầu tư. Tuy nhiên, hội đồng quản trị thường không trực tiếp điều hành hoạt động đầu tư của quỹ mà sẽ chịu trách nhiệm lựa chọn công ty quản lý quỹ và các tổ chức cung cấp dịch vụ khác. Theo định kỳ, hội đồng quản trị của quỹ sẽ họp để xem xét, kiểm tra tình hình hoạt động của quỹ, việc điều hành của công ty quản lý quỹ và giải quyết các vấn đề phát sinh.

**Đại hội người đầu tư:** quỹ đầu tư chứng khoán gồm tất cả các nhà đầu tư, là cơ quan quyết định cao nhất của quỹ đầu tư chứng khoán trong mô hình quỹ đầu tư dạng hợp đồng. Đại hội nhà đầu tư quỹ đầu tư chứng khoán được triệu tập hàng năm hoặc bất thường nhằm xem xét và quyết định các nội dung thuộc thẩm quyền của đại hội nhà đầu tư. Do đại hội nhà đầu tư thường bao gồm rất đông nhà đầu tư và chỉ họp thường niên hoặc bất thường, nên



cần một cơ quan cụ thể và thường trực hơn nhằm đại diện cho quyền lợi của nhà đầu tư, đó chính là ban đại diện quỹ.

**Ban đại diện quỹ:** đại diện cho quyền lợi của nhà đầu tư, do đại hội nhà đầu tư bầu. Quyền và nghĩa vụ của ban đại diện quỹ được quy định tại điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán. Nhiệm kỳ, tiêu chuẩn, số lượng thành viên, việc bổ nhiệm, miễn nhiệm và bãi nhiệm, bổ sung thành viên ban đại diện quỹ, chủ tịch ban đại diện quỹ, điều kiện, thể thức họp và thông qua quyết định của ban đại diện quỹ được quy định tại điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán.

Hội đồng quản trị của quỹ đầu tư dạng công ty và đại hội nhà đầu tư quỹ đầu tư dạng hợp đồng thường có các quyền và nhiệm vụ cơ bản như:

- Thông qua và quyết định các thay đổi cơ bản trong chính sách đầu tư, phương án phân phối lợi nhuận, mục tiêu đầu tư của quỹ đầu tư chứng khoán.
- Quyết định giải thể quỹ đầu tư chứng khoán;
- Quyết định lựa chọn, thông qua và thay đổi công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát; tổ chức kiểm toán và các tổ chức cung cấp dịch vụ khác.
- Thông qua các báo cáo về tình hình tài chính, tài sản và hoạt động hàng năm của quỹ đầu tư chứng khoán.
- Quyết định sửa đổi, bổ sung điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán, hợp đồng quản lý quỹ, hợp đồng giám sát. Thay đổi mức phí trả cho công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát.

### 10.3.2 Công ty quản lý quỹ

Công ty quản lý quỹ là công ty chuyên trách thực hiện việc điều hành và quản lý các quỹ đầu tư. Các quỹ đầu tư, công ty đầu tư thường không trực tiếp điều hành hoạt động đầu tư sử dụng dịch vụ của các nhà tư vấn đầu tư (Investment Manager), hay quản lý quỹ đầu tư (Fund Manager). Người quản lý quỹ được toàn quyền quản lý danh mục đầu tư, mua bán chứng khoán phù hợp với các mục tiêu đầu tư của quỹ. Một công ty quản lý quỹ có thể quản lý nhiều quỹ đầu tư chứng khoán nhưng phải đảm bảo việc quản lý độc lập và tách biệt tài sản của từng Quỹ, tài sản của công ty.



509

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Do vai trò và chức năng rất quan trọng của mình, các công ty quản lý quỹ phải được cấp phép và chịu sự giám sát của các cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán. Thông tư số 212/2012/TT-BTC của Bộ tài chính ở Việt Nam về tổ chức và hoạt động của công ty quản lý quỹ có quy định: “Ngoại trừ công ty quản lý quỹ được cấp phép, các tổ chức khác không được tiếp nhận vốn, tài sản ủy thác để quản lý danh mục đầu tư chứng khoán; không được huy động vốn và tài sản để thành lập, quản lý quỹ đầu tư chứng khoán theo quy định của Luật Chứng khoán.”

Trong hoạt động quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, các công ty quản lý quỹ thực hiện các chức năng và nhiệm vụ của cơ bản bao gồm:

- Thông thường ban đầu công ty quản lý quỹ sẽ thiết kế các đặc điểm cơ bản của quỹ đầu tư, tiến hành việc chuẩn bị các tài liệu hồ sơ thủ tục pháp lý, đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ cơ quan quản lý, thực hiện việc chào bán chứng chỉ quỹ nhằm huy động vốn.
- Quản lý, điều hành quỹ, thực hiện việc đầu tư tài sản của quỹ theo đúng các quy định của pháp luật và điều lệ của quỹ.
- Có trách nhiệm thay mặt quỹ thực hiện quyền và nghĩa vụ đối với các tài sản trong danh mục đầu tư của quỹ. Đại diện cho quyền lợi của nhà đầu tư, thực hiện quyền biểu quyết tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông hoặc hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên của doanh nghiệp mà quỹ tham gia góp vốn.
- Thực hiện các nhiệm vụ khác như xác định giá trị tài sản ròng của quỹ, ký hợp đồng với ngân hàng lưu ký, ngân hàng giám sát trong trường hợp được điều lệ quỹ cho phép.

Các công ty quản lý quỹ thực hiện các nhiệm vụ của mình trên nguyên tắc tuân thủ các quy định pháp luật, tuân thủ điều lệ quỹ, công bằng, trung thực và vì lợi ích của nhà đầu tư. Công ty quản lý quỹ được hưởng các loại phí do nhà đầu tư chi trả bao gồm các khoản phí như phí phát hành, phí quản lý quỹ và phí thưởng hoạt động.

### 10.3.3 Ngân hàng giám sát

Để đảm bảo một cơ chế hoạt động của an toàn, cân bằng, minh bạch và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư trong ngành quản lý quỹ, ngân hàng giám sát





đóng một vai trò rất quan trọng. Ngân hàng giám sát là ngân hàng thương mại thực hiện việc bảo quản, lưu ký tài sản của quỹ đồng thời giám sát công ty quản lý quỹ nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư. Ngân hàng giám sát phải có giấy chứng nhận đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán, có chức năng thực hiện các dịch vụ lưu ký và giám sát việc quản lý quỹ đầu tư chứng khoán. Ngân hàng giám sát thực hiện hai chức năng chủ yếu:

• **Chức năng lưu ký và bảo quản tài sản của quỹ đầu tư**

- Thực hiện các hoạt động lưu ký, bảo quản, đăng ký quyền sở hữu các tài sản tài sản của quỹ đầu tư. Các tài sản của quỹ được lưu giữ tại ngân hàng giám sát sẽ được đăng ký sở hữu dưới tên của ngân hàng giám sát. Vì vậy, công ty quản lý quỹ sẽ không thể thực hiện các giao dịch mua bán tài sản quỹ mà không có sự đồng ý của ngân hàng giám sát. Cơ chế tách biệt quyền quản lý và quyền định đoạt tài sản được thiết lập nhằm hạn chế các hành vi sử dụng tài sản của quỹ đầu tư vì lợi ích riêng của công ty quản lý quỹ hoặc các nhân viên của công ty quản lý quỹ. Ngân hàng giám sát phải đảm bảo quản lý tách biệt tài sản của các quỹ đầu tư và các tài sản khác của ngân hàng.

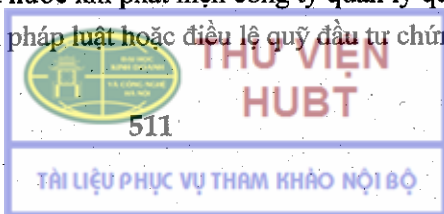
- Thực hiện hoạt động thu, chi, thanh toán và chuyển giao tiền, chứng khoán liên quan đến hoạt động của quỹ đại chúng theo yêu cầu hợp pháp của công ty quản lý quỹ.

- Thực hiện các quyền phát sinh liên quan đến tài sản như cổ tức, lãi định kỳ trái phiếu, cổ phiếu thưởng, quyền mua cổ phần... thay cho nhà đầu tư (ngoại trừ quyền bầu cử, biểu quyết tại đại hội cổ đông).

- Ngân hàng giám sát có thể ủy thác hoạt động lưu ký tài sản cho các ngân hàng lưu ký khác và phải chịu hoàn toàn trách nhiệm cũng như mọi chi phí phát sinh liên quan tới các hoạt động ủy thác lưu ký này.

• **Chức năng giám sát hoạt động của công ty quản lý quỹ**

- Giám sát để bảo đảm công ty quản lý quỹ quản lý tài sản của quỹ tuân thủ quy định tại Luật chứng khoán và Điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán. Báo cáo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước khi phát hiện công ty quản lý quỹ, tổ chức, cá nhân có liên quan vi phạm pháp luật hoặc điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán.





- Triệu tập đại hội nhà đầu tư bất thường trong trường hợp cần thiết theo quy định của pháp luật và điều lệ quỹ.
- Thực hiện việc công bố báo cáo giám sát về tình hình hoạt động của công ty quản lý quỹ và của quỹ đầu tư chứng khoán hàng năm và trong các lần đại hội người đầu tư.
- Kiểm tra và giám sát việc định giá tài sản ròng của quỹ, giá trị tài sản ròng trên một đơn vị quỹ do công ty quản lý quỹ thực hiện.

Nhằm đảm bảo tính độc lập và khách quan trong hoạt động giám sát và lưu ký tài sản, Ngân hàng giám sát và các thành viên điều hành của ngân hàng giám sát làm nhiệm vụ giám sát hoạt động quỹ đầu tư không được là người có liên quan với công ty quản lý quỹ. Ngân hàng giám sát được hưởng hai loại phí do quỹ đầu tư chi trả là phí quản lý tài sản quỹ (phí lưu ký) và phí giám sát.

### 10.3.3 Các cơ quan quản lý

Các cơ quan quản lý nhà nước bao gồm các cơ quan như: Bộ tài chính, Ngân hàng trung ương, ủy ban chứng khoán quốc gia... chịu trách nhiệm giám sát hoạt động của quỹ đầu tư và các tổ chức cung cấp dịch vụ như công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát, tổ chức môi giới, tổ chức kiểm toán... Hoạt động của các cơ quan quản lý bao gồm ban hành văn bản pháp luật, cấp và thu hồi giấy phép hoạt động, thanh tra giám sát và xử lý vi phạm.... Các hoạt động này nhằm đảm bảo việc tuân thủ pháp luật của các bên tham gia và bảo vệ quyền lợi hợp pháp của nhà đầu tư.

### 10.3.4 Tổ chức kiểm toán và các tổ chức khác

Tổ chức kiểm toán độc lập có trách nhiệm thực hiện việc kiểm tra, đánh giá khách quan và chính xác tình hình hoạt động của quỹ đầu tư, bảo đảm sự minh bạch.

Các tổ chức khác là các tổ chức cung cấp dịch vụ chuyên nghiệp cho quỹ đầu tư và các nhà đầu tư như: các tổ chức môi giới, các đại lý chuyên nhượng (Transfer Agent), tổ chức bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành.... Hỗ trợ cho quá trình phát hành và giao dịch chứng chỉ quỹ, cũng như các hoạt động khác của quỹ đầu tư.



## 10.4 CÁC NGHIỆP VỤ CƠ BẢN CỦA QUỸ ĐẦU TƯ

### 10.4.1 Huy động vốn

Huy động vốn là hoạt động rất quan trọng đối với quỹ đầu tư, đây là khâu quyết định việc khởi tạo và thành lập quỹ. Trước tiên, công ty quản lý quỹ sẽ thiết kế các đặc điểm cơ bản của quỹ đầu tư như: loại hình quỹ, quy mô, thời hạn hoạt động, chiến lược đầu tư, chính sách phân bổ tài sản, các loại phí... Tiếp theo công ty quản lý quỹ sẽ tiến hành việc chuẩn bị các thủ tục, hồ sơ pháp lý đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ và thành lập quỹ, thực hiện việc chào bán chứng chỉ quỹ nhằm huy động vốn sau khi đã được chấp thuận. Thủ tục và phương pháp huy động vốn là khác nhau tùy vào loại hình quỹ đầu tư, quỹ đầu tư dạng công ty hay dạng hợp đồng, quỹ đầu tư dạng đóng hay dạng mở, quỹ đại chúng hay quỹ thành viên.

- **Đối với các quỹ đầu tư dạng công ty**, vốn điều lệ ban đầu của quỹ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần. Quỹ thực hiện việc chào bán cổ phần để huy động vốn, nhà đầu tư mua cổ phần trở thành cổ đông của quỹ và có đầy đủ các quyền giống như cổ đông của công ty cổ phần. Đối với các quỹ đầu tư dạng hợp đồng, vốn đầu tư ban đầu của quỹ cũng được chia thành nhiều đơn vị bằng nhau gọi là đơn vị quỹ (tương tự như cổ phần). Chứng nhận quyền sở hữu đơn vị quỹ gọi là chứng chỉ quỹ, chứng chỉ quỹ có mệnh giá xác định. Số lượng chứng chỉ quỹ cần phát hành sẽ bằng vốn đầu tư ban đầu của quỹ chia cho mệnh giá chứng chỉ quỹ.
- **Đối với quỹ đầu tư dạng đóng**, thường chỉ được huy động vốn một lần, chứng chỉ quỹ được chào bán một lần trước khi lập quỹ. Trong thời gian hoạt động quỹ không huy động thêm vốn cũng như không mua lại chứng chỉ quỹ đã phát hành. Quỹ đầu tư dạng mở hoạt động huy động vốn được tiến hành thường xuyên, quỹ thường xuyên chào bán chứng chỉ quỹ mới để huy động vốn và thực hiện việc mua lại chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư. Tại Việt Nam, các quỹ đầu tư dạng đóng sau khi phát hành chứng chỉ quỹ lần đầu để huy động vốn, còn có thể thực hiện việc chào bán thêm chứng chỉ



THƯ VIỆN  
HUBT

513

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

quỹ nếu điều lệ quỹ có quy định về việc tăng vốn của quỹ và phương án phát hành thêm được đại hội nhà đầu tư thông qua, việc phát hành thêm này phải đăng ký và được sự chấp thuận của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước.

• **Đối với quỹ đại chúng**, việc chào bán chứng chỉ quỹ phải chấp hành các quy định về tổ chức và hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán, đồng thời phải tuân thủ theo các quy định của pháp luật về việc chào bán chứng khoán ra công chúng. Công ty quản lý quỹ thực hiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước xem xét và cấp giấy chứng nhận chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng. Việc chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng phải đáp ứng những điều kiện nhất định.

**Bài đọc thêm**

**Điều kiện chào bán chứng chỉ quỹ lần đầu ra công chúng bao gồm:**

- a) Tổng giá trị chứng chỉ quỹ đăng ký chào bán tối thiểu năm mươi tỉ đồng Việt Nam;
- b) Có phương án phát hành và phương án đầu tư số vốn thu được từ đợt chào bán chứng chỉ quỹ phù hợp với quy định của Luật này.

(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH11)

**Điều kiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng cho những lần tiếp theo**

- ✓ Điều lệ Quỹ có quy định về việc tăng vốn của Quỹ;
- ✓ Lợi nhuận của Quỹ trong năm liền trước năm đề nghị tăng vốn phải là số dương;
- ✓ Công ty quản lý quỹ không bị xử phạt vi phạm hành chính về hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán trong thời hạn hai (02) năm, tính đến thời điểm tăng vốn;
- ✓ Phương án phát hành thêm chứng chỉ quỹ và phương án đầu tư số vốn thu được phải được Đại hội nhà đầu tư thông qua.

(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH11)



THƯ VIỆN  
HUBT  
514

**Điều kiện cấp giấy phép thành lập và hoạt động của công ty đầu tư chứng khoán đại chúng bao gồm:**

- ✓ Có vốn thực góp tối thiểu là 50 tỉ đồng Việt Nam;
- ✓ Có tối thiểu một trăm (100) cổ đông, không kể cổ đông là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp;
- ✓ Do một công ty quản lý quỹ quản lý;
- ✓ Tài sản được lưu ký tại ngân hàng giám sát;
- ✓ Tối thiểu hai phần ba (2/3) số thành viên hội đồng quản trị phải độc lập với công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát theo quy định.

(Nghị định 58/2012/NĐ-CP)

Hồ sơ chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng thường bao gồm các tài liệu như: Giấy đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng; Phương án chào bán chứng chỉ quỹ kèm theo phương án đầu tư số vốn thu được từ đợt chào bán; Điều lệ quỹ theo mẫu; Bản cáo bạch theo mẫu; Hợp đồng giám sát giữa ngân hàng giám sát và công ty quản lý quỹ... Trong đó bản cáo bạch là tài liệu rất quan trọng, cung cấp các thông tin cơ bản, là cơ sở để nhà đầu tư lựa chọn và ra quyết định đầu tư. Bản cáo bạch bao gồm các nội dung chủ yếu như: Giải thích chi tiết mục tiêu đầu tư của quỹ; Mô tả chính sách đầu tư, các hạn chế trong đầu tư; Các rủi ro đối với nhà đầu tư; Các thông tin liên quan đến công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát và các bên có liên quan; Các loại chi phí liên quan; Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng...

Chứng chỉ quỹ chỉ được chào bán ra công chúng sau khi đã được Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước cấp giấy chứng nhận chào bán ra công chúng. Việc huy động vốn của quỹ đại chúng được công ty quản lý quỹ thực hiện trong một thời hạn nhất định kể từ ngày Giấy chứng nhận chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng có hiệu lực. Toàn bộ vốn góp của nhà đầu tư phải được phong tỏa tại một tài khoản riêng đặt dưới sự kiểm soát của ngân hàng giám sát và không được sử dụng cho đến khi hoàn tất đợt huy động vốn. Sau khi thực hiện việc chào bán chứng chỉ quỹ, quỹ đại chúng chỉ được thành lập nếu đạt được những tiêu chuẩn nhất định về quy mô vốn đã huy động và số lượng nhà đầu tư.



THƯ VIỆN  
515 HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- **Quỹ thành viên** do các thành viên góp vốn thành lập trên cơ sở hợp đồng góp vốn và điều lệ quỹ, quỹ thành viên không cần phải đáp ứng các điều kiện hay tuân theo các quy định về chào bán chứng khoán ra công chúng. Tuy nhiên việc thành lập quỹ thành viên vẫn phải đáp ứng các điều kiện nhất định và phải đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước.

**Bài đọc thêm**

**Việc thành lập quỹ thành viên phải đáp ứng các điều kiện sau đây:**

- ✓ **Vốn góp tối thiểu là năm mươi tỉ đồng Việt Nam;**
- ✓ **Có tối đa ba mươi thành viên góp vốn và chỉ bao gồm thành viên là pháp nhân;**
- ✓ **Do một công ty quản lý quỹ quản lý;**
- ✓ **Tài sản của quỹ thành viên được lưu ký tại một ngân hàng lưu ký độc lập với công ty quản lý quỹ.**

(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH 11)

**Điều kiện cấp giấy phép thành lập và hoạt động công ty đầu tư chứng khoán riêng lẻ ủy thác quản lý vốn bao gồm:**

- ✓ **Có vốn thực góp tối thiểu là 50 tỉ đồng Việt Nam;**
- ✓ **Do một công ty quản lý quỹ quản lý;**
- ✓ **Tài sản được lưu ký tại ngân hàng giám sát;**
- ✓ **Tối thiểu hai phần ba (2/3) số thành viên hội đồng quản trị phải độc lập với công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát theo quy định.**
- ✓ **Có tối đa là chín mươi chín (99) cổ đông, không tính nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Trong đó, mỗi cổ đông là tổ chức phải góp tối thiểu là 03 tỉ đồng Việt Nam và cổ đông cá nhân phải góp tối thiểu 01 tỉ đồng Việt Nam.**

(Nghị định 58/2012/NĐ-CP)

Việc chào bán chứng chỉ quỹ để huy động vốn ngày càng trở nên khó khăn trong môi trường cạnh tranh gay gắt giữa các tổ chức cung cấp dịch vụ quản lý tài sản. Các công ty quản lý quỹ phải thực hiện các chiến lược xây dựng



THƯ VIỆN  
HSBT

516

thương hiệu, truyền thông, quảng cáo, marketing... để thu hút nhà đầu tư. Ngoài các chiến lược trên, công ty quản lý quỹ thường thực hiện việc chào bán chứng chỉ quỹ thông qua sự hỗ trợ của các kênh phân phối khác nhau như: công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, công ty tài chính và các nhà môi giới khác. Nhiều công ty quản lý quỹ và nhà môi giới đã sử dụng ưu thế về công nghệ để cung cấp các dịch vụ và chào bán chứng chỉ quỹ qua mạng Internet. Thông qua websites của tổ chức này, nhà đầu tư có thể mở tài khoản và giao dịch mua bán chứng chỉ quỹ trực tuyến.

#### 10.4.2 Xác định giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư

Giá trị tài sản ròng (Net Assets Value – NAV) của quỹ đầu tư chứng khoán là chỉ tiêu đóng vai trò rất quan trọng. NAV giúp đánh giá tình hình tài sản của nhà đầu tư và hiệu quả hoạt động đầu tư của quỹ, là căn cứ tiến hành các giao dịch mua bán chứng chỉ quỹ, là căn cứ để tính toán các khoản phí và khoản thưởng được trả cho công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát. Các quỹ đầu tư phải quy định rõ phương pháp tính toán giá trị tài sản ròng trong điều lệ quỹ. Giá trị tài sản ròng được tính toán thường xuyên và công bố một cách công khai trên các phương tiện công bố thông tin và các ấn phẩm của công ty quản lý quỹ. Có hai chỉ tiêu cơ bản:

##### *Giá trị tài sản ròng (NAV)*

$NAV = \text{Tổng tài sản có của quỹ} - \text{Tổng nợ phải trả của quỹ.}$

##### *Giá trị tài sản ròng trên một đơn vị quỹ (NAV per unit)*

$NAV \text{ per unit} = NAV / N$

Với N là tổng số chứng chỉ quỹ (hoặc cổ phần) đang lưu hành

##### • *Tổng nợ phải trả*

Ngoại trừ một số loại hình quỹ đầu tư đặc biệt, trong hoạt động của mình các quỹ đầu tư thường không được đi vay hoặc chỉ được đi vay trong những trường hợp đặc biệt một cách hạn chế. Do vậy tổng nợ phải trả của quỹ đầu tư chủ yếu là các chi phí đến hạn thanh toán của quỹ gồm: phí quản lý, phí thưởng hoạt động, phí lưu ký, phí giám sát, phí môi giới và các chi phí khác.



THƯ VIỆN  
HUBT

517

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

• **Tổng tài sản có của quỹ**

Quỹ đầu tư có thể nắm giữ nhiều loại tài sản khác nhau như: tiền mặt, tiền gửi ngân hàng các khoản phải thu, cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu chưa niêm yết, trái phiếu, các công cụ thị trường tiền tệ, vốn cổ phần riêng lẻ, chứng khoán phái sinh, bất động sản... Điều lệ của quỹ đầu tư cần quy định rõ về phương pháp định giá từng loại tài sản một. Giá trị các tài sản của quỹ được xác định theo giá thị trường tại thời điểm gần nhất. Trường hợp không có giá thị trường, sẽ có thể xem xét sử dụng các loại giá khác như giá mua, giá trị sổ sách, kết quả định giá của các tổ chức định giá độc lập cũng như sử dụng các mô hình lý thuyết định giá.

**Bài đọc thêm**

**Điều 88. Xác định giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư chứng khoán**

1. Việc xác định giá trị tài sản ròng trên một đơn vị quỹ đầu tư chứng khoán do công ty quản lý quỹ thực hiện và được ngân hàng giám sát xác nhận.

2. Việc xác định giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư chứng khoán phải tuân thủ các nguyên tắc sau đây:

a) Đối với chứng khoán niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán, giá của các chứng khoán được xác định là giá đóng cửa hoặc giá trung bình của ngày giao dịch trước ngày định giá;

b) Đối với các tài sản không phải là chứng khoán quy định tại điểm a khoản này, việc xác định giá trị tài sản phải dựa trên quy trình và phương pháp xác định giá trị tài sản được nêu rõ trong Điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán. Quy trình và phương pháp định giá phải rõ ràng, hợp lý để áp dụng thống nhất và phải được ngân hàng giám sát xác nhận và Ban đại diện quỹ đầu tư chứng khoán, Đại hội nhà đầu tư phê chuẩn. Các bên tham gia định giá tài sản phải độc lập với công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát hoặc ngân hàng lưu ký;

c) Các tài sản bằng tiền bao gồm cổ tức, tiền lãi được tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán tại thời điểm xác định.

3. Giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư chứng khoán phải được công bố công khai định kỳ theo quy định tại Điều 105 của Luật này

(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH 11)



THƯ VIỆN  
HUBT  
518

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



### 10.4.3 Chi phí của quỹ đầu tư

Hoạt động của quỹ đầu tư phát sinh nhiều loại phí và chi phí khác nhau, với nhiều mức độ, cách thức và đối tượng chi trả khác nhau. Nhưng nhìn chung tất cả các chi phí này là do nhà đầu tư chi trả cho các tổ chức cung cấp dịch vụ như công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát, công ty kiểm toán, tổ chức môi giới... Khi xem xét lựa chọn quỹ đầu tư, nhà đầu tư cần phải xem xét một cách kỹ lưỡng yếu tố này, bởi nó sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến kết quả đầu tư thực tế.

#### 10.4.3.1 Phí phát hành và mua lại chứng chỉ quỹ

Đối với quỹ đầu tư dạng mở, quỹ thực hiện việc phát hành và mua lại chứng chỉ quỹ một cách liên tục. Việc giao dịch các chứng chỉ quỹ thường thông qua các nhà môi giới. Do vậy, các nhà đầu tư thường phải trả các khoản phí phát sinh khi mua chứng chỉ quỹ mới và bán lại chứng chỉ quỹ cho quỹ, các quỹ này được gọi là quỹ tính phí (load funds).

**Phí phát hành (Front – end load hay Sales Charge)** là khoản phí khách hàng phải chi trả khi mua chứng chỉ quỹ mới.

**Phí mua lại (Back – end load, deferred load hay Redemption fee)** là khoản phí khách hàng phải thanh toán khi bán lại chứng chỉ quỹ cho quỹ. Khoản phí này có thể biểu hiện dưới hình thức một số tiền cố định hay tỉ lệ phần trăm trên giá trị mua lại. Phí mua lại nhằm mục đích trang trải chi phí của nhà môi giới đồng thời hạn chế việc bán lại chứng chỉ quỹ và rút tiền sớm của các nhà đầu tư.

Ngoài phí mua lại và phí phát hành, các cơ quan quản lý còn thường cho phép các công ty quản lý quỹ hỗ trợ sử dụng tài sản của quỹ để chi trả cho các chi phí như quảng cáo, tiếp thị và đặc biệt là trả thù lao cho các nhà môi giới phân phối chứng chỉ quỹ. Khoản phí này gọi là **phí phân phối và dịch vụ** (Distribution and/or Service, tại Mỹ còn gọi là 12b-1 charge), phí được tính hàng năm và thường không được vượt quá 1% giá trị tài sản ròng của quỹ.

**Phí trao đổi (Exchange Fee):** là khoản phí nhà đầu tư phải chi trả khi chuyển tiền đầu tư từ quỹ đầu tư này sang quỹ đầu tư khác trong cùng một nhóm quỹ đầu tư (Family fund) do công ty quản lý quỹ quản lý.





Quỹ có thể áp dụng các cách tính phí khác nhau, quỹ có thể chỉ tính phí phát hành mà không tính phí mua lại (front-end load fund hay Class A), quỹ không tính phí phát hành mà chỉ tính phí mua lại (back-end load fund hay Class B). Do áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng trong ngành dịch vụ quản lý quỹ, đồng thời sự phát triển của công nghệ cho phép thực hiện các giao dịch mua bán chứng chỉ quỹ một cách trực tiếp với quỹ đầu tư, các tỉ lệ phí trên có xu hướng giảm dần và bắt đầu xuất hiện các quỹ đầu tư không tính phí phát hành và phí mua lại đối với nhà đầu tư. Các quỹ này được gọi là quỹ không tính phí (No load fund), quỹ đầu tư phát hành và mua lại chứng chỉ quỹ từ đúng bằng với giá trị tài sản ròng của quỹ, quỹ không tính phí ngày càng phổ biến và chiếm đa số trong các quỹ hỗ tương. Tuy nhiên để hạn chế việc bán lại chứng chỉ quỹ và rút tiền sớm của các nhà đầu tư, khuyến khích đầu tư dài hạn các quỹ thường tính phí giao dịch ngắn hạn (*Short term trading fee*). Nhà đầu tư phải trả các mức phí khác nhau, nếu mua và bán lại chứng chỉ quỹ trong các thời hạn 30 - 90 - 180 - 360 ngày.

Đối với quỹ đầu tư dạng đóng, **phí phát hành** là khoản phí mà nhà đầu tư phải trả cho công ty quản lý quỹ khi mua chứng chỉ quỹ để trang trải cho những chi phí phát hành chứng chỉ quỹ và thành lập quỹ như chi phí quảng cáo, phí tư vấn pháp lý, hoa hồng cho nhà môi giới, phí in ấn hồ sơ tài liệu... Phí này chỉ thu một lần ngay khi phát hành và thường xoay quanh mức 2% trên giá trị phát hành.

#### 10.4.3.2 Chi phí hoạt động

Đây là những khoản chi phí phát sinh một cách thường xuyên nhằm đảm bảo cho hoạt động của quỹ đầu tư. Các khoản chi phí hoạt động chủ yếu bao gồm:

- **Phí quản lý quỹ:** là loại phí được trả cho công ty quản lý quỹ để thực hiện dịch vụ quản lý đầu tư và điều hành quỹ. Phí được tính hàng năm trên giá trị tài sản ròng trung bình của quỹ, tùy vào từng loại hình quỹ và từng quỹ đầu tư cụ thể sẽ có tỉ lệ phí khác nhau và thường giao động trong khoảng 1 - 3%/năm trên giá trị tài sản ròng trung bình. Phí quản lý thường được tạm tính và thanh toán trên cơ sở hàng tháng.



- **Phí lưu ký và giám sát:** là phí được trả cho ngân hàng lưu ký và ngân hàng giám sát để thực hiện các dịch vụ lưu ký và bảo quản tài sản quỹ và giám sát hoạt động của quỹ đầu tư. Phí được tính hàng năm trên giá trị tài sản ròng trung bình của quỹ. Phí quản lý thường được tạm tính và thanh toán trên cơ sở hàng tháng.
- **Chi phí khác:** phí môi giới hợp lý liên quan đến giao dịch tài sản quỹ, chi phí liên quan đến kiểm toán quỹ, chi phí liên quan đến tư vấn luật, thù lao cho ban đại diện quỹ, chi phí triệu tập và hội họp cho đại hội nhà đầu tư, chi phí dịch vụ định giá và đánh giá tài sản quỹ trả cho tổ chức định giá độc lập, thuế phí và lệ phí mà quỹ phải thanh toán theo quy định của pháp luật và các khoản chi phí hợp lệ khác. Thông thường tất cả khoản phí trên không được phép vượt một tỉ lệ nhất định (thông thường là 1%) trên giá trị tài sản ròng của quỹ hàng năm.

#### 10.4.3.3 Phí thưởng hoạt động

**Phí thưởng hoạt động (Performance fee)** hay còn gọi là phí thưởng khuyến khích (Incentive fee) khoản phí mà quỹ đầu tư trả cho công ty quản lý quỹ khi tỉ lệ tăng trưởng tài sản ròng của quỹ vượt một tỉ lệ nhất định. Các quỹ đầu tư thường chỉ trả khoản phí này nhằm động viên khuyến khích công ty quản lý quỹ nỗ lực gia tăng lợi nhuận cho quỹ, gắn quyền lợi của công ty quản lý quỹ với kết quả hoạt động của quỹ.

Cơ cấu cách tính phí thưởng bao gồm hai yếu tố, tỉ suất lợi nhuận chuẩn (Hurdle Rate) và tỉ lệ thưởng trên phần lợi nhuận vượt (Excess Return). Tỉ suất lợi nhuận chuẩn có thể hiểu giống như hàng rào công ty quản lý quỹ phải vượt qua để có thưởng, nếu tỉ suất sinh lời của quỹ lớn hơn tỉ lệ này thì sẽ được thanh toán phí thưởng. Tùy từng quỹ đầu tư, tỉ suất lợi nhuận chuẩn có thể là một tỉ lệ cố định (10% - 15% - 20%), hoặc được thả nổi tham chiếu theo chỉ số nào đó như tỉ lệ lạm phát, lợi suất trái phiếu kho bạc, tốc độ tăng của chỉ số chứng khoán... hoặc kết hợp các chỉ số tham chiếu này. Các quỹ đầu tư có chiến lược đầu tư càng mạo hiểm thì đòi hỏi tỉ suất lợi nhuận chuẩn càng cao và ngược lại. Đồng thời cũng tùy sự lựa chọn của công ty quản lý quỹ, thông thường nếu tỉ suất lợi nhuận chuẩn càng cao thì tỉ lệ thưởng trên phần lợi nhuận vượt cũng càng cao.



$$\text{Phí thưởng hoạt động} = \text{Tỷ lệ thưởng} \times \text{Lợi nhuận vượt trội}$$
$$\text{LN vượt trội} = \text{NAV cuối năm} - [\text{NAV đầu năm} \times (1 + \text{tỷ suất LN chuẩn})]$$

Nhằm tránh việc chi trả phí thưởng trùng trên cùng một khoản lợi nhuận được tạo ra và nhằm tránh việc công ty quản lý quỹ có thể tạo ra những kết quả lỗ lớn trong những năm khó khăn hoặc lãi lớn trong những năm thuận lợi nhằm nâng khống mức tiền thưởng. Các quỹ đầu tư thường thực hiện chính sách trả thưởng trong đó, NAV được đánh dấu cho từng năm và phần thưởng chỉ được trả cho phần NAV cao hơn mức NAV cao nhất đã đạt được trong quá khứ thay vì phần NAV tăng trong năm. Mức thưởng phải được điều chỉnh giảm trừ và sẽ không được thanh toán nếu hoạt động đầu tư tại các năm liền trước bị thua lỗ và mức lỗ này chưa được bù đắp.

***Ví dụ: Cơ cấu phí quản lý và phí thưởng hoạt động của Quỹ Cân Bằng Prudential***

***( Prudential Balanced Fund – BF1)***

*Quỹ cân bằng (BF1) do công ty quản lý quỹ Prudential Việt Nam Quản Lý. Quy mô vốn điều lệ 500 tỉ. Quỹ BF1, được thành lập từ tháng 7/2006 và được niêm yết trên SGDCK TP.HCM*

- *Phí quản lý: 2% hàng năm trên NAV và được thanh toán trên cơ sở hàng tháng.*
- *Phí thưởng hoạt động: 20% phần chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế mà quỹ đạt được với lợi nhuận theo tỷ suất lợi nhuận chuẩn (Hurdle Rate)*
  - *Tỷ suất LN chuẩn = Tỷ suất LN so sánh (Benchmark Rate) + 1%*
  - *Tỷ suất LN so sánh = 35% \* Tỷ lệ thay đổi VN-Index + 65% \* Lợi suất trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm.*

#### 10.4.4 Hoạt động đầu tư

##### 10.4.4.1 Mục tiêu đầu tư

Thông thường phần đầu tiên của điều lệ và bản cáo bạch của quỹ phải trình bày một cách cụ thể về mục tiêu của quỹ. Các quỹ đầu tư phải phát biểu mục



tiêu của mình một cách cẩn trọng và rõ ràng nhằm tạo ra một sự hiểu biết qua lại, liên tục và nhất quán về các mục tiêu này. Mục tiêu đầu tư đóng vai trò quan trọng vì mục là cơ sở để xây dựng và điều chỉnh danh mục đầu tư của quỹ, là cơ sở để đánh giá hiệu quả hoạt động đầu tư của quỹ. Các quỹ đầu tư khác nhau có mục tiêu đầu tư khác nhau và nhà đầu tư sẽ lựa chọn các quỹ đầu tư có mục tiêu đầu tư phù hợp với mục tiêu đầu tư của mình. Các nhà đầu tư tổ chức và cá nhân thường theo đuổi các mục tiêu đầu tư cơ bản bao gồm:

**Mục tiêu tăng trưởng vốn (Capital Appreciation):** là mục tiêu phù hợp khi nhà đầu tư mong muốn danh mục đầu tư gia tăng giá trị thực trong một khoảng thời gian nhất định nhằm đáp ứng các nhu cầu trong tương lai. Trong chiến lược này sự tăng trưởng thường có được chủ yếu từ sự tăng giá của các tài sản đầu tư trong danh mục. Lúc này thu nhập thường xuyên trở thành mục tiêu thứ yếu.

**Mục tiêu thu nhập thường xuyên (Current Income):** nhà đầu tư mong muốn danh mục đầu tư phải tạo ra những khoản thu nhập đều đặn định kỳ (hàng tháng, hàng quý, hàng năm). Sự tăng trưởng vốn trong tương lai là mục tiêu thứ yếu. Mục tiêu này thường phù hợp với các nhà đầu tư mong muốn có thêm các khoản thu nhập từ danh mục đầu tư nhằm đáp ứng cho các chi phí sinh hoạt hoặc các nhu cầu chi trả thường xuyên của mình.

**Mục tiêu bảo toàn vốn (Capital Preservation):** nhà đầu tư muốn tối thiểu hóa rủi ro. Nhà đầu tư muốn duy trì giá trị thực của khoản đầu tư, nói cách khác thu nhập của khoản đầu tư yêu cầu phải lớn hơn so với lạm phát. Mục tiêu này phù hợp với những nhà đầu tư rất ngại rủi ro hoặc những nhà đầu tư có thời hạn đầu tư ngắn.

Từ các mục tiêu cơ bản trên, các công ty quản lý quỹ có thể thiết kế ra các quỹ đầu tư có mục tiêu khác nhau như: Quỹ thu nhập (Income Fund) chủ yếu theo đuổi mục tiêu thu nhập thường xuyên, Quỹ tăng trưởng (Growth Fund) chủ yếu theo đuổi mục tiêu tăng trưởng vốn, Quỹ cân bằng (Balanced Fund) hướng đến sự cân bằng giữa các mục tiêu trên. Cụ thể hơn, mục tiêu đầu tư hay các nội dung khác của tài liệu quỹ có thể đề cập một cách chi tiết hơn về các nội dung



liên quan đến mục tiêu đầu tư như: Lợi nhuận mục tiêu (Performance Target), mức độ chấp nhận rủi ro (Risk tolerance), yêu cầu về thanh khoản và thời hạn thu hồi vốn (Liquidity and Time horizon). Cùng với các yếu tố khác những ưu tiên đầu tư (Preferences), những hạn chế hạ đầu tư (Constraints), hay những yêu cầu khác về trách nhiệm xã hội, đạo đức nghề nghiệp...

*Ví dụ: Mục tiêu đầu tư của Quỹ đầu tư*

**Quỹ đầu tư tăng trưởng Manulife (MAFFFI)**

*Mục tiêu đầu tư của Quỹ MAFFFI là cung cấp sự tăng trưởng vốn trong thời gian từ trung hạn đến dài hạn bằng việc đầu tư vào các cổ phiếu tại Việt Nam. Mục tiêu đầu tư chính của Quỹ là tăng trưởng vốn, do đó thu nhập từ cổ tức (nếu có) không phải là một yếu tố quan trọng.*

**Quỹ đầu tư cân bằng Prudential (PRUBFI)**

*Mục tiêu của Quỹ là một nguồn thu nhập định kỳ, đồng thời nâng cao giá trị vốn cho nhà đầu tư*

#### 10.4.4.2 Danh mục đầu tư của quỹ và chính sách đầu tư

Trong các tài liệu quỹ, quỹ đầu tư phải công bố về danh mục đầu tư của quỹ, về các loại hình tài sản mà quỹ có thể thực hiện đầu tư và nắm giữ trong danh mục đầu tư của mình. Danh mục đầu tư của quỹ có thể bao gồm: Cổ phiếu (cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu chưa niêm yết, cổ phiếu trong nước, cổ phiếu nước ngoài...), các công cụ đầu tư có lợi suất cố định (cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty theo các mức xếp hạng tín nhiệm khác nhau, các công cụ có nguồn gốc từ các tài sản được chứng khoán hóa – Asset Backed Securities, các công cụ thị trường tiền tệ), các công cụ tài chính phái sinh, bất động sản, các hình thức đầu tư khác (vốn cổ phần riêng lẻ - Private equity, vốn đầu tư mạo hiểm - Venture capital, các loại hàng hoá - Commodities, ngoại tệ - Foreign Currency... Tùy thuộc vào loại hình quỹ và mục tiêu đầu tư của quỹ, mỗi quỹ sẽ có danh mục đầu tư bao gồm những loại tài sản khác nhau.

Chính sách phân bổ tài sản (*Assets Allocation*) là quyết định tỉ lệ phân bổ tài sản của quỹ đầu tư vào các loại tài sản đầu tư chính để đạt được mục tiêu đầu tư đã đặt ra. Loại tài sản (*Assets Class*) là tập hợp của các tài sản đầu tư



THƯ VIỆN  
HUBT  
524

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

có các đặc tính và mối quan hệ lợi nhuận – rủi ro tương tự nhau. Loại tài sản như trái phiếu, cổ phiếu... có thể được tiếp tục chia thành các nhóm nhỏ hơn như trái phiếu có thể bao gồm: trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp. Trái phiếu doanh nghiệp có thể được chia thành nhiều nhóm nhỏ khác nhau tùy theo mức độ xếp hạng tín nhiệm. Cổ phiếu có thể được chia thành: Cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu trên thị trường OTC hay nhóm các cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn, nhóm các cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ... Quyết định phân bổ tài sản là đặc biệt quan trọng, vì nó chi phối việc thực hiện của hầu hết toàn bộ danh mục đầu tư. Thông thường chính sách đầu tư sẽ được đại hội nhà đầu tư thông qua và sửa đổi, các công ty quản lý quỹ phải chấp hành chính sách đầu tư đã được ghi trong điều lệ quỹ.

***Ví dụ: Chính sách đầu tư***

***Quỹ đầu tư PRUBF1 do CTQLQ Prudential quản lý.***

- 30-100% giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư vào các công nợ bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu công ty và tiền gửi ngân hàng.
- 0-70% giá trị tài sản ròng của quỹ vào cổ phiếu niêm yết và cổ phiếu chưa niêm yết.
- Quỹ sẽ duy trì tỉ lệ tối thiểu 60% giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư vào chứng khoán trong suốt thời gian hoạt động của quỹ.

***Quỹ đầu tư tăng trưởng Manulife (MAFPF1) do CTQLQ Manulife quản lý***

- Tài sản của quỹ được đầu tư theo tỉ lệ sau.
- Đầu tư từ 65% đến 95% giá trị tài sản ròng của quỹ vào cổ phiếu niêm yết.
- Đầu tư từ 0% đến 25% giá trị tài sản ròng vào cổ phiếu trên thị trường OTC.
- Từ 0% đến 10% giá trị tài sản ròng của quỹ vào tiền mặt và những công cụ nợ

Ngoài ra chính sách đầu tư của quỹ đầu tư cũng phải quy định một cách rõ ràng về những hạn chế đầu tư, các hạn chế đầu tư được soạn thảo nhằm đảm bảo an toàn trong hoạt động đầu tư và trên cơ sở tuân thủ các quy định của pháp luật.



**Bài đọc thêm**

Công ty quản lý quỹ không được sử dụng vốn và tài sản của quỹ đầu tư chứng khoán để thực hiện các hoạt động sau đây:

- a) Đầu tư vào chứng chỉ quỹ của chính quỹ đại chúng đó hoặc của một quỹ đầu tư khác;
- b) Đầu tư vào chứng khoán của một tổ chức phát hành quá mười lăm phần trăm tổng giá trị chứng khoán đang lưu hành của tổ chức đó;
- c) Đầu tư quá hai mươi phần trăm tổng giá trị tài sản của quỹ vào chứng khoán đang lưu hành của một tổ chức phát hành;
- d) Đầu tư quá mười phần trăm tổng giá trị tài sản của quỹ đóng vào bất động sản; đầu tư vốn của quỹ mở vào bất động sản;
- đ) Đầu tư quá ba mươi phần trăm tổng giá trị tài sản của quỹ đại chúng vào các công ty trong cùng một nhóm công ty có quan hệ sở hữu với nhau;
- e) Cho vay hoặc bảo lãnh cho bất kỳ khoản vay nào.

(Luật Chứng Khoán – Luật Số 70/2006/QH 11)

**10.4.4.3 Chiến lược đầu tư**

Lựa chọn chiến lược đầu tư là một khâu quan trọng, nó là cầu nối truyền dẫn mục tiêu đầu tư và chính sách phân bổ tài sản đến công đoạn thực hiện cụ thể là lựa chọn tài sản. Nó là kim chỉ nam hướng dẫn quan trọng khi tiến hành xây dựng danh mục đầu tư và toàn bộ quá trình điều chỉnh danh mục đầu tư sau đó. Các quỹ đầu tư thường phải xây dựng và tuyên bố về chiến lược đầu tư cụ thể của mình. Có nhiều phương thức và căn cứ xây dựng chiến lược đầu tư khác nhau, nhưng được nhắc tới phổ biến nhất là chiến lược quản lý danh mục đầu tư chủ động và chiến lược quản lý danh mục đầu tư bị động hay sự phối hợp giữa hai chiến lược này. Quỹ đầu tư có thể xây dựng các chiến lược đầu tư theo nhóm yếu tố thị trường theo nhóm yếu tố ngành và nhóm cổ phiếu, theo nhóm yếu tố chứng khoán cụ thể. Cụ thể hơn chiến lược đầu tư có thể đề cập đến những nguyên tắc cơ bản trong việc lựa chọn tài sản đầu tư hay các phương pháp làm gia tăng giá trị khoản đầu tư một cách chủ động.



THƯ VIỆN  
HU 526

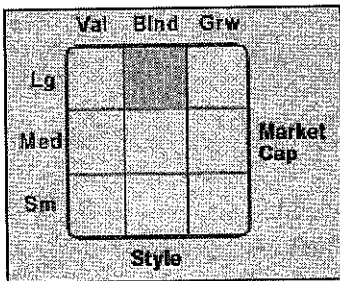
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



## Chương 10: Quỹ đầu tư

Các quỹ đầu tư có thể sử dụng các chiến lược đầu tư theo nhóm cổ phiếu phổ biến bao gồm: Chiến lược theo quy mô (Chiến lược tập trung vào nhóm cổ phiếu có quy mô lớn – Large Cap, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô nhỏ – Small Cap), chiến lược đầu tư theo mức độ tăng trưởng (Chiến lược tăng trưởng – Growth, chiến lược giá trị - Value)... Trên thực tế nhiều công ty quản lý quỹ đã phối hợp các chiến lược này để thiết kế ra các quỹ đầu tư cổ phiếu theo các chiến lược đầu tư khác nhau.

**Ví dụ các loại hình quỹ đầu tư theo chiến lược đầu tư của Vanguard:**



Dựa vào ma trận chiến lược đầu tư theo hai yếu tố giá trị vốn hoá và kiểu đầu tư, Vanguard thiết kế và xây dựng các quỹ đầu tư theo các chiến lược đầu tư khác nhau như:

Large – Value: Giá trị vốn hoá lớn – Đầu tư giá trị

Small – Growth: Giá trị vốn hoá nhỏ- Tăng trưởng.

Medium – Blend: Giá trị vốn hoá vừa – Kết hợp

Các chiến lược khác.....

### 10.4.4.4 Quy trình và nghiệp vụ đầu tư

Công ty quản lý quỹ tiến hành hoạt động đầu tư trên cơ sở mục tiêu đầu tư, chính sách đầu tư, chiến lược đầu tư đã được thông qua trong điều lệ quỹ. Mỗi quỹ đầu tư có thể đầu tư vào những loại tài sản khác nhau, có các phương pháp và chiến lược đầu tư khác nhau. Tuy nhiên quy trình đầu tư thường bao gồm các bước căn bản như:

- **Tìm kiếm và đánh giá chung các cơ hội đầu tư trên thị trường (Investment Sourcing and Screening):** ban quản lý quỹ và các nhân viên phụ trách đầu tư sẽ tìm kiếm và xem xét cơ hội đầu tư trên thị trường, mục tiêu của bước này là tìm những cơ hội đầu tư phù hợp về cơ bản với các tiêu chí đầu tư của quỹ. Tùy theo mục tiêu đầu tư và chính sách phân bổ tài sản của quỹ, hoạt động tìm kiếm cơ hội đầu tư có thể thực hiện trên các thị trường khác nhau như: thị trường cổ phiếu niêm yết, thị trường cổ phiếu OTC, thị trường IPO, thị trường đầu tư vốn riêng lẻ (Private Equity), thị



527

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



trường trái phiếu, thị trường tiền tệ, bất động sản... Việc tìm kiếm cơ hội đầu tư có thể được thực hiện thông qua các nghiên cứu thị trường, các nhà môi giới, các mối quan hệ kinh doanh và cá nhân.

• **Phân tích và đánh giá dự án đầu tư cụ thể (Investment Analysis and Appraisal):** sau khi đã tìm kiếm được các cơ hội đầu tư phù hợp, bộ phận phân tích đầu tư sẽ tiến hành phân tích và đánh giá một cách sâu sắc và kỹ lưỡng hơn. Nhìn chung mục tiêu của bước này là phân tích và đánh giá các yếu tố như khả năng sinh lợi, mức độ rủi ro và tính thanh khoản của khoản đầu tư, nhằm phục vụ cho việc ra quyết định đầu tư. Mỗi loại hình đầu tư khác nhau sẽ có những phương pháp và tiêu chí phân tích đánh giá khác nhau. Đối với đầu tư cổ phiếu, các phương pháp phân tích và lựa chọn cổ phiếu chủ yếu bao gồm phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật. **Phân tích cơ bản (Fundamental Analysis)** là phương pháp phân tích trong đó nhà phân tích sẽ sử dụng các tiếp cận phân tích từ trên xuống (top – down) hoặc quy trình phân tích từ dưới lên (bottom – up). Các bước phân tích bao gồm: phân tích vĩ mô và thị trường, phân tích ngành và phân tích công ty để từ đó xác định giá trị nội tại của cổ phiếu. Trên cơ sở đó so sánh giá trị nội tại với giá thị trường của cổ phiếu để đưa ra quyết định đầu tư. **Phân tích kỹ thuật (Technical Analysis)** là việc nghiên cứu hành vi của thị trường chủ yếu bằng việc sử dụng đồ thị nhằm mục đích dự báo xu hướng giá trong tương lai. Các quỹ đầu tư có thể theo trường phái phân tích cơ bản, có thể theo trường phái phân tích kỹ thuật hoặc kết hợp cả hai phương pháp này trong phân tích và đầu tư cổ phiếu. Đối với đầu tư trái phiếu về nguyên tắc cũng như các loại tài sản tài chính khác, việc phân tích đầu tư trái phiếu cũng có thể dựa vào phương pháp phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật. Tuy nhiên việc phân tích đầu tư trái phiếu có những đặc điểm riêng. Nội dung phân tích trái phiếu thường bao gồm: phân tích và ước lượng rủi ro của trái phiếu, đo lường lợi suất của trái phiếu và định giá trái phiếu. Trái phiếu có các rủi ro đặc thù như rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất, rủi ro tái đầu tư, rủi ro đường cong lãi suất... Nhà đầu tư phải phân tích và đánh giá được các rủi ro này nhằm tìm ra cơ hội đầu tư vào các trái phiếu có cùng mức độ rủi ro nhưng có lợi suất cao hơn, đồng thời nhằm xác định tỉ suất lợi nhuận yêu cầu phù hợp phục vụ cho việc



THƯ VIỆN  
H528

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

định giá trái phiếu. Để dự đoán xu hướng biến động giá của trái phiếu nhằm đưa ra các chiến lược kinh doanh phù hợp, nhà đầu tư trái phiếu phải phân tích các yếu tố như phân tích dự báo xu hướng biến động của lãi suất, phân tích tểnh dụng nhằm đánh giá và dự báo sự thay đổi trong xếp hạng tín nhiệm của công ty, dự báo sự thay đổi của đường cong lãi suất... Ngoài trái phiếu và cổ phiếu là những tài sản đầu tư quan trọng, quỹ đầu tư còn có thể đầu tư vào các loại tài sản khác như các công cụ trên thị trường tiền tệ, bất động sản, vàng, vốn đầu tư mạo hiểm, vốn cổ phần riêng lẻ, các chứng khoán phái sinh... Mỗi loại hình thức đầu tư này đều có những phương pháp phân tích đầu tư đặc thù khác nhau.

- **Xem xét và lựa chọn các tài sản đầu tư vào danh mục đầu tư (Investment Review and Approval):** đây là công đoạn rất quan trọng, trên cơ sở các phân tích và đánh giá đã được thực hiện ở bước trước, ban điều hành quỹ sẽ ra quyết định thực hiện đầu tư hay bác bỏ dự án. Mỗi quỹ đầu tư có quy trình và phân cấp ra quyết định đầu tư khác nhau, nhưng những khoản đầu tư có giá trị lớn và quan trọng thường phải được thông qua hội đồng đầu tư. Sau khi quyết định đầu tư quỹ sẽ tiến hành giải ngân, công đoạn này đòi hỏi quỹ đầu tư phải thực hiện các chiến lược giao dịch và đàm phán nhằm thực hiện đầu tư một cách hiệu quả nhất.

- **Giám sát sau đầu tư (Post – Investment Monitoring):** sau khi thực hiện đầu tư công ty quản lý quỹ phải tiếp tục theo dõi và cập nhật thông tin về khoản đầu tư. Các báo cáo phân tích và mô hình định giá cần được cập nhật một cách liên tục để giúp quỹ có thể ra quyết định điều chỉnh kịp thời. Trường hợp các quỹ đầu tư nắm giữ tỉ lệ sở hữu lớn trong các công ty nhận đầu tư còn có thể cử người tham gia vào hội đồng quản trị và ban kiểm soát của các công ty, nhằm có thể giám sát một cách chặt chẽ hoạt động của công ty nhằm đảm bảo tính minh bạch, đồng thời có các hoạt động hỗ trợ, tư vấn, nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp từ đó gia tăng giá trị doanh nghiệp một cách chủ động.

- **Thoái vốn (Exit):** bước cuối cùng của quy trình đầu tư là thoái vốn, quỹ sẽ thực hiện việc bán các khoản đầu tư nhằm thu hồi vốn. Việc thoái vốn có thể



được thực hiện do nhiều lý do khác nhau như: khoản đầu tư đạt được lợi nhuận kỳ vọng, chạm đến mức thua lỗ giới hạn, có thông tin không tốt được cập nhật từ tổ chức phát hành, điều kiện thị trường thay đổi... Như vậy, quyết định thoái vốn cũng tùy thuộc vào mục tiêu và chiến lược đầu tư, tình trạng thực tế của khoản đầu tư cũng như những điều kiện cụ thể của thị trường. Các quỹ đầu tư thường phải có những phân tích, đánh giá, cũng như những chiến lược thực hiện cụ thể khi thoái vốn.

## TÓM TẮT CHƯƠNG 10

- *Quỹ đầu tư là một trung gian tài chính, thực hiện việc bán chứng chỉ quỹ cho các nhà đầu tư để huy động vốn và đầu tư số tiền thu được vào một danh mục đầu tư chứng khoán đa dạng. Cùng với ngân hàng thương mại và công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư đã trở thành nhóm các trung gian tài chính có quy mô tài sản lớn nhất. Đối với các nhà đầu tư, quỹ đầu tư là một công cụ đầu tư tập thể (Pooled Investment Vehicles) mang đến cho nhà đầu tư nhiều lợi ích, trong đó quan trọng nhất là giúp giảm thiểu rủi ro thông qua việc đa dạng hóa danh mục đầu tư và dịch vụ quản lý đầu tư chuyên nghiệp.*
- *Trên thực tế có nhiều loại hình quỹ đầu tư dựa trên những tiêu chí phân loại khác nhau. Một số loại hình quỹ đầu tư phổ biến bao gồm: Quỹ đại chúng và quỹ thành viên (căn cứ theo phạm vi huy động vốn); Quỹ đầu tư dạng công ty và quỹ đầu tư dạng hợp đồng (căn cứ theo hình thức pháp lý); Quỹ đầu tư dạng đóng và quỹ đầu tư dạng mở (căn cứ theo cấu trúc vận động); Quỹ đầu tư cổ phiếu, quỹ đầu tư trái phiếu, quỹ thị trường tiền tệ, quỹ đầu tư bất động sản, quỹ đầu tư vốn tư nhân... (căn cứ theo chính sách phân bổ tài sản); Quỹ tăng trưởng, quỹ thu nhập, quỹ cân bằng (căn cứ theo mục tiêu đầu tư). Các loại hình quỹ đầu tư này có những đặc điểm và tính chất khác nhau, những đặc điểm và tính chất này có thể ảnh hưởng đến quá trình thành lập và vận hành của quỹ, sự điều chỉnh và quản lý của pháp luật, quyền lợi và nghĩa vụ của nhà đầu tư, sự lựa chọn của nhà đầu tư đối với các loại sản phẩm quỹ đầu tư.*



THƯ VIỆN  
HUBT  
530

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- Mỗi loại hình quỹ đầu tư khác nhau có thể có mô hình tổ chức khác nhau. Tuy nhiên ba thành phần cơ bản trong mô hình tổ chức và hoạt động của quỹ đầu tư thường bao gồm: nhà đầu tư, công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát. Trong đó, nhà đầu tư có quyền quyết định cao nhất và thực hiện quyền của mình thông qua các chế định như: Đại hội nhà đầu tư hoặc hội đồng quản trị. Công ty quản lý quỹ chịu trách nhiệm điều hành và quản lý hoạt động đầu tư tuân thủ theo đúng pháp luật và điều lệ quỹ. Ngân hàng giám sát chịu trách nhiệm thực hiện việc bảo quản, lưu giữ tài sản của quỹ đồng thời giám sát công ty quản lý quỹ nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư.
- Các nghiệp vụ cơ bản của quỹ đầu tư bao gồm: thành lập quỹ và huy động vốn, xác định giá trị tài sản ròng, tính toán các loại chi phí và thuế của quỹ, hoạt động đầu tư... Trong hoạt động đầu tư, công ty quản lý quỹ chịu trách nhiệm tiến hành các hoạt động đầu tư cụ thể trên cơ sở chấp hành mục tiêu đầu tư, chính sách đầu tư, hạn chế đầu tư, chiến lược đầu tư được quy định tại điều lệ quỹ do đại hội nhà đầu tư thông qua và quyết định sửa đổi.

## **CÂU HỎI THẢO LUẬN**

1. Hãy nêu khái niệm và mô tả những nguyên tắc hoạt động cơ bản của quỹ đầu tư.
2. Hãy nêu những lợi ích của quỹ đầu tư đối với nhà đầu tư.
3. Hãy phân biệt các loại hình quỹ đầu tư như: quỹ đại chúng, quỹ thành viên; quỹ đầu tư dạng công ty, quỹ đầu tư dạng hợp đồng; quỹ đầu tư dạng đóng, quỹ đầu tư dạng mở và liên hệ thực tế tại Việt Nam.
4. Hãy nêu những nét chính về quyền hạn và nghĩa vụ của nhà đầu tư, công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát trong mô hình quỹ đầu tư dạng hợp đồng.
5. Trình bày những hoạt động chủ yếu của một quỹ đầu tư.



## CHƯƠNG 11

# CÁC TỔ CHỨC HỖ TRỢ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

*Các tổ chức hỗ trợ đóng vai trò ngày càng quan trọng trên thị trường tài chính, nó giúp cho hoạt động của các chủ thể trên thị trường tài chính diễn ra đúng mục đích, chính xác, nhịp nhàng và nhanh chóng. Chương 11 sẽ trình bày nội dung cơ bản của một số tổ chức chính hỗ trợ quan trọng trên thị trường tài chính, bao gồm: công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ; sở giao dịch chứng khoán, hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán. Thông qua đó, người đọc có thể biết và hiểu rõ hơn về khái niệm, đặc điểm, vai trò, mô hình hoạt động và nghiệp vụ của các tổ chức hỗ trợ này trên thị trường tài chính nói chung.*

### 11.1 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

#### 11.1.1 Khái niệm và vai trò của công ty chứng khoán

Công ty chứng khoán là một định chế tài chính trung gian chuyên kinh doanh chứng khoán; thực hiện một, một số hoặc toàn bộ các nghiệp vụ: môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán.

Ở Việt Nam, công ty chứng khoán thành lập dưới loại hình là công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn và được cấp phép kinh doanh bởi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Loại hình này thuộc nhóm công ty thành lập có điều kiện; điều kiện thành lập công ty chứng khoán được quy định rất chặt chẽ trong Luật Chứng khoán và các văn bản dưới luật.

Vai trò của công ty chứng khoán được thể hiện qua các nghiệp vụ của công ty chứng khoán. Thông qua các hoạt động này các công ty chứng khoán đã



THƯ VIỆN  
HUBT

532

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

thực sự tạo ra ảnh hưởng mạnh mẽ đến sự phát triển của thị trường chứng khoán nói riêng và của cả nền kinh tế nói chung. Công ty chứng khoán đã trở thành tác nhân quan trọng không thể thiếu trong quá trình phát triển của thị trường chứng khoán. Công ty chứng khoán có 5 vai trò chủ yếu trên thị trường tài chính:

- **Huy động vốn:** Công ty chứng khoán là định chế tài chính bán trung gian nên vai trò huy động vốn của nó được thể hiện đơn giản như một chiếc cầu nối hoặc kênh dẫn vốn từ một hay một số bộ phận nào đó của nền kinh tế thừa vốn đến các bộ phận khác của nền kinh tế đang thiếu vốn. Các công ty chứng khoán thường đảm nhiệm các vai trò này qua các hoạt động tư vấn và bảo lãnh phát hành, môi giới chứng khoán, thu xếp vốn cho doanh nghiệp.

- **Cung cấp cơ chế giá cả cho các giao dịch của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán:** Vì nguyên tắc chủ đạo của thị trường chứng khoán là nguyên tắc trung gian, nên các giao dịch mua bán của các nhà đầu tư không được phép thực hiện trực tiếp tại Sở giao dịch chứng khoán mà phải được thực hiện thông qua trung gian là các công ty chứng khoán. Do đó, công ty chứng khoán sẽ đóng vai trò cung cấp giá cả của chứng khoán trên thị trường cho các nhà đầu tư, qua đó giúp nhà đầu tư xác định chính xác kết quả giao dịch và giá trị khoản đầu tư của mình.

Ngoài ra ở một số nước trên thế giới như Mỹ, công ty chứng khoán còn có khả năng điều tiết giá cả và tạo ra giá giao dịch hợp lý cho các loại chứng khoán thông qua vai trò nhà tạo lập thị trường (Market Maker), bằng cách mua vào khi giá chứng khoán giảm mạnh và bán ra khi giá chứng khoán tăng mạnh.

- **Tạo thanh khoản cho các giao dịch chứng khoán:** Các nhà đầu tư luôn muốn dùng tiền mặt mua chứng khoán và ngược lại bán chứng khoán để thu tiền mặt một cách nhanh chóng, chi phí thấp, trong một môi trường đầu tư ổn định. Với nhiệm vụ là trung gian giao dịch, các công ty chứng khoán đảm nhận được chức năng chuyển đổi này, giúp cho nhà đầu tư ít thiệt hại nhất khi tiến hành đầu tư.

Ngày nay, với sự phát triển của công nghệ thông tin, cách thức giao dịch mà công ty chứng khoán cung cấp cho các nhà đầu tư đã cải tiến rất nhiều, từ



533

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

cách thức nhận lệnh tại quầy, sau đó là qua điện thoại và fax, hiện nay là qua internet, giúp cho qua trình mua bán chứng khoán trở nên tiện lợi, nhanh chóng và giảm chi phí.

- **Thực hiện tư vấn tài chính:** Ngày nay, các công ty chứng khoán không chỉ thực hiện lệnh mua bán của khách hàng mà còn tham vào nhiều dịch vụ tư vấn khác nhau như: tư vấn đầu tư cho khách hàng cá nhân, tư vấn và bảo lãnh phát hành, tư vấn niêm yết, tư vấn M&A, tư vấn tái cấu trúc, nhận uỷ thác đầu tư...

- **Tạo ra các sản phẩm tài chính mới:** với sự phát triển ngày càng lớn mạnh của thị trường tài chính, đi kèm theo đó là sự biến động phức tạp của nó; ngoài ra, nhu cầu đầu tư kiếm lời và hạn chế rủi ro của nhà đầu tư ngày càng cao; không những vậy, nhu cầu huy động vốn của các tổ chức với nhiều mục đích khác nhau cũng rất phức tạp, những vấn đề trên đòi hỏi phải có nhiều sản phẩm tài chính phong phú để đáp ứng.

Hiện tại, ngoài hai sản phẩm tài chính lâu đời là cổ phiếu và trái phiếu, thị trường tài chính còn có các sản phẩm phái sinh (quyền chọn, chứng quyền, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, quyền tiên mãi), chứng chỉ quỹ, và các sản phẩm tái cấu trúc phức tạp. Hầu hết các sản phẩm tài chính này được tạo ra trực tiếp, gián tiếp hoặc có sự tham gia phân phối, mua bán của hệ thống các công ty chứng khoán.

### 11.1.2 Mô hình hoạt động của công ty chứng khoán

Hiện tại, hệ thống các công ty chứng khoán hoạt động dưới 2 mô hình cơ bản, phụ thuộc vào quy định pháp luật của từng nền kinh tế.

- **Mô hình đa năng**

Theo mô hình này, một pháp nhân được thực hiện đồng thời 3 hoạt động kinh doanh: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Mô hình này được chia thành 2 loại:

*Thứ nhất* là mô hình đa năng toàn phần. Theo mô hình này, một pháp nhân được quyền thực hiện đồng thời các hoạt động kinh doanh chứng khoán,





ngân hàng và bảo hiểm, không có sự tách biệt nào. Đức là quốc gia điển hình trong việc thực hiện mô hình này

*Thứ hai* là mô hình đa năng một phần, được áp dụng điển hình ở Anh và một số nước có quan hệ gần gũi với Anh như Canada, Australia. Ngân hàng khi tham gia kinh doanh chứng khoán phải thành lập công ty con, có tư cách pháp nhân độc lập. Hiện tại, Việt Nam cũng đang theo mô hình này.

Ưu điểm của mô hình này là các ngân hàng có thể đa dạng hoá các hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm nhờ đó giảm được rủi ro trong từng mảng đơn lẻ, giúp nâng cao khả năng chịu đựng với các tác động của thị trường chứng khoán. Mặt khác, ngân hàng có thể sử dụng thế mạnh của mình như vốn, mạng lưới khách hàng, thương hiệu... để hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh chứng khoán.

Tuy nhiên, hạn chế của mô hình này là các ngân hàng vẫn có khuynh hướng ưu tiên phát triển hoạt động ngân hàng hơn hoạt động chứng khoán; vì vậy, thị trường chứng khoán rất khó phát triển. Ngoài ra, nếu thị trường chứng khoán biến động mạnh sẽ ảnh hưởng đến hoạt động ngân hàng, dễ dẫn đến khủng hoảng trên thị trường tài chính. Vì lý do này mà đạo luật Glass-Steagall ra đời năm 1933 tại Mỹ, đã tạo ra bức tường lửa ngăn cách hai mảng kinh doanh ngân hàng và chứng khoán

#### • *Mô hình chuyên doanh*

Theo mô hình này, hoạt động kinh doanh chứng khoán sẽ do các công ty độc lập, chuyên môn hoá trong lĩnh vực chứng khoán đảm nhận; đồng thời, các công ty này sẽ tách biệt hoàn toàn với hệ thống ngân hàng thương mại.

Trước cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008, các quốc gia như Mỹ, Nhật, Canada áp dụng mô hình này. Tuy nhiên, sau cuộc khủng hoảng trên, các quốc gia này đã dần bỏ rào cản ngăn cách giữa hoạt động kinh doanh chứng khoán và ngân hàng, cho phép các ngân hàng đầu tư (một dạng công ty chứng khoán chuyên doanh) được mở rộng hoạt động sang mảng ngân hàng thương mại, ngược lại, cho phép các ngân hàng thương mại được phép kinh doanh trong mảng chứng khoán.



THƯ VIỆN  
535 HUBT



Ưu điểm của mô hình này là giảm thiểu rủi ro hệ thống ngân hàng khi thị trường chứng khoán biến động mạnh; đồng thời, tạo điều kiện cho thị trường chứng khoán phát triển mạnh do có sự chuyên môn hoá cao, tránh được sự lũng đoạn của hệ thống ngân hàng.

Tuy nhiên, do sự chuyên môn hoá quá cao trong lĩnh vực chứng khoán, không có sự phân tán rủi ro qua các lĩnh vực ngân hàng, nên khi gặp phải sự biến động lớn trên thị trường chứng khoán, sẽ dễ dàng dẫn đến sự phá sản hoặc khủng hoảng hàng loạt của hệ thống các ngân hàng đầu tư (hay công ty chứng khoán). Đây là điều chúng ta thấy được tại Mỹ trong cuộc khủng hoảng tế toàn cầu năm 2008.

Ngày nay, hầu hết hệ thống các công ty kinh doanh chứng khoán trên thế giới đều hoạt động theo mô hình đa năng.

### **11.1.3 Nghiệp vụ của công ty chứng khoán**

#### *11.1.3.1 Nghiệp vụ môi giới*

Nghiệp vụ môi giới chứng khoán là hoạt động trung gian hoặc đại diện mua, bán chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng. Theo đó, công ty chứng khoán đại diện cho khách hàng tiến hành giao dịch thông qua cơ chế giao dịch tại sở giao dịch chứng khoán hoặc thị trường OTC mà chính khách hàng phải chịu trách nhiệm đối với kết quả giao dịch của mình. Thông qua hoạt động môi giới, công ty chứng khoán sẽ chuyển đến khách hàng các sản phẩm, dịch vụ tư vấn đầu tư và kết nối giữa nhà đầu tư bán và mua chứng khoán.

#### **• Yêu cầu đối với công ty chứng khoán trong hoạt động môi giới**

Phải bố trí người hành nghề chứng khoán làm việc tại các vị trí môi giới; dữ liệu về tài khoản môi giới của khách hàng mở tại công ty chứng khoán phải được quản lý tập trung, bảo mật, chính xác và có sao chép dự phòng; không được đưa ra ý kiến về việc tăng hay giảm giá chứng khoán mà không có căn cứ để lôi kéo khách hàng tham gia giao dịch; không được thỏa thuận hoặc đưa ra lãi suất cụ thể hoặc chia sẻ lợi nhuận hoặc thua lỗ với khách hàng để lôi kéo khách hàng tham gia giao dịch; không được nhận lệnh, thanh toán



giao dịch với người không phải là người đứng tên tài khoản giao dịch mà không có ủy quyền của người đứng tên tài khoản bằng văn bản; không được tiết lộ các nội dung đặt lệnh giao dịch của khách hàng hoặc thông tin bí mật khác có được khi thực hiện giao dịch cho khách hàng; không được sử dụng tên hoặc tài khoản của khách hàng để đăng ký, giao dịch chứng khoán; hoặc xâm phạm tài sản, quyền và lợi ích khác của khách hàng.

- **Trách nhiệm đối với khách hàng khi thực hiện nghiệp vụ môi giới:** phải thu thập đầy đủ thông tin về khách hàng và có nghĩa vụ cập nhật các thông tin thay đổi của khách hàng khi khách hàng có yêu cầu; phải công bố về mức phí giao dịch chứng khoán trước khi khách hàng thực hiện giao dịch; có nghĩa vụ theo dõi chi tiết tiền và chứng khoán của từng khách hàng, cung cấp thông tin về số dư tiền và chứng khoán cho khách hàng khi khách hàng yêu cầu.

- **Yêu cầu đối với nhân viên môi giới:** phải có phẩm chất, tư cách đạo đức tốt, và với thái độ công tâm, cung cấp cho khách hàng những dịch vụ tốt nhất. Nhân viên môi giới không được xúi dục khách hàng mua, bán chứng khoán để kiếm hoa hồng, mà nên đưa ra những lời khuyên hợp lý để hạn chế đến mức thấp nhất về thiệt hại cho khách hàng; phải có các kiến thức sâu rộng về lĩnh vực tài chính, kinh tế vĩ mô và các ngành nghề liên quan đến công ty mình tư vấn. Ngoài ra, phải trang bị cho mình những kỹ năng mềm trong việc tìm kiếm, tiếp xúc và chăm sóc khách hàng; để thành công trong việc bán hàng (cung ứng dịch vụ mua, bán), người môi giới phải đặt lợi ích của khách hàng lên trên hết và hoa hồng của mình là yếu tố đến sau. Đây là điểm then chốt trong hoạt động môi giới và phải được thể hiện xuyên suốt trong quá trình chăm sóc khách hàng; phải hiểu khách hàng, biết được khả năng tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng.

- **Nghiệp vụ cụ thể**

**Mở tài khoản giao dịch cho khách hàng:** để thực hiện giao dịch mua, bán chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán phải làm thủ tục mở tài khoản giao dịch cho từng khách hàng trên cơ sở giấy đề nghị mở tài khoản và hợp đồng mở tài khoản giao dịch chứng khoán với khách hàng. Công ty



THƯ VIỆN  
HUBT

537

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chứng khoán có nghĩa vụ giải thích nội dung hợp đồng mở tài khoản giao dịch và các thủ tục có liên quan khi thực hiện giao dịch chứng khoán cho khách hàng, tìm hiểu khả năng tài chính, khả năng chịu đựng rủi ro và kỳ vọng lợi nhuận thu được của khách hàng

**Quản lý tiền của khách hàng:** phải quản lý tách bạch tiền gửi giao dịch chứng khoán của từng khách hàng, tách bạch tiền của khách hàng với tiền của công ty chứng khoán; không được trực tiếp nhận và chi trả tiền mặt để giao dịch chứng khoán của khách hàng mà phải thực hiện qua ngân hàng thương mại; không được lạm dụng tiền của khách hàng dưới mọi hình thức.

**Quản lý chứng khoán của khách hàng:** phải quản lý tách biệt chứng khoán thuộc sở hữu của khách hàng với chứng khoán thuộc sở hữu của công ty chứng khoán; Ở Việt Nam, phải thực hiện tái ký gửi chứng khoán của khách hàng vào Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam; phải thông báo kịp thời, đầy đủ cho khách hàng về những quyền lợi phát sinh liên quan đến chứng khoán của khách hàng; việc gửi, rút, chuyển khoản chứng khoán thực hiện theo lệnh của khách hàng và theo quy định về đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán.

**Nhận lệnh và thực hiện lệnh giao dịch của khách hàng:** công ty chứng khoán nhận lệnh giao dịch của khách hàng theo các hình thức sau: nhận phiếu lệnh trực tiếp tại quầy giao dịch; nhận lệnh từ xa qua điện thoại, fax, internet và các đường truyền khác; Công ty chứng khoán chỉ được thực hiện lệnh của khách hàng khi lệnh giao dịch có đầy đủ và chính xác các thông tin về khách hàng, ngày giao dịch, mã chứng khoán, phương thức, loại lệnh, số lượng và giá giao dịch. Lệnh giao dịch của khách hàng phải được công ty chứng khoán ghi nhận số thứ tự và thời gian (ngày, giờ, phút) nhận lệnh tại thời điểm nhận lệnh; Phải thực hiện một cách nhanh chóng và chính xác lệnh giao dịch của khách hàng; Chỉ được nhận lệnh mua hoặc bán chứng khoán của khách hàng khi có đủ một trăm phần trăm (100%) tiền hoặc chứng khoán; Phải thông báo kết quả thực hiện lệnh giao dịch cho khách hàng ngay sau khi lệnh được khớp



*11.1.3.2 Nghiệp vụ tự doanh*

Tự doanh là việc công ty chứng khoán tự tiến hành các giao dịch mua, bán chứng khoán cho chính mình. Tại một số thị trường vận hành theo cơ chế đấu giá theo giá, tự doanh của công ty chứng khoán được thực hiện thông qua vai trò tạo lập thị trường (Market Maker). Lúc này, công ty chứng khoán sẽ nắm giữ một số lượng chứng khoán nhất định của một số loại chứng khoán và thực hiện mua bán chứng khoán với các khách hàng để hưởng chênh lệch giá.

Mục đích của hoạt động tự doanh là nhằm tạo ra lợi nhuận cho công ty chứng khoán, bình ổn thị trường, tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán chưa niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán hoặc thị trường OTC và hỗ trợ cho nghiệp vụ bảo lãnh phát hành.

Nghiệp vụ này hoạt động song hành với nghiệp vụ môi giới, vừa phục vụ lệnh giao dịch cho khách hàng đồng thời cũng phục vụ cho chính mình, vì vậy trong quá trình hoạt động có thể dẫn đến xung đột lợi ích giữa thực hiện giao dịch cho khách hàng và cho chính công ty. Do đó, luật pháp của các nước đều yêu cầu tách biệt rõ ràng giữa các nghiệp vụ môi giới và tự doanh để đảm bảo tính minh bạch, rõ ràng trong hoạt động; sự tách biệt này bao gồm: yếu tố con người; quy trình nghiệp vụ; vốn và tài sản của khách hàng và công ty. Ngoài ra, công ty chứng khoán phải ưu tiên thực hiện lệnh của khách hàng trước khi thực hiện lệnh của mình, nhằm đảm bảo sự công bằng cho các khách hàng trong quá trình giao dịch chứng khoán. Do công ty chứng khoán có khả năng tiếp cận thông tin và chủ động trên thị trường hơn nhà đầu tư nên các công ty chứng khoán có thể dự đoán trước được diễn biến của thị trường và sẽ tranh mua hoặc tranh bán với khách hàng nếu không có nguyên tắc trên.

Khác với nghiệp vụ môi giới, công ty chứng khoán chỉ làm trung gian thực hiện lệnh cho khách hàng để hưởng hoa hồng, trong hoạt động tự doanh công ty chứng khoán kinh doanh bằng chính nguồn vốn của công ty. Vì vậy, công ty chứng khoán đòi hỏi phải có nguồn vốn rất lớn và đội ngũ nhân viên có trình độ chuyên môn, khả năng phân tích và đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý, đặc biệt trong trường hợp đóng vai trò là các nhà tạo lập thị trường.



539

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Các hình thức giao dịch trong hoạt động tự doanh:** giao dịch đặt lệnh: công ty chứng khoán đặt các lệnh mua và bán chứng khoán trên sở giao dịch, lệnh của họ có thể thực hiện với bất kỳ khách hàng nào không được xác định trước; Giao dịch thoả thuận: là giao dịch trực tiếp giữa hai công ty chứng khoán hay giữa công ty chứng khoán với một khách hàng thông qua thương lượng. Trong trường hợp này, công ty chứng khoán phải công bố rõ với khách hàng mình là đối tác giao dịch

**Yêu cầu đối với hoạt động tự doanh chứng khoán:** phải đảm bảo có đủ tiền và chứng khoán để thanh toán các lệnh giao dịch cho tài khoản của chính mình; Phải được thực hiện với danh nghĩa chính mình, không được mượn danh nghĩa của người khác hoặc thực hiện với danh nghĩa cá nhân hoặc cho người khác sử dụng tài khoản tự doanh; Các hoạt động mua (bán) chứng khoán để sửa lỗi giao dịch hoặc mua (bán) cổ phiếu quỹ không được xem là hoạt động tự doanh.

### *11.1.3.3 Nghiệp vụ bảo lãnh phát hành*

Bảo lãnh phát hành là việc công ty chứng khoán cam kết với tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, nhận mua một phần hoặc toàn bộ chứng khoán của tổ chức phát hành để bán lại hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa bán hết của tổ chức phát hành hoặc hỗ trợ tổ chức phát hành phân phối chứng khoán ra công chúng.

#### **Quy trình thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành:**

Bước 1: Tổ chức phát hành chứng khoán gửi yêu cầu bảo lãnh phát hành đến công ty chứng khoán.

Bước 2: Công ty chứng khoán và tổ chức phát hành sẽ ký hợp đồng tư vấn và bảo lãnh phát hành.

Bước 3: Công ty chứng khoán giúp tổ chức phát hành chuẩn bị hồ sơ phát hành theo đúng quy định của pháp luật.

Bước 4: Nộp hồ sơ phát hành lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước; ủy ban chứng khoán nhà nước sẽ thẩm định hồ sơ phát hành, nếu đáp ứng các điều kiện quy định của Luật, cơ quan này sẽ cấp phép cho tổ chức phát hành.



Ngược lại, nếu không đủ hoặc thiếu hoặc không đúng điều kiện phát hành, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ trả lại hồ sơ và không cấp phép phát hành.

Bước 5: Khi nhận được giấy phép phát hành, công ty chứng khoán sẽ giúp tổ chức phát hành công bố thông tin và phân phối chứng khoán theo các điều khoản đã được thoả thuận

**Bảo lãnh phát hành được thực hiện theo các hình thức sau:**

*Một là*, bảo lãnh với cam kết chắc chắn (Firm Commitment) là hình thức mà tổ chức bảo lãnh nhận mua toàn bộ chứng khoán của tổ chức phát hành để bán lại hoặc mua chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết.

*Hai là*, bảo lãnh với cố gắng tối đa (Best Effort) là hình thức mà tổ chức bảo lãnh phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán ra công chúng và hỗ trợ tổ chức phát hành trong việc phân phối chứng khoán ra công chúng.

*Ba là*, bảo lãnh với phương thức tất cả hoặc không (All or None) là hình thức mà tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh phải bán hết số chứng khoán dự định phát hành, nếu không sẽ huỷ đợt phát hành. Theo cách này, đợt phát hành sẽ không chắc chắn có thành công hay không, nên ủy ban chứng khoán nhà nước thường quy định số chứng khoán mà nhà đầu tư đã mua phải được quản lý bởi một bên thứ ba để chờ kết quả cuối cùng của đợt phát hành; nếu đợt phát hành không thành công thì nhà đầu tư sẽ được trả lại toàn bộ số tiền đặt cọc

*Bốn là*, bảo lãnh với hạn mức tối thiểu là hình thức mà tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh phải bán được một lượng chứng khoán với tỉ lệ tối thiểu, nếu không sẽ huỷ đợt phát hành.

***Yêu cầu đối với nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán:*** Công ty chứng khoán chỉ được thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành khi được phép thực hiện nghiệp vụ tự doanh; Giá trị bảo lãnh theo hình thức cam kết chắc chắn không được vượt quá vốn chủ sở hữu của công ty chứng khoán; Công ty chứng khoán phải đảm bảo khả năng an toàn tài chính theo quy định của Luật.

#### 11.1.3.4 Nghiệp vụ tư vấn và hỗ trợ đầu tư chứng khoán

##### a. Nhóm nghiệp vụ tư vấn chứng khoán

**Tư vấn đầu tư chứng khoán** là việc công ty chứng khoán cung cấp cho nhà đầu tư kết quả phân tích, công bố báo cáo phân tích và khuyến nghị liên quan đến chứng khoán

Hoạt động tư vấn chứng khoán được phân loại theo các tiêu chí sau: *Thứ nhất*, theo hình thức của hoạt động tư vấn: bao gồm tư vấn trực tiếp (gặp gỡ khách hàng trực tiếp hoặc thông qua thư từ, điện thoại) và tư vấn gián tiếp (thông qua các ấn phẩm, sách báo) để tư vấn cho khách hàng; *Thứ hai*, theo mức độ uỷ quyền của tư vấn: bao gồm tư vấn gợi ý (gợi ý cho khách hàng về phương cách đầu tư hợp lý, quyết định đầu tư là của khách hàng) và tư vấn uỷ quyền (vừa tư vấn vừa quyết định theo sự uỷ quyền của khách hàng).

Yêu cầu đối với hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán: để cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán phải ký kết hợp đồng với khách hàng; Phải thu thập và quản lý thông tin về khách hàng; các nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán phải có cơ sở hợp lý và phù hợp dựa trên thông tin đáng tin cậy, phân tích logic. Khuyến nghị đầu tư chứng khoán được đưa ra phải liên quan và phù hợp với nội dung phân tích chứng khoán và thị trường chứng khoán. Các báo cáo phân tích chứng khoán và thị trường, khuyến nghị đầu tư phải ghi rõ nguồn trích dẫn số liệu và tên người chịu trách nhiệm về nội dung báo cáo, khuyến nghị đầu tư chứng khoán; Công ty chứng khoán tư vấn đầu tư cho khách hàng phải đảm bảo rằng khách hàng đưa ra quyết định đầu tư trên cơ sở được cung cấp thông tin đầy đủ bao gồm cả nội dung và rủi ro của sản phẩm, dịch vụ cung cấp; Công ty chứng khoán phải bảo mật các thông tin nhận được từ người sử dụng dịch vụ tư vấn trong quá trình cung ứng dịch vụ tư vấn; Phải tư vấn đầu tư phù hợp với mục tiêu đầu tư và tình hình tài chính của khách hàng và phải chịu trách nhiệm về kết quả phân tích và độ tin cậy của thông tin cung cấp cho khách hàng.

Các hành vi bị cấm đối với nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán: đảm bảo cho khách hàng kết quả đầu tư, trừ trường hợp đầu tư vào sản phẩm có thu nhập cố định; Quyết định đầu tư chứng khoán thay cho khách hàng; Thỏa





thuận với khách hàng để chia sẻ lợi nhuận hoặc lỗ; Quảng cáo, tuyên bố rằng nội dung, hiệu quả, hoặc các phương pháp phân tích chứng khoán của mình có giá trị cao hơn của công ty chứng khoán khác; Có hành vi cung cấp thông tin sai sự thật để dụ dỗ hay mời gọi khách hàng mua bán một loại chứng khoán nào đó; Cung cấp thông tin sai lệch, gian lận, hoặc gây hiểu nhầm cho khách hàng.

**Tư vấn tài chính** là việc công ty chứng khoán cung cấp cho khách hàng các dịch vụ tư vấn tái cơ cấu tài chính, chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp; tư vấn cho doanh nghiệp trong việc phát hành và niêm yết chứng khoán; tư vấn quản trị và chiến lược doanh nghiệp; tư vấn cổ phần hoá và xác định giá trị doanh nghiệp. Đây là nghiệp vụ mà vốn chính là kiến thức chuyên môn, kinh nghiệm nghề nghiệp của đội ngũ chuyên viên tư vấn của công ty chứng khoán.

#### **b. Nhóm nghiệp vụ hỗ trợ đầu tư chứng khoán**

**Lưu ký chứng khoán:** là việc nhận ký gửi, bảo quản, chuyển giao chứng khoán cho khách hàng, giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến sở hữu chứng khoán. Việc lưu giữ, bảo quản chứng khoán của khách hàng được thực hiện thông qua tài khoản lưu ký chứng khoán. Đây là quy định bắt buộc trong giao dịch chứng khoán, bởi vì giao dịch chứng khoán trên thị trường tập trung là hình thức giao dịch ghi sổ, khách hàng phải mở tài khoản lưu ký chứng khoán tại các công ty chứng khoán (nếu chứng khoán phát hành dưới hình thức ghi sổ) hoặc ký gửi các chứng khoán (nếu phát hành dưới hình thức chứng chỉ vật chất). Khi thực hiện dịch vụ lưu ký chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán sẽ nhận được các khoản thu phí lưu ký chứng khoán, phí gửi, phí rút và phí chuyển nhượng chứng khoán.

Lưu ký chứng khoán một mặt giúp cho quá trình thanh toán tại sở giao dịch chứng khoán và thị trường OTC được diễn ra thuận lợi, nhanh chóng, dễ dàng. Mặt khác, nó hạn chế rủi ro cho người nắm giữ chứng khoán như rủi ro bị hồng, rách, thất lạc chứng chỉ chứng khoán...

Quyền và nghĩa vụ của công ty chứng khoán hoạt động lưu ký: i) mở tài khoản lưu ký cho khách hàng tại công ty chứng khoán. Tài khoản lưu ký chứng khoán của khách hàng phải tách biệt với tài khoản lưu ký chứng





khoán của chính công ty. ii) ghi chép chính xác, đầy đủ và cập nhật thông tin về khách hàng mở tài khoản lưu ký và chứng khoán sở hữu của khách hàng đã lưu ký tại công ty. iii) bảo quản, lưu trữ, thu thập và xử lý số liệu liên quan đến hoạt động lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán của khách hàng. iv) xây dựng các quy trình đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ, quản lý sổ cổ đông, đại lý chuyển nhượng và quy trình kiểm soát nội bộ nhằm quản lý và bảo vệ quyền lợi của khách hàng hoặc người sở hữu chứng khoán. v) thu phí hoạt động đăng ký, lưu ký chứng khoán và các loại phí khác theo quy định của pháp luật.

**Quản lý thu nhập của khách hàng (quản lý cổ tức):** xuất phát từ việc lưu ký chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán sẽ theo dõi tình hình thu lãi, cổ tức của chứng khoán và đứng ra làm dịch vụ thu nhận và chi trả cổ tức cho khách hàng thông qua tài khoản của khách hàng.

**Nghiệp vụ tín dụng:** đối với các thị trường chứng khoán phát triển, bên cạnh nghiệp vụ môi giới chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng, công ty chứng khoán còn triển khai dịch vụ cho vay chứng khoán để khách hàng thực hiện giao dịch bán khống (short sale) hoặc cho khách hàng vay tiền để khách hàng thực hiện nghiệp vụ mua ký quỹ (margin purchase).

Bán khống chứng khoán là việc công ty chứng khoán cho khách hàng mượn chứng khoán để bán ra thị trường để hưởng lợi từ xu hướng giảm giá của chứng khoán, đến hạn thoả thuận khách hàng phải có nghĩa vụ mua lại đúng số lượng chứng khoán ban đầu để trả lại công ty chứng khoán.

Cho vay ký quỹ là hình thức cấp tín dụng của công ty chứng khoán cho khách hàng của mình để họ mua chứng khoán và sử dụng các chứng khoán đó làm vật thế chấp cho khoản vay đó. Khách hàng chỉ cần ký quỹ một phần, số còn lại sẽ do công ty chứng khoán ứng trước tiền thanh toán. Đến kỳ hạn thoả thuận, khách hàng phải hoàn trả đủ số gốc vay cùng với lãi cho công ty chứng khoán. Trường hợp khách hàng không trả được nợ, thì công ty sẽ phát mãi số chứng khoán đã mua để thu hồi nợ.

Cho vay cầm cố chứng khoán: là một hình thức tín dụng mà trong đó người đi vay dùng số chứng khoán sở hữu hợp pháp của mình làm tài sản cầm cố để vay tiền nhằm mục đích kinh doanh, tiêu dùng...



Cho vay ứng trước tiền bán chứng khoán: là việc công ty chứng khoán ứng trước tiền bán chứng khoán của khách hàng đã được thực hiện thành công nhưng tiền chưa về đến tài khoản.

**Nghiệp vụ ủy thác quản lý tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư cá nhân** là việc công ty chứng khoán nhận quản lý và quyết định mua bán theo sự uỷ quyền của nhà đầu tư. Nội dung uỷ thác phải được quy định cụ thể bằng hợp đồng uỷ thác theo đúng quy định của pháp luật.

Phạm vi uỷ thác bao gồm các nội dung sau: 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.

Quyền và nghĩa vụ của công ty chứng khoán nhận uỷ thác đối với nhà đầu tư: hành động trung thực và vì lợi ích cao nhất của khách hàng, không sử dụng thông tin về khách hàng để làm lợi cho mình và gây thiệt hại cho khách hàng; yêu cầu khách hàng cung cấp đầy đủ các thông tin cần thiết; thực hiện mua/bán chứng khoán trong phạm vi uỷ thác; giải thích rõ và cung cấp đầy đủ thông tin cho khách hàng về mọi rủi ro có thể phát sinh trong việc uỷ thác quản lý tài khoản giao dịch chứng khoán; cung cấp cho khách hàng bảng sao kê giao dịch định kỳ hàng tháng hoặc bất thường theo yêu cầu của khách hàng uỷ thác; thông báo cho khách hàng khi tài sản trong tài khoản giao dịch uỷ thác của khách hàng uỷ thác giảm mạnh; thiết lập bộ phận giám sát độc lập giám sát việc quản lý, giao dịch chứng khoán trên tài khoản giao dịch uỷ thác của người hành nghề chứng khoán nhằm đảm bảo việc giao dịch của tài khoản này phù hợp với các thỏa thuận trong hợp đồng uỷ thác và mục tiêu đầu tư của khách hàng; mọi lệnh giao dịch theo hợp đồng uỷ thác phải được ghi chép chính xác thời điểm thực hiện; công ty chứng khoán phải thông báo và phải có sự đồng ý bằng văn bản của khách hàng đối với trường hợp đầu tư vào chứng khoán do công ty thực hiện bảo lãnh phát hành trong thời gian công ty đang thực hiện bảo lãnh; trường hợp công ty chứng khoán không thực hiện đúng theo hợp đồng đã ký với khách hàng, gây tổn thất cho khách hàng, công ty chứng khoán có trách nhiệm bồi thường cho khách hàng uỷ thác theo thoả thuận bằng văn bản giữa hai bên; trường hợp phát sinh lợi nhuận, khoản lợi nhuận này thuộc về khách hàng uỷ thác.



## 11.2 CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ

### 11.2.1 Khái niệm và vai trò của công ty quản lý quỹ

Công ty quản lý quỹ là doanh nghiệp hoạt động kinh doanh chứng khoán, cung cấp dịch vụ quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán và tư vấn đầu tư chứng khoán.

Để thực hiện việc đầu tư chứng khoán, các nhà đầu tư không chỉ có kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán mà còn phải thường xuyên quan tâm, theo dõi, bám sát thực trạng, phân tích xu hướng phát triển của thị trường vốn. Để làm được điều này đòi hỏi các nhà đầu tư phải tiến hành khảo sát thực tiễn, thu thập thông tin, tài liệu để tiến hành phân tích từng chứng khoán cụ thể, lập và quản lý danh mục đầu tư... nhằm hạn chế rủi ro, nâng cao hiệu quả vốn đầu tư. Với những công việc đòi hỏi chuyên môn đặc thù này, không phải nhà đầu tư nào cũng có thể làm được; vì vậy, ở các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, các nhà đầu tư thường uỷ thác tiền của mình cho các công ty quản lý quỹ thực hiện đầu tư

Việc uỷ thác cho công ty quản lý quỹ đầu tư sẽ mang lại cho các nhà đầu tư các lợi ích sau: (i) giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hoá danh mục đầu tư; (ii) giảm thiểu chi phí giao dịch. Do mỗi lần giao dịch, các công ty quản lý thường giao dịch với một giá trị lớn, nên sẽ được mức phí ưu đãi từ các công ty chứng khoán so với các nhà đầu tư cá nhân giao dịch; (iii) được quản lý chuyên nghiệp. Tính chuyên nghiệp trong quản lý đầu tư của các công ty chứng khoán được thể hiện ở hai khía cạnh. Một là nhân sự, hầu hết các nhân sự làm việc trong công ty quản lý đều có trình độ và kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư và quản lý đầu tư; đồng thời, phải có chứng chỉ hành nghề và bằng cấp tương đương trong lĩnh vực quản lý quỹ theo quy định của pháp luật. Hai là quy trình đầu tư, các công ty quản lý đều phải thiết kế ngay từ đầu quy trình đầu tư của mình và công bố công khai cho các nhà đầu tư khi thực hiện huy động vốn, trong quá trình đầu tư, họ phải tuân thủ theo các quy trình này, chính vì vậy, sẽ hạn chế tối đa những quyết định cảm tính không giống như các nhà đầu tư cá nhân; (iv) được giám sát chặt chẽ bởi các cơ quan có thẩm quyền



THƯ VIỆN  
HUBT  
546

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Với chức năng và các lợi ích mang lại cho nhà đầu tư, công ty quản lý quỹ có vai trò quan trọng đối với thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng:

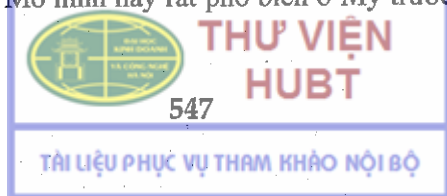
- Là một định chế tài chính phi ngân hàng thu hút tiền nhàn rỗi từ các nguồn khác nhau để đầu tư vào các cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ, hay các loại tài sản khác. Qua đó, góp phần phát triển thị trường tài chính sơ cấp, cung ứng vốn cho doanh nghiệp để mở rộng sản xuất kinh doanh, xã hội hoá hoạt động đầu tư tăng tiết kiệm cho công chúng đầu tư.
- Là một nhà đầu tư chuyên nghiệp. Qua đó, góp phần ổn định thị trường thứ cấp dựa trên hai khía cạnh: thứ nhất là giữ giá cả ổn định không biến động quá mạnh so với giá trị thực đối với các chứng khoán mà công ty quản lý quỹ tham gia đầu tư; thứ hai là sự xuất hiện ngày càng nhiều của các công ty quản lý quỹ làm giảm yếu tố đầu cơ ngắn hạn trên thị trường chứng khoán.
- Là một tổ chức phát hành lớn. Các công ty quản lý quỹ khi huy động tiền cho các quỹ đầu tư do mình quản lý sẽ phát hành ra một lượng lớn các loại chứng chỉ quỹ; nhờ đó, sẽ góp phần tăng chuẩn loại cụng như số lượng hàng hoá trên thị trường chứng khoán.
- Là một nhà tư vấn đầu tư, các công ty quản lý quỹ góp phần nâng cao khả năng đầu tư của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, nhờ đó, gián tiếp giảm thiểu rủi ro của hoạt động này.

### **11.2.2 Mô hình hoạt động của công ty quản lý quỹ**

Tùy thuộc vào đặc thù pháp luật của từng quốc gia mà mô hình hoạt động của công ty quản lý có sự khác nhau. Sau đây là một số các mô hình hoạt động của công ty quản lý quỹ phổ biến trên thế giới

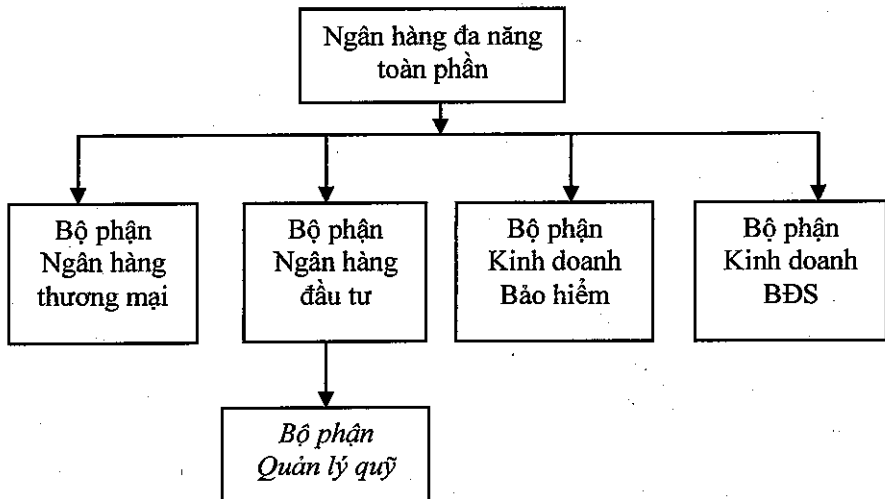
#### *11.2.2.1 Công ty quản lý quỹ hoạt động trong mô hình ngân hàng đa năng toàn phần*

Theo đó, hoạt động quản lý quỹ được tổ chức như một bộ phận kinh doanh trực thuộc ngân hàng đa năng toàn phần. Với cách tổ chức này thì bộ phận quản lý quỹ không phải là một pháp nhân độc lập mà chỉ là một phòng ban trực thuộc ngân hàng. Mô hình này rất phổ biến ở Mỹ trước khi có Đạo luật



**Glass-Steagall Act** năm 1933; từ sau năm 1933 đến 2008, hầu hết các ngân hàng ở Mỹ không thực mô hình này; tuy nhiên, cuộc khủng hoảng 2008, Chính phủ Mỹ đã cho phép mô hình này hoạt động trở lại. Trong khi đó, tại Châu Âu và Nhật Bản, mô hình này được thực hiện xuyên suốt cho đến nay. Ở Việt Nam, Luật các tổ chức tín dụng và Luật chứng khoán hiện tại không cho phép thực hiện theo mô hình này.

**Sơ đồ 11.1: Mô hình tổ chức ngân hàng đa năng toàn phần**

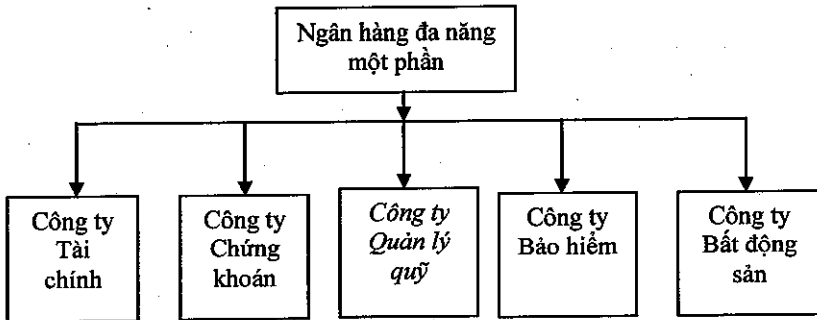
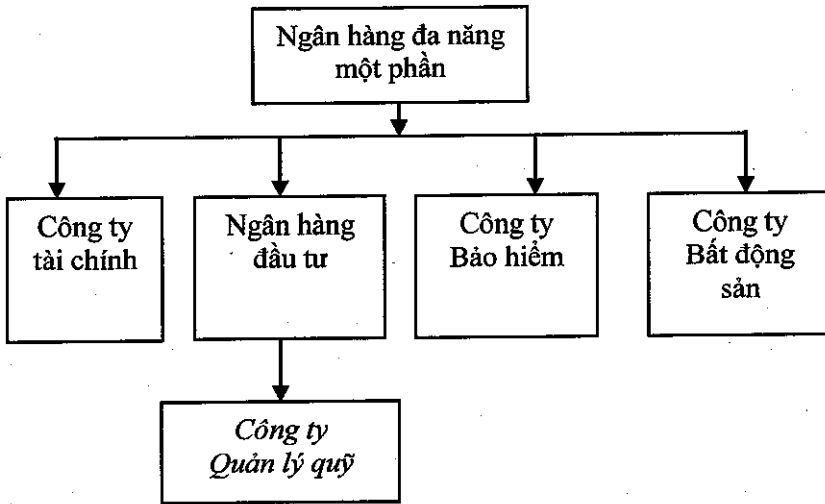


#### 11.2.2.2 Công ty quản lý quỹ hoạt động trong mô hình ngân hàng đa năng một phần

Theo mô hình này thì các ngân hàng (thường là ngân hàng thương mại) sẽ không được phép trực tiếp kinh doanh các nghiệp vụ như chứng khoán, bảo hiểm, bất động sản... mà chỉ được phép kinh doanh gián tiếp thông qua việc thành lập các công ty con để kinh doanh các nghiệp vụ trên. Vì vậy, lúc này công ty quản lý quỹ sẽ là một công ty con hoạt động độc lập với ngân hàng và chỉ chịu sự kiểm soát về vốn đầu tư.

Mô hình thường có 2 dạng trong thực tế: thứ nhất, công ty quản lý quỹ là công ty con trực tiếp của ngân hàng thương mại, Việt Nam hiện đang áp dụng mô hình này; thứ hai, công ty quản lý là công ty con của ngân hàng đầu tư và ngân hàng đầu tư là công ty con của ngân hàng thương mại.

Sơ đồ 11.2: Mô hình tổ chức ngân hàng đa năng một phần



### 11.2.2.3 Mô hình công ty quản lý quỹ chuyên doanh

Theo đó, hoạt động quản lý quỹ chỉ được thực hiện bởi một công ty chi kinh doanh duy nhất mảng này; có 2 dạng công ty kiểu này: công ty quản lý quỹ (Fund Management Company) và công ty đầu tư (Investment Company).

Điểm khác biệt cơ bản giữa công ty quản lý quỹ và công ty đầu tư nằm ở chỗ: công ty quản lý quỹ được các nhà đầu tư thuê để quản lý tiền của họ và nhận được phí quản lý hàng năm; còn công ty đầu tư là do các nhà đầu tư thành lập để trực tiếp hoặc gián tiếp quản lý và đầu tư tiền của họ.



Hai loại hình này đều có ở Việt Nam, tuy nhiên, loại hình công ty quản lý phổ biến hơn; còn loại hình công ty đầu tư ít phổ biến và bị hạn chế trong hoạt động, theo Luật Chứng khoán 2006 và 2010, công ty đầu tư phải ủy thác việc quản lý danh mục cho một công ty quản lý quỹ mà không được trực tiếp quản lý và đầu tư.

Trong khi đó, ở Mỹ thì ngược lại, loại hình công ty đầu tư rất phổ biến và các công ty này sẽ trực tiếp thực hiện hoạt động quản lý quỹ. Theo quy định tại luật công ty đầu tư năm 1940 của Mỹ, thì có 3 loại công ty đầu tư: Mutual Fund Company (hay Open Fund Company) (Công ty quỹ mở hay quỹ tương hỗ), Closed-end Fund Company (Công ty quỹ đóng), Unit Investment Trust Company (Công ty tín thác đầu tư)

### **11.2.3 Nghiệp vụ của công ty quản lý quỹ**

Công ty quản lý quỹ có hai nghiệp vụ chính là nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư và nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư. Ngoài ra, công ty quản lý quỹ cũng có một số các nghiệp vụ phụ xuất phát từ lợi thế hoạt động của mình như: nghiệp vụ tư vấn đầu tư, nghiệp vụ nghiên cứu ...

Theo quy định của Luật chứng khoán Việt Nam, công ty quản lý quỹ được thực hiện 3 nghiệp vụ: nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư, nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư và nghiệp vụ tư vấn đầu tư.

#### *11.2.3.1 Nghiệp vụ quản lý quỹ*

Nghiệp vụ quản lý quỹ là việc công ty quản lý quỹ điều hành các hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán, đây là quỹ hình thành từ vốn góp của nhà đầu tư với mục đích kiếm lợi nhuận từ việc đầu tư vào chứng khoán hoặc các dạng tài sản đầu tư khác, kể cả bất động sản, trong đó nhà đầu tư không có quyền kiểm soát hàng ngày đối với việc ra quyết định đầu tư của quỹ.

Để huy động vốn lập quỹ thông thường công ty quản lý quỹ sẽ phát hành chứng chỉ quỹ cho các nhà đầu tư, trong trường hợp này thường nhà đầu tư sẽ góp bằng tiền; tuy nhiên, trong một số trường hợp nhà đầu tư có thể góp vốn bằng tài sản như cổ phiếu, trái phiếu... để lập quỹ, ví dụ cụ thể nhất để minh họa cho trường hợp này là việc lập quỹ ETFs. Các nhà đầu tư góp vốn





lập quỹ có thể là thể nhân hoặc pháp nhân; tuy nhiên, nếu là quỹ thành viên thì theo quy định của Luật chứng khoán sửa đổi 2010 của Việt Nam, chỉ cho phép pháp nhân góp vốn.

Các hoạt động chủ yếu của nghiệp vụ quản lý quỹ là:

- Thứ nhất: phân tích đầu tư, bao gồm phân tích vĩ mô, ngành và công ty nhằm mục đích tìm kiếm các cơ hội đầu tư cũng như những dấu hiệu để thoái vốn.
- Thứ hai: ra quyết định đầu tư, khi ra quyết định đầu tư thì công ty quản lý quỹ sẽ phải tuân theo điều lệ quỹ đã cam kết trước với nhà đầu tư, cũng như một số các giới hạn đầu tư được quy định trong pháp luật.
- Thứ ba: theo dõi danh mục đầu tư, thường công ty quản lý quỹ sẽ theo dõi thông tin và nghiên cứu phân tích liên tục trong thời gian nắm giữ danh mục để kịp thời có những phản ứng phù hợp; ngoài ra, nếu có một khoản đầu tư lớn tại công ty, thì công ty quản lý quỹ phải cử người vào hội đồng quản trị để giám sát và hỗ trợ.
- Thứ tư: thanh lý các khoản đầu tư, khi các khoản đầu tư đạt được tỉ lệ sinh lời như kỳ vọng hoặc phát sinh các yếu tố bất lợi thì công ty quản lý quỹ sẽ tiến hành thoái vốn; ngoài ra, nếu thời hạn của quỹ đã hết thì công ty quản lý quỹ sẽ tiến hành thanh lý toàn bộ các khoản đầu tư của quỹ.
- Thứ năm: báo cáo tình hình hoạt động của quỹ định kỳ cho các nhà đầu tư, chủ yếu là báo cáo NAV và danh mục đầu tư của quỹ.

#### *11.2.3.2 Nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư*

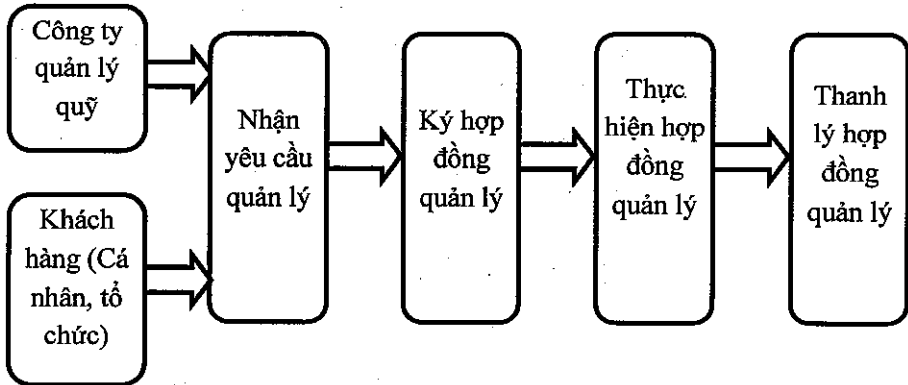
Quản lý danh mục đầu tư là việc công ty quản lý quỹ quản lý một cách chuyên nghiệp các danh mục đầu tư của khách hàng (cá nhân hay tổ chức), đây là tập hợp các khoản đầu tư được hình thành thông qua việc nắm giữ một hoặc nhiều loại chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu...) hàng hóa, bất động sản hoặc các tài sản khác, nhằm đạt được các mục tiêu đầu tư cụ thể (lợi nhuận, rủi ro, phạm vi thời gian ...) được công ty quản lý quỹ và khách hàng thoả thuận trước.





Theo Khoản 26, Điều 6, Luật chứng khoán 2006 “Quản lý danh mục đầu tư chứng khoán là việc công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán thực hiện quản lý theo uỷ thác của từng nhà đầu tư trong mua, bán, nắm giữ chứng khoán.”

Sơ đồ 11.3: Quy trình quản lý danh mục đầu tư



(Nguồn: Nguyễn Thành Long, 2011)

- **Bước 1:** Công ty quản lý quỹ tiếp xúc và tìm hiểu nhu cầu của khách hàng, các thông tin cần tìm hiểu bao gồm: khả năng tài chính, kinh nghiệm đầu tư, thời hạn đầu tư, mục tiêu đầu tư, mức độ rủi ro có thể chấp nhận, các hạn chế đầu tư, danh mục đầu tư mẫu ...
- **Bước 2:** Công ty quản lý quỹ và khách hàng tiến hành ký kết hợp đồng quản lý. Một số nội dung chính của hợp đồng: (i) mục tiêu đầu tư, phạm vi đầu tư, hạn chế đầu tư, khả năng chấp nhận rủi ro và yêu cầu của nhà đầu tư. (ii) nguyên tắc, chính sách đầu tư và loại tài sản. (iii) quyền và nghĩa vụ của các bên. (iv) các loại hình rủi ro liên quan đến việc đầu tư theo hợp đồng kể cả quy định về việc không bảo đảm giá trị vốn đầu tư ban đầu. (v) giá trị của vốn ủy thác đầu tư, thời hạn hợp đồng, phương thức xác định giá trị danh mục đầu tư. (vi) quy định rõ về việc ủy quyền quyết định đầu tư cho công ty quản lý quỹ và các hạn chế liên quan; cơ chế quyết định và phê duyệt quyết định đầu tư. (vii) chỉ số tham chiếu làm cơ sở đánh giá kết quả đầu tư theo từng hợp đồng quản lý đầu tư; mức phí, phương pháp tính, phương thức thanh toán phí, thời hạn trả phí và các loại chi phí khách hàng phải chịu.



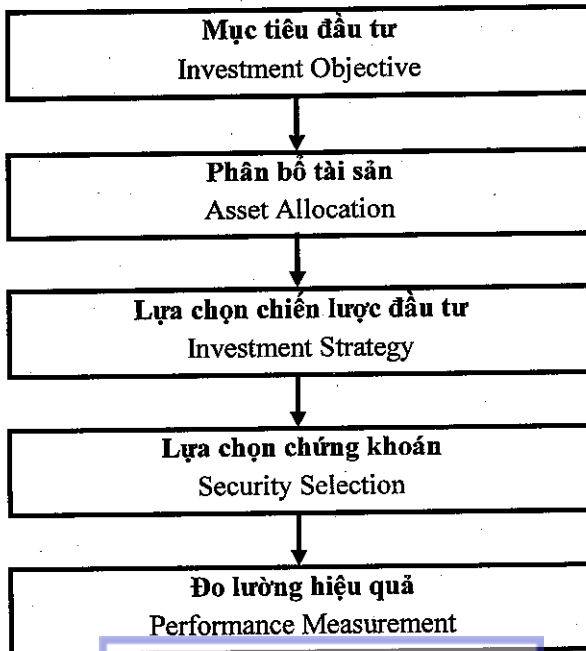
(viii) quy định chi tiết về quản lý tiền và lưu ký, đăng ký sở hữu tài sản đầu tư và thanh toán các giao dịch của nhà đầu tư; quy định ủy quyền cho Công ty quản lý quỹ ký kết hợp đồng lưu ký với nhà đầu tư.

Ngoài ra hợp đồng này phải thoả mãn các nguyên tắc sau:

- Không có các điều khoản nhằm tạo điều kiện cho công ty quản lý quỹ có thể trốn tránh nghĩa vụ pháp lý bồi thường cho khách hàng, trong trường hợp do lỗi của công ty hoặc do hành vi sai phạm có chủ ý của công ty;
- Không có các điều khoản nhằm hạn chế phạm vi bồi thường, trách nhiệm tài chính của công ty đối với khách hàng mà không có lý do chính đáng; hoặc chuyển rủi ro cho khách hàng trong trường hợp do lỗi của công ty hoặc do hành vi sai phạm có chủ ý của công ty;
- Không có các điều khoản đối xử không công bằng đối với khách hàng.

• **Bước 3:** Công ty quản lý quỹ thực hiện hợp đồng quản lý.

Một là, thực hiện xây dựng danh mục đầu tư cho khách hàng



THƯ VIỆN  
HUBT

553

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Hai là, tuân thủ theo đúng những thỏa thuận trong hợp đồng quản lý.

Ba là trường hợp phát sinh ngoài hợp đồng thì phải xin ý kiến của khách hàng.

• **Bước 4:** Công ty quản lý quỹ cùng khách hàng bàn bạc và quyết định xem có tiếp tục gia hạn hay thanh lý hợp đồng.

#### *11.2.3.3 Nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán*

Nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán là nghiệp vụ mà công ty quản lý quỹ thực hiện các hoạt động: (i) Tư vấn cho khách hàng về chính sách đầu tư và chiến thuật giao dịch, bao gồm cơ cấu phân bổ vốn đầu tư; loại tài sản đầu tư và phương thức xác định giá trị tài sản; hình thức đầu tư, giao dịch; thời điểm thực hiện, số lượng, mức giá phù hợp với mục tiêu, chính sách đầu tư, mức chấp nhận rủi ro của khách hàng; (ii) Phát hành ra công chứng các ấn phẩm về đầu tư chứng khoán; xây dựng, tổ chức thực hiện các chương trình phổ cập kiến thức, các chương trình đào tạo chuyên sâu về đầu tư chứng khoán.

#### • **Hợp đồng tư vấn đầu tư**

Khi thực hiện nghiệp vụ tư vấn đầu tư, công ty quản lý quỹ sẽ ký hợp đồng tư vấn đầu tư với khách hàng, trong đó nêu rõ các nội dung cơ bản như sau: (i) phạm vi tư vấn, hình thức cung cấp dịch vụ, tài sản nhận tư vấn; (ii) thời hạn hợp đồng, phí dịch vụ; (iii) quyền, trách nhiệm và nghĩa vụ của các bên tham gia hợp đồng.

Trước khi ký kết hợp đồng tư vấn, công ty quản lý quỹ thường phải thu thập thông tin của khách hàng, để đảm bảo việc tư vấn là tốt nhất, thông tin bao gồm: khả năng tài chính, tài sản, thu nhập, mục tiêu đầu tư, hình thức đầu tư, mức chấp nhận rủi ro, kinh nghiệm và mức độ hiểu biết về đầu tư và tài sản đầu tư.

#### • **Các nguyên tắc khi thực hiện nghiệp vụ tư vấn đầu tư**

- Tự nguyện, công bằng, trung thực đối với khách hàng, cung cấp đầy đủ, kịp thời mọi thông tin chính xác để khách hàng tự đưa ra quyết định đầu tư.



## Chương 11: Các tổ chức hỗ trợ trên thị trường tài chính

- Các thông tin, dữ liệu, dự báo kinh tế cung cấp cho khách hàng phải dựa trên những sự kiện có thực và kèm theo các tài liệu dẫn chiếu đáng tin cậy phát hành bởi các tổ chức kinh tế tài chính chuyên nghiệp và đã được công bố công khai.
- Nội dung tư vấn phải dựa trên kết quả phân tích khoa học thận trọng, hợp lý từ các nguồn thông tin đáng tin cậy.
- Báo cáo phân tích chứng khoán và thị trường chứng khoán, khuyến nghị giao dịch phải ghi rõ nguồn trích dẫn số liệu, người chịu trách nhiệm về nội dung báo cáo.
- Khi tư vấn đầu tư vào một tài sản, công ty quản lý quỹ phải bảo đảm phù hợp với mục tiêu đầu tư, mức chấp nhận rủi ro, năng lực tài chính của khách hàng, đồng thời công ty quản lý quỹ, nhân viên tư vấn phải công bố lợi ích của mình liên quan tới tài sản đó nếu công ty, nhân viên đang sở hữu tài sản đó.
- Công ty quản lý quỹ có trách nhiệm giải thích cho khách hàng biết về việc những tư vấn đưa ra cho hoạt động đầu tư của khách hàng chỉ mang tính tham khảo và khách hàng hoàn toàn chịu mọi rủi ro từ các quyết định đầu tư của mình.
- Không được tư vấn cho khách hàng đầu tư vào tài sản mà không cung cấp đầy đủ thông tin về tài sản, tổ chức phát hành cho khách hàng.
- Không được cung cấp các thông tin chưa được kiểm chứng, tin đồn, thông tin sai lệch, sai sự thật, khuếch đại sự thật, dễ gây hiểu nhầm, đưa ra các dự báo hoặc thực hiện các hành vi nhằm lôi kéo, xúi giục, dụ dỗ hay mời chào khách hàng giao dịch một loại tài sản nào đó mà không phù hợp với mục tiêu đầu tư, kinh nghiệm đầu tư, khả năng nhận thức về rủi ro, mức chấp nhận rủi ro và năng lực tài chính của khách hàng.
- Không được tặng quà, sử dụng lợi ích vật chất dưới mọi hình thức để mời chào, dụ dỗ khách hàng giao dịch một loại tài sản nhằm mang lại lợi ích cho mình hoặc người khác.



- Không được đầu tư thay cho khách hàng, trừ trường hợp là khách hàng ủy thác đã ký hợp đồng quản lý đầu tư với công ty quản lý quỹ.
- Không được dự báo giá tài sản trong tương lai, bảo đảm kết quả đầu tư (trừ trường hợp đầu tư vào sản phẩm có thu nhập cố định hoặc các sản phẩm đầu tư bảo toàn vốn) hoặc thỏa thuận phân chia lợi nhuận hoặc lỗ với khách hàng.

## **11.3 SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN**

### **11.3.1 Khái niệm và đặc điểm của Sở giao dịch chứng khoán**

#### *11.3.1.1 Khái niệm*

Sở giao dịch chứng khoán là một địa điểm giao dịch có tổ chức, tại đó, chứng khoán được các thành viên giao dịch theo những phương thức giao dịch, thời gian và địa điểm đã được quy định. Trong sở giao dịch, các thành viên giao dịch là các nhà môi giới hưởng hoa hồng hoặc tự doanh tham gia các hoạt động giao dịch thông qua hệ thống giao dịch đã được điện toán hoá. Hay nói cách khác sở giao dịch chứng khoán là nơi gặp gỡ của các nhà môi giới chứng khoán để thực hiện các giao dịch chứng khoán, là cơ quan phục vụ cho hoạt động giao dịch chứng khoán. Sở giao dịch thực hiện một số chức năng sau:

*Một là* tuy hoạt động của sở giao dịch chứng khoán không huy động vốn trực tiếp cho tổ chức phát hành, nhưng thông qua sở giao dịch chứng khoán các chứng khoán phát hành được giao dịch liên tục, làm tăng tính thanh khoản cho các chứng khoán. Từ đó giúp các tổ chức phát hành có thể phát hành để tăng vốn qua thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư có thể dễ dàng mua hoặc bán chứng khoán niềm yết một cách thuận lợi và nhanh chóng.

*Hai là* thông qua sở giao dịch giá cả được xác định một cách công bằng và là yếu tố cực kỳ quan trọng trong việc tạo ra một thị trường liên tục. Giá cả chỉ được xác định bởi cung - cầu trên thị trường thông qua hệ thống giao dịch của sở giao dịch từ đó giúp cho các hoạt động giao dịch chứng khoán trở nên tự do, công khai và công bằng.



Ba là chức năng cung cấp các thông tin và kiểm tra, giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán. Với chức năng này sở giao dịch cung cấp đầy đủ các báo cáo một cách chính xác và liên tục về các chứng khoán, tình hình hoạt động của các tổ chức niêm yết, các công ty chứng khoán cũng như thông tin các công ty phát hành theo quy định công bố thông tin, các công ty chứng khoán; đồng thời kiểm tra và giám sát các giao dịch chứng khoán nhằm đảm bảo thị trường hoạt động một cách minh bạch và công bằng.

### *11.3.1.2 Đặc điểm*

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

*Hình thức sở hữu thành viên:* Sở giao dịch chứng khoán do các thành viên là các công ty chứng khoán sở hữu, được tổ chức dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn, có hội đồng quản trị do các công ty chứng khoán thành viên bầu ra theo từng nhiệm kỳ. Mô hình này có ưu điểm thành viên vừa là người tham gia giao dịch, vừa là người quản lý nên chi phí thấp và dễ ứng phó với tình hình thay đổi trên thị trường. Các Sở giao dịch chứng khoán như Hàn Quốc, Newyork, Tokyo, Thái Lan và nhiều nước khác được tổ chức theo hình thức sở hữu thành viên.

*Hình thức công ty cổ phần:* Sở giao dịch chứng khoán được tổ chức dưới hình thức một công ty cổ phần đặc biệt do các công ty chứng khoán thành viên, ngân hàng, công ty tài chính, bảo hiểm tham gia sở hữu với tư cách là cổ đông. Tổ chức, hoạt động của sở giao dịch chứng khoán theo luật doanh nghiệp và mục tiêu hoạt động chủ yếu là lợi nhuận. Hình thức này được áp dụng ở Đức, Anh và Hồng Kông.

*Hình thức sở hữu nhà nước:* thực chất trong mô hình này, chính phủ hoặc một cơ quan của chính phủ đứng ra thành lập, quản lý và sở hữu một phần hay toàn bộ vốn của sở giao dịch chứng khoán. Hình thức sở hữu này có ưu điểm không lấy lợi nhuận làm mục tiêu chủ đạo mà chủ yếu là bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Ngoài ra, trong những trường hợp cần thiết, nhà nước có



THƯ VIỆN  
HUBT

557

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

thể can thiệp kịp thời để giữ cho thị trường được hoạt động ổn định, lành mạnh. Tuy nhiên, mô hình này cũng có những hạn chế nhất định, đó là thiếu tính độc lập, cứng nhắc, chi phí lớn và kém hiệu quả.

Tại Việt Nam Sở Giao dịch Chứng khoán là pháp nhân thuộc sở hữu Nhà nước, được tổ chức theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên, hoạt động theo Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Điều lệ của Sở Giao dịch chứng khoán và các quy định pháp luật khác có liên quan.

### **11.3.2 Thành viên Sở giao dịch chứng khoán**

#### *11.3.2.1 Khái niệm*

Thành viên là tổ chức hay cá nhân hoạt động kinh doanh chứng khoán được phép thực hiện các nghiệp vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán thông qua hệ thống của sở giao dịch và tuân thủ theo những nguyên tắc, luật lệ do sở giao dịch đặt ra.

Theo Điều 39 Luật chứng khoán Việt Nam (62/2010/QH12) thì thành viên giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán là công ty chứng khoán được Sở giao dịch chứng khoán chấp thuận trở thành thành viên giao dịch.

#### *11.3.2.2 Phân loại thành viên*

Thành viên của sở giao dịch chứng khoán được phân loại phụ thuộc rất nhiều vào yếu tố về lịch sử, thể chế cũng như phương thức hoạt động của sở giao dịch. Ban đầu, khi cấu trúc sở giao dịch chứng khoán theo kiểu một tổ chức công cộng, thì không cần thiết phải chia ra làm nhiều loại thành viên vì các thành viên không phải đóng góp vốn xây dựng sở giao dịch chứng khoán. Mô hình này phù hợp với hình thức sở hữu sở giao dịch chứng khoán 100% vốn nhà nước. Tùy theo thể chế của mỗi quốc gia và cách thức tổ chức thị trường mà thành viên có nhiều loại khác nhau nhưng chủ yếu bao gồm những thành viên cơ bản sau:

Một là các chuyên gia (Specialist) tham gia vào hệ thống đầu lệnh với chức năng góp phần định giá chứng khoán trên sở giao dịch chứng khoán nhằm tạo ra tính liên tục, nâng cao tính thanh khoản của thị trường và giảm thiểu các tác động tạm thời đến cung - cầu chứng khoán.



Hai là các nhà môi giới của công ty thành viên (hay nhà môi giới của hãng dịch vụ hưởng hoa hồng - Commission house brokers) thực hiện các giao dịch cho khách hàng và hưởng các khoản hoa hồng mà khách hàng trả cho họ. Nhà môi giới độc lập, hay còn gọi là nhà môi giới "hai đôla" (Two dollar broker) thường nhận lại các lệnh giao dịch từ các nhà môi giới hưởng hoa hồng để thực hiện, đặc biệt ở các thị trường lớn khi khối lượng của các nhà môi giới hưởng hoa hồng chính thức quá nhiều, do đó, họ không thể thực hiện được các công việc của mình. Thông thường, trước đây khi thực hiện các lệnh giao dịch cho 1 lô chẵn (100 cổ phiếu) họ được nhận 2 USD, vì vậy các nhà môi giới này được gọi là nhà môi giới "hai đôla".

Ba là nhà tạo lập thị trường cạnh tranh (Registered competitive market marker); khi một chứng khoán giao dịch trên sàn trở nên khan hiếm hay rơi vào tình trạng khó giao dịch, sở giao dịch chứng khoán yêu cầu các nhà tạo lập thị trường tiến hành giao dịch các chứng khoán loại này từ tài khoản cá nhân hoặc chính công ty của họ với các chào bán, chào mua theo giá trên thị trường.

Bốn là các nhà giao dịch cạnh tranh (Competitive trader), là người có thể giao dịch cho chính tài khoản của mình theo quy định chặt chẽ của sở giao dịch chứng khoán nhằm tạo tính thanh khoản cho thị trường.

### *11.3.2.3 Tiêu chuẩn thành viên*

Mỗi sở sở giao dịch đề ra các tiêu chuẩn thành viên của mình dựa trên đặc điểm lịch sử phát triển, nội tại nền kinh tế cũng như mức độ tự do hoá và phát triển của thị trường tài chính. Nhìn chung tiêu chuẩn làm thành viên của sở giao dịch chứng khoán được xem xét trên các khía cạnh sau:

*Thứ nhất, yêu cầu về tài chính:* Tiêu chí này sẽ đảm bảo cho thành viên có tình hình tài chính lành mạnh, có đủ cơ sở vật chất kỹ thuật để tiến hành hoạt động một cách bình thường. Ngoài ra, khi cấp phép thành lập công ty chứng khoán, Ủy ban chứng khoán thường căn cứ vào quy mô thị trường và các nghiệp vụ để quy định vốn tối thiểu cho các nghiệp vụ. Ở Việt Nam, theo điều 71 nghị định 58/2012/NĐ-CP mức vốn pháp định quy định đối với công ty chứng khoán theo từng nghiệp vụ kinh doanh như sau: môi giới (25 tỉ đồng); tự doanh (100 tỉ); bảo lãnh phát hành (165 tỉ); tư vấn đầu tư chứng



559

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



khoán (10 tỉ). Ngoài ra, tỉ lệ nợ trên vốn cổ phần và tỉ lệ thu nhập trên vốn cổ phần cũng như các chỉ báo kinh doanh của công ty phải bình thường. Các tỉ lệ này phải được thẩm tra để đảm bảo thực trạng tài chính tốt và khả năng sinh lời của công ty.

*Thứ hai, quy định về nhân sự:* số lượng và chất lượng của ban điều hành, các nhà phân tích chứng khoán và các chuyên gia khác phải được quy định trong quy chế về nhân sự. Do chứng khoán là một công cụ tài chính phức tạp, đòi hỏi người quản lý phải có hiểu biết chuyên môn về hoạt động kinh doanh chứng khoán, phân tích được sự biến động của giá cả, vì vậy, các công ty chứng khoán phải có một đội ngũ cán bộ có đủ trình độ để đảm đương các trách nhiệm của mình. Ngoài ra, vấn đề đạo đức trong kinh doanh chứng khoán cũng được xem xét kỹ trong khi tuyển chọn nhân sự cho công ty thành viên, ví dụ như phải là người có năng lực pháp luật và năng lực hành vi dân sự đầy đủ, không có tiền án, tiền sự, không là chủ của các doanh nghiệp đã phá sản trước đó

*Thứ ba, Điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật:* công ty xin làm thành viên phải có trụ sở chính, các chi nhánh, văn phòng giao dịch cũng như cơ sở vật chất, trang thiết bị phải đáp ứng được yêu cầu của kinh doanh như các trạm đầu cuối để nhận lệnh, xác nhận lệnh, các bảng hiển thị điện tử.

#### *11.3.2.4 Thủ tục kết nạp thành viên*

Hiện nay, sở giao dịch chứng khoán của các nước tồn tại hai hình thức thu nhận thành viên là đăng ký thành viên và hình thức thu nhận thành viên.

*Một là hình thức đăng ký thành viên:* các công ty chứng khoán đã được cấp phép hoạt động kinh doanh chứng khoán đều đủ điều kiện trở thành thành viên của sở giao dịch chứng khoán. Hình thức này áp dụng trong giai đoạn đầu hoạt động của sở giao dịch chứng khoán do lúc này số lượng công ty chứng khoán còn ít, các điều kiện và tiêu chuẩn đã được xem xét khi cấp phép hoạt động.

*Hai là hình thức thu nhận thành viên:* có sự khác nhau giữa tiêu chuẩn cấp phép hoạt động kinh doanh chứng khoán và tiêu chuẩn làm thành viên, thông thường tiêu chuẩn làm thành viên sẽ khắc khe hơn điều kiện cấp phép hoạt động kinh doanh chứng khoán. Hình thức này áp dụng khi sở giao dịch



THƯ VIỆN  
HUBT  
560

chứng khoán hoạt động đã ổn định và phát triển cao nên sở giao dịch chứng khoán sẽ đưa ra những quy định để chọn những thành viên có khả năng tài chính, có uy tín và kinh nghiệm để làm thành viên.

Theo quy định của Việt Nam, các công ty chứng khoán sau khi đã được Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước cấp phép hoạt động muốn trở thành thành viên của Sở giao dịch chứng khoán thì phải gửi hồ sơ đăng ký làm thành viên bao gồm: đơn đăng ký làm thành viên, giấy cam kết làm thành viên, điều lệ công ty chứng khoán, bản sao giấy phép hoạt động, bản sao hợp lệ giấy chứng nhận thành viên lưu ký, quy tắc đạo đức nghề nghiệp, các quy trình hướng dẫn nghiệp vụ, bản sao giấy phép hành nghề của nhân viên.

#### *11.3.2.5 Quyền và nghĩa vụ của thành viên*

*Quyền của thành viên:* căn cứ theo hình thức sở hữu của sở giao dịch chứng khoán mà thành viên có các quyền sau: i) quyền bỏ phiếu quyết định các vấn đề quan trọng của sở giao dịch chứng khoán cũng như đề xuất, kiến nghị các vấn đề liên quan đến hoạt động của sở giao dịch; ii) quyền được giao dịch thông qua hệ thống giao dịch của sở giao dịch theo quy định; iii) nhận các thông tin theo thỏa thuận với sở giao dịch; iv) được thu phí giao dịch theo quy định; v) được tự nguyện chấm dứt tư cách thành viên sau khi được chấp nhận từ sở giao dịch.

*Nghĩa vụ của thành viên:* thông thường các thành viên có các nghĩa vụ sau: i) nghĩa vụ báo cáo. Theo đó, nếu có bất kỳ một sự thay đổi nào, các thành viên đều phải thông báo cho sở giao dịch chứng khoán. Khi tiếp nhận các báo cáo định kỳ từ thành viên, sở giao dịch chứng khoán có thể ngăn chặn các tình trạng có vấn đề của các thành viên trước khi các thành viên đó có khủng hoảng và bảo vệ quyền lợi cho công chúng đầu tư. Các báo cáo định kỳ do các thành viên thực hiện sẽ làm tăng tính công khai của việc quản lý các thành viên; ii) thanh toán các khoản phí: bao gồm phí thành viên gia nhập, phí thành viên hàng năm được tính toán khi tiến hành gia nhập và các khoản lệ phí giao dịch được tính dựa trên căn cứ doanh số giao dịch của từng thành viên; iii) ngoài ra, các thành viên còn phải có nghĩa vụ đóng góp vào các quỹ hỗ trợ thanh toán nhằm đảm bảo cho quá trình giao dịch được nhanh chóng và các khoản bảo hiểm cho hoạt động môi giới chứng khoán.

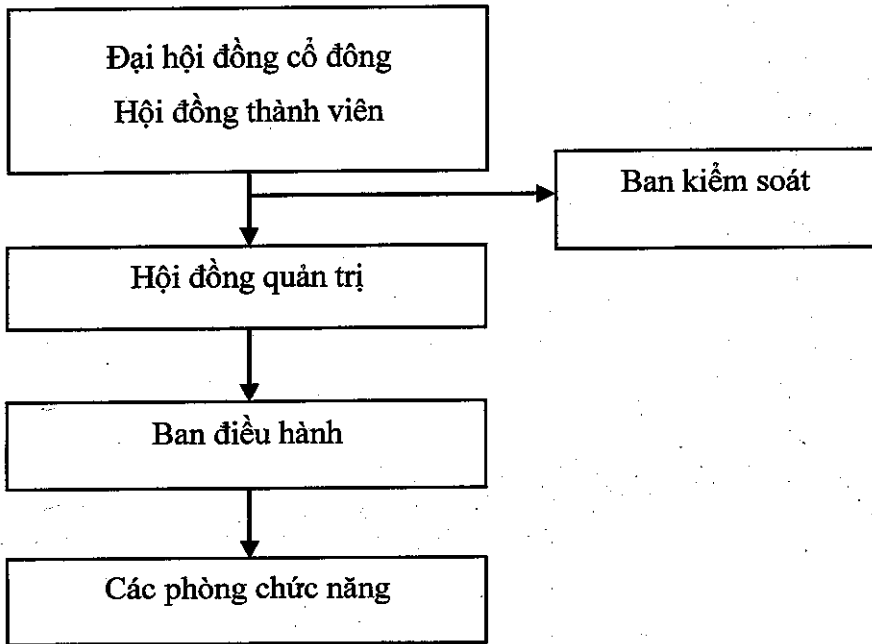


THƯ VIỆN  
HUBT

### 11.3.3 Cơ cấu tổ chức sở giao dịch chứng khoán

Sở giao dịch chứng khoán của các quốc gia trên thế giới có thể ra đời ở những thời điểm khác nhau hoặc có thể có hình thức sở hữu khác nhau (cổ phần, thành viên, nhà nước), nhưng các Sở giao dịch chứng khoán đều có cấu trúc tổ chức tương tự như sau:

Sơ đồ 11.4: Cơ cấu tổ chức sở giao dịch chứng khoán



- **Hội đồng quản trị**

Hội đồng quản trị là cơ quan quản lý cao nhất gồm có các thành viên đại diện là những người có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến thị trường chứng khoán. Thành viên hội đồng quản trị gồm: đại diện của công ty chứng khoán thành viên; một số đại diện không phải là thành viên như tổ chức niêm yết; giới chuyên môn; nhà kinh doanh; chuyên gia luật và thành viên đại diện cho chính phủ.

Tùy theo đặc điểm thể chế của các nước mà số lượng thành viên hội đồng quản trị của từng sở giao dịch chứng khoán khác nhau. Tuy nhiên, các sở giao dịch chứng khoán đã phát triển thường có thành viên hội đồng quản trị nhiều hơn số thành viên của sở giao dịch chứng khoán tại các thị trường mới nổi đơn cử như hội đồng quản trị của Sở giao dịch chứng khoán New York có 25 thành viên: trong đó có 01 chủ tịch, 12 thành viên đại diện cho công chúng và 12 thành viên đại diện cho các công ty chứng khoán thành viên sở giao dịch chứng khoán và các công ty có liên quan. Tại Sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh thì hội đồng quản trị có 3 thành viên gồm 1 chủ tịch, 1 phó chủ tịch và 1 thành viên.

- **Ban giám đốc điều hành**

Ban giám đốc điều hành chịu trách nhiệm về mọi hoạt động của sở giao dịch chứng khoán, giám sát các hành vi giao dịch của các thành viên, dự thảo các quy định và quy chế của Sở giao dịch chứng khoán. Ban giám đốc hoạt động một cách độc lập nhưng chịu sự chỉ đạo trực tiếp từ hội đồng quản trị.

- **Các phòng ban**

Để thực hiện các chức năng của sở giao dịch chứng khoán mà cơ quan quản lý cần phải chia thành các phòng ban nhằm thực hiện các nhiệm vụ như tư vấn, hỗ trợ cho hội đồng quản trị và ban giám đốc điều hành trên cơ sở đưa ra các ý kiến đề xuất thuộc lĩnh vực của phòng ban chức năng. Ngoài ra, ở một số sở giao dịch chứng khoán còn thành lập một số ban đặc biệt để giải quyết các vấn đề đặc biệt về quản lý, tư vấn hoặc xử phạt. Tất cả hoặc một số thành viên của ban là thành viên hội đồng quản trị và nằm trong số các thành viên bên trong hoặc thành viên bên ngoài sở giao dịch chứng khoán. Các phòng chuyên môn, gồm: phòng giao dịch, phòng niêm yết, phòng điều hành thị trường... Các phòng phụ trợ, gồm: phòng kế hoạch và nghiên cứu, phòng hệ thống điện toán, phòng tổng hợp - đối ngoại..

Tại Việt Nam thì quyền và nghĩa vụ của thành viên được quy định tại Điều 39 Luật chứng khoán Việt Nam.



**Bài đọc thêm**

**Giới thiệu một số Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới**

• **Thị trường chứng khoán Mỹ**

Thị trường chứng khoán Mỹ có lịch sử phát triển lâu dài và đã đạt đến trình độ cao về mọi mặt. Mô hình Thị trường chứng khoán Mỹ đã được nhiều nước học tập, áp dụng và sửa đổi cho phù hợp với điều kiện thực tế của từng nước. Thời điểm đánh dấu sự ra đời Thị trường chứng khoán Mỹ là 17 tháng 05 năm 1792 khi một số nhà môi giới công bố thoả thuận của họ sau khi nhóm họp dưới gốc cây ngô đồng ở số 68 phố Uôn (gọi là Hiệp ước cây ngô đồng) và đến năm 1800 đánh dấu sự ra đời Sở giao dịch chứng khoán đầu tiên, tiếp theo đó là hàng loạt các Sở giao dịch chứng khoán được hình thành trên khắp nước Mỹ. Thị trường chứng khoán Mỹ hiện nay là một thị trường quan trọng bậc nhất trên thế giới nếu xét trên tổng thể khối lượng tư bản giao dịch và sự ảnh hưởng to lớn của nó đối với các thị trường chứng khoán khác. Điều đáng chú ý là 2/3 nghiệp vụ giao dịch chứng khoán ở Mỹ được thực hiện trên thị trường phi tập trung, đặc biệt là đối với các hàng hoá là trái phiếu chính phủ.

Sở Giao dịch Chứng khoán NewYork (NYSE) là Sở giao dịch lớn nhất và lâu đời nhất nước Mỹ. Thị trường chứng khoán này của Mỹ còn được gọi là thị trường phố Wall nơi phối thai những giao dịch đầu tiên của nước Mỹ kể từ năm 1864 và hiện là trung tâm giao dịch chứng khoán lớn nhất thế giới, quản lý tới hơn 80% các giao dịch chứng khoán của Mỹ và kể từ năm 1962 đã trở thành thị trường chứng khoán quốc gia.

Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (American Stock Exchange u AMEX) là thị trường chứng khoán tập trung lớn thứ hai ở Mỹ và hiện nay có khoảng 1/5 số chứng khoán của Mỹ được mua bán trên thị trường này. Cũng tương tự như Sở giao dịch chứng khoán NewYork, AMEX hoạt động theo hệ thống đấu giá mở và các chuyên gia trên thị trường đóng vai trò quan trọng. Hiện nay, thành viên của Sở là 661 thành viên.

Bên cạnh các thị trường chứng khoán tập trung là các Sở giao dịch (hiện có khoảng 14 Sở GDCK khác nhau), tại Mỹ còn có thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) rất phát triển đó là Nasdaq.

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



THƯ VIỆN  
HUBT

564

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## Chương 11: Các tổ chức hỗ trợ trên thị trường tài chính

trên thị trường với trên 15000 chứng khoán, lớn hơn rất nhiều so với số lượng chứng khoán giao 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 của 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.

### • Thị trường chứng khoán Nhật Bản

Thị trường chứng khoán Nhật Bản đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút vốn dài hạn cho Chính phủ và các công ty. Nói đến thị trường chứng khoán Nhật Bản trước hết phải kể đến Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (Tokyo Stock Exchange - TSE) bởi vì Sở giao dịch chứng khoán Tokyo ra đời sớm nhất, là thị trường lớn nhất tại Nhật bản về số lượng chứng khoán lưu hành cũng như về doanh thu.

Sở giao dịch chứng khoán Tokyo được hình thành cùng thời điểm với Sở giao dịch chứng khoán Osaka vào cuối năm 1878. Những năm 1943 - 1945, Sở giao dịch này bị đóng cửa do ảnh hưởng của chiến tranh thế giới lần thứ II. Năm 1948, Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán được ban hành và Sở giao dịch chứng khoán Tokyo được mở cửa hoạt động trở lại vào năm 1949. Từ đó đến nay, qua nhiều lần cải cách và đổi mới, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo ngày càng phát triển, trở thành định chế tài chính quan trọng trong hệ thống kinh tế của Nhật bản. Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (Tokyo Stock Exchange - TSE) đã trở thành sàn giao dịch chứng khoán lớn thứ 3 thế giới tính theo số lượng công ty niêm yết sau khi nhận thêm 1.100 công ty từ sàn Osaka. Với việc hai sàn sáp nhập và các công ty niêm yết trên sàn Osaka chuyển về niêm yết ở sàn Tokyo, sàn giao dịch mới hiện có tổng cộng 3.423 công ty niêm yết. Như vậy, số lượng cổ phiếu thuộc khu vực 1 (gồm các công ty lớn) giao dịch trên TSE tăng thêm 38 cổ phiếu, lên 1.760. Kể từ ngày 30/8/2013, các công ty này sẽ được bổ sung vào chỉ số Topix theo dõi khu vực 1. Số lượng công ty niêm yết tăng thêm 47% khiến TSE trở thành sở giao dịch lớn thứ 3 thế giới tính theo số lượng niêm yết, tiến thêm 4 bậc so với trước khi sáp nhập. Chỉ có sàn chứng khoán Bombay (SENSEX) và sàn



565

THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chứng khoán Canada có số lượng công ty niêm yết lớn hơn (lần lượt là 5.230 và 3.971 công ty niêm yết).

• **Thị trường chứng khoán Hàn Quốc**

Thị trường chứng khoán Hàn Quốc ra đời và chính thức đi vào hoạt động vào năm 1956 cùng với sự khai sinh của Sở giao dịch chứng khoán Deahan tiền thân của Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc. Từ đó đến nay, thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã trở thành một trong 10 thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới. Thị trường này đã phát triển một cách nhanh chóng. Chỉ trong giai đoạn năm 1990 -1999, khối lượng giao dịch cổ phiếu đã tăng từ 53 triệu tỉ Won lên 867 triệu tỉ Won, khối lượng giao dịch trái phiếu tăng từ 39 triệu tỉ lên đến 2.183 triệu tỉ Won, trong khi đó giá trị niêm yết trên thị trường cũng tăng từ 79 triệu tỉ Won lên 350 triệu tỉ Won.

Sở Giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KSE) là một sàn giao dịch duy nhất có tổ chức ở Hàn Quốc, có 3 khu vực giao dịch trên Sở: khu vực giao dịch cho cổ phiếu, trái phiếu và các chứng khoán phát sinh. Khu vực cho cổ phiếu được chia ra thành hai khu vực: khu vực thứ nhất dành cho các công ty có quy mô lớn, với hơn 80% tổng số cổ phiếu trên thị trường; khu vực thứ hai là địa điểm cho các cổ phiếu mới được niêm yết, hoặc cho các công ty có quy mô vừa và nhỏ được giao dịch. Đến tháng 03/2001, tổng số công ty chứng khoán hoạt động tại Hàn Quốc là 64 công ty, trong đó có 43 công ty trong nước và 21 công ty nước ngoài.

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 Hàn Quốc (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, tỉ lệ phát hành ra công chúng...





## 11.4 HỆ THỐNG ĐĂNG KÝ, LƯU KÝ VÀ THANH TOÁN BÙ TRỪ CHỨNG KHOÁN

### 11.4.1 Khái quát về hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán

Hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ là một hệ thống bao gồm con người, cơ sở vật chất và các quy định về hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.

#### 11.4.1.1 Đăng ký chứng khoán

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

Để thực hiện các quyền của mình đối với chứng khoán đang nắm giữ, nhà đầu tư phải thực hiện đăng ký tên mình trong danh sách người sở hữu chứng khoán của tổ chức phát hành và để phân biệt các loại chứng khoán, các chứng khoán cần được đăng ký với những thông tin cơ bản sau: tên, loại chứng khoán, mệnh giá, tổng số chứng khoán phát hành.

Ngoài ra, trong hoạt động đăng ký chứng khoán người sở hữu chứng khoán cũng phải cung cấp thông tin như: tên, quốc tịch, địa chỉ, số chứng khoán nắm giữ...

Theo quy định của hệ thống Luật chứng khoán Việt Nam, chứng khoán của công ty đại chúng phải được đăng ký tập trung tại Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD). Như vậy, VSD là tổ chức đăng ký chứng khoán của tất cả các công ty đại chúng, bao gồm các công ty niêm yết, đăng ký giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán, các công ty đại chúng chưa niêm yết.

Chứng khoán đăng ký tại VSD bao gồm cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, tín phiếu kho bạc, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp được chính phủ bảo lãnh, chứng chỉ quỹ niêm yết/đăng ký giao dịch trên các Sở Giao dịch chứng khoán và cổ phiếu/trái phiếu của các công ty đại chúng chưa niêm yết đăng ký tại VSD. Toàn bộ chứng khoán đăng ký tại VSD theo hình thức ghi sổ.





Các công ty đại chúng khi thực hiện đăng ký chứng khoán tại VSD phải cung cấp cho VSD các thông tin về tổ chức phát hành, thông tin về chứng khoán đăng ký và các thông tin về người sở hữu chứng khoán để VSD ghi nhận trên hệ thống của VSD. Đây là cơ sở để VSD xác minh tính hợp lệ về sở hữu chứng khoán của người sở hữu và chấp nhận chứng khoán đưa vào ký gửi tập trung tại VSD.

Các tổ chức phát hành có chứng khoán niêm yết làm thủ tục đăng ký chứng khoán trực tiếp với VSD. Công ty đại chúng chưa niêm yết đăng ký chứng khoán tại VSD thông qua thành viên lưu ký là công ty chứng khoán.

#### *11.4.1.2 Lưu ký chứng khoán*

Lưu ký chứng khoán là việc nhận ký gửi, bảo quản, chuyển giao chứng khoán cho khách hàng, giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến sở hữu chứng khoán. Các dịch vụ về lưu ký chứng khoán cung cấp cho khách hàng, bao gồm: ký gửi chứng khoán; rút chứng khoán; chuyển khoản chứng khoán không qua giao dịch; cầm cố và giải toả cầm cố chứng khoán.

Theo quy định của Luật chứng khoán Việt Nam, chứng khoán của công ty đại chúng phải được lưu ký tập trung tại VSD trước khi thực hiện giao dịch.

Việc lưu ký chứng khoán của khách hàng tại VSD được thực hiện theo nguyên tắc: khách hàng lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký và thành viên lưu ký tái lưu ký chứng khoán của khách hàng tại VSD. Việc quản lý tài khoản lưu ký chứng khoán tại VSD được thực hiện như sau: Tổng số dư trên các tài khoản lưu ký chứng khoán của khách hàng mở tại thành viên lưu ký phải luôn khớp với số dư trên các tài khoản lưu ký của thành viên lưu ký mở tại VSD. Số dư chi tiết trên tài khoản lưu ký chứng khoán của từng khách hàng tại thành viên lưu ký phải khớp với số liệu sở hữu của khách hàng đó tại VSD.

Tại thành viên lưu ký, để đảm bảo quyền lợi của khách hàng lưu ký chứng khoán, thành viên lưu ký phải mở tài khoản lưu ký chứng khoán chi tiết cho từng khách hàng và quản lý tách biệt tài sản cho từng khách hàng. Chứng khoán lưu ký của khách hàng tại thành viên lưu ký là tài sản thuộc sở hữu của khách hàng và được quản lý tách biệt với tài sản của thành viên lưu ký.



Khi có các yêu cầu về ký gửi, rút, chuyển khoản và cầm cố chứng khoán tại VSD, khách hàng phải thực hiện thông qua các thành viên lưu ký nơi mình mở tài khoản.

**Các hình thức lưu ký chứng khoán:** có hai hình thức lưu ký chứng khoán là lưu ký đóng và lưu ký mở:

- **Lưu ký đóng:** đây là hình thức lưu giữ trong đó khách hàng thuê kết an toàn tại tổ chức lưu ký để lưu giữ và bảo quản chứng khoán của mình. Tổ chức lưu ký không có quyền biết những gì liên quan đến chứng khoán được lưu giữ trong kết. Vì vậy, họ không thể thực hiện được các nghiệp vụ liên quan đến chứng khoán như thu hộ lợi tức, chuyển nhượng hoặc cầm cố chứng khoán.
- **Lưu ký mở:** là hình thức lưu giữ chứng khoán trong đó chứng khoán được trao cho tổ chức lưu giữ và tổ chức này không chỉ thực hiện chức năng bảo quản mà còn thực hiện cả chức năng điều hành chứng khoán theo sự uỷ thác của khách hàng.

Căn cứ vào trách nhiệm và quyền hạn của tổ chức lưu ký trong việc điều hành chứng khoán, lưu ký mở được chia thành: lưu ký biệt lập; lưu ký hoán đổi; lưu ký tổng hợp; lưu ký tại tổ chức thứ ba; lưu ký thế chấp; lưu ký phong toả.

**Lưu ký biệt lập:** là hình thức lưu ký chứng khoán trong đó chứng khoán của khách hàng được lưu giữ độc lập với chứng khoán của tổ chức lưu ký và của khách hàng khác. Để thực hiện điều này thì chứng khoán của từng khách sẽ được đánh từng ký hiệu riêng, theo từng chủng loại chứng khoán và được cất giữ biệt lập. Lưu ký biệt lập đòi hỏi nhiều công đoạn bảo mật cao nên chi phí lưu ký rất cao.

**Lưu ký hoán đổi:** là hình thức lưu ký trong đó cho phép tổ chức lưu ký chuyển trả cho khách hàng của mình số chứng khoán cùng chủng loại chứ không nhất thiết phải đúng mã số.

**Lưu ký tổng hợp:** là hình thức lưu ký trong đó tổ chức lưu ký được phép hợp chung tất cả các chứng khoán cùng một chủng loại được phép chuyển



569

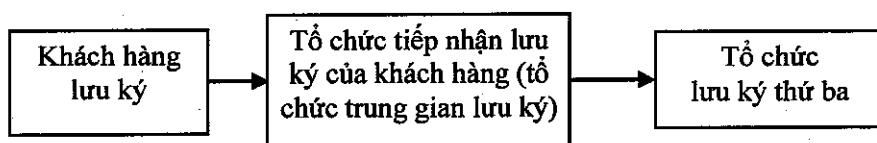
THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

nhượng tự do, thuộc quyền sở hữu của nhiều chủ sở hữu, thành một khối lượng chứng khoán tổng hợp. Khi đó, các chủ sở hữu sẽ trở thành các đồng sở hữu trong khối lượng chứng khoán tổng hợp của cùng chủng loại chứng khoán mà mình lưu ký. Như vậy, từng chủ sở hữu không có quyền đòi hỏi tổ chức lưu ký chuyển trả chính các tờ chứng khoán của mình, mà chỉ có quyền đòi chuyển trả số lượng tờ chứng khoán đã đưa vào lưu ký. Hình thức này giúp cho việc thực hiện các quyền của khách hàng đối với chứng khoán trở nên dễ dàng, nhanh chóng và giảm chi phí lưu ký. Chính vì vậy, đại đa số chứng khoán tại Việt Nam được tổ chức theo hình thức này.

*Lưu ký tại tổ chức thứ ba:* là hình thức lưu ký trong đó các tổ chức lưu ký có quyền đứng tên tổ chức mình đưa chứng khoán của khách hàng vào lưu ký tại tổ chức lưu ký khác (tổ chức thứ 3) theo phương thức lưu ký biệt lập hay lưu ký tổng hợp mà không cần phải có văn bản uỷ quyền cụ thể của khách hàng lưu ký. Về mặt bản chất đó là việc tái lưu ký chứng khoán của thành viên.

Sơ đồ 11.5: Mô hình tổ chức lưu ký thứ ba



*Lưu ký thế chấp:* của khách hàng là hình thức lưu ký trong đó chứng khoán hiện đang lưu ký trên tài khoản chứng khoán của khách hàng và được khách hàng đem thế chấp cho đối tác thứ ba (chủ nợ) để vay vốn. Khi đó, tổ chức lưu ký phải đóng dấu thế chấp kèm họ tên (tên hiệu) của người chủ nợ tại các phần chứng khoán được thế chấp trên tài khoản lưu ký khách hàng.

*Lưu ký phong toả:* là hình thức lưu ký trong đó người chủ sở hữu sẽ không được sử dụng phần tài sản thuộc tài khoản lưu ký phong toả, số chứng khoán này chỉ có mục đích là để đảm bảo an toàn cho chủ sở hữu hay các khách hàng của chủ sở hữu.

**11.4.1.3 Thanh toán bù trừ chứng khoán**

Thanh toán bù trừ chứng khoán là bước cuối cùng để hoàn tất quá trình giao dịch chứng khoán. Đây là quá trình chuyển giao quyền sở hữu chứng khoán từ tài khoản lưu ký của người bán sang tài khoản lưu ký chứng khoán của người mua; song song đó, là quá trình chuyển giao tiền từ tài khoản tiền gửi ngân hàng của người mua sang tài khoản tiền gửi ngân hàng của người bán.

Ở Việt Nam, việc thanh toán bù trừ chứng khoán do Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) chủ trì thực hiện. Việc thanh toán giao dịch chứng khoán được thực hiện theo nguyên tắc:

*Một là*, VSD thực hiện thanh toán chứng khoán theo hình thức chuyển giao ghi sổ thông qua hệ thống tài khoản lưu ký của thành viên lưu ký bên mua và bán đồng thời điều chỉnh thông tin sở hữu tài khoản của người đầu tư mua và người đầu tư bán; Ngân hàng thanh toán (Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam) thực hiện thanh toán tiền theo kết quả bù trừ tiền của VSD thông qua hệ thống tài khoản tiền của các thành viên lưu ký mở tại Ngân hàng thanh toán.

*Hai là*, thanh toán giao dịch chứng khoán được thực hiện theo nguyên tắc: việc chuyển giao chứng khoán tại VSD diễn ra chắc chắn và đồng thời với việc chuyển tiền tại Ngân hàng thanh toán (nguyên tắc DVP - Delivery Versus Payment). Cơ chế thanh toán giao dịch DVP cho phép các bên tham gia giao dịch loại bỏ được các rủi ro về thanh toán, theo đó, bên mua và bán phải có đủ tiền và chứng khoán để đảm bảo khả năng thanh toán giao dịch chứng khoán.

Thời gian thanh toán, bù trừ chứng khoán hiện tại được VSD áp dụng như sau:

- Đối với giao dịch trái phiếu VND: VSD thực hiện thanh toán theo kết quả bù trừ đa phương với thời gian thanh toán là T+1.
- Đối với giao dịch trái phiếu ngoại tệ: VSD thực hiện thanh toán theo phương thức trực tiếp với thời gian thanh toán là T+1.
- Đối với giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ: VSD thực hiện thanh toán theo kết quả bù trừ đa phương với thời gian thanh toán T+2.



#### **11.4.2 Vai trò của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán**

Hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán có vai trò hết sức quan trọng đối với hoạt động của thị trường chứng khoán, thể hiện:

*Thứ nhất*, thực hiện thanh toán các giao dịch chứng khoán, đảm bảo cho các giao dịch chứng khoán được hoàn tất. Khi giao dịch chứng khoán được thực hiện, cần có sự thanh toán chứng khoán và tiền giữa các bên tham gia giao dịch; nhờ hoạt động thanh toán mà người mua nhận được chứng khoán và người bán nhận được tiền đầy đủ và an toàn.

*Thứ hai*, giúp cho việc quản lý hiệu quả thị trường chứng khoán. Qua hệ thống này cơ quan quản lý nắm rõ được thông tin của người sở hữu, tham gia của nhà đầu tư nước ngoài, kiểm soát và phát hiện các giao dịch bất thường... Từ đó giúp duy trì và ổn định hoạt động của thị trường chứng khoán.

*Thứ ba*, giảm chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán. Ngày nay, do hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán đã được tự động hoá, nên làm giảm đáng kể thời gian, chi phí, tránh được những nhầm lẫn trong khâu nhận, kiểm đếm chứng khoán khi thanh toán không qua hệ thống. Ngoài ra, hệ thống thực hiện việc lưu ký tập trung hoặc thực hiện phi vật chất hoá chứng khoán nên tiết kiệm được các chi phí trong in ấn chứng chỉ chứng khoán, bảo quản chứng chỉ.

*Thứ tư*, góp phần giảm rủi ro cho hoạt động của thị trường chứng khoán. Kinh nghiệm cho thấy, thời gian thanh toán càng dài thì rủi ro xảy ra cho các đối tượng tham gia thị trường càng lớn. Các rủi ro xuất phát từ nhiều nguyên nhân và từ nhiều phía. Rủi ro xảy ra có thể là do lỗi của máy tính hay do lỗi của con người gây ra, hoặc là rủi ro do các đối tượng tham gia mất khả năng thanh toán. Hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán giúp cho thời gian thanh toán được rút ngắn và từ đó góp phần giảm thiểu rủi ro. Với hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán, hầu hết các thanh toán đều được thực hiện qua bút toán ghi sổ, giảm bớt đáng kể sự chuyển giao chứng khoán vật chất, làm giảm rủi ro do bị mất cắp. Bên cạnh



đó, hệ thống này cho phép chúng ta có thể tiến hành thanh toán bù trừ song phương và đa phương, từ đó rút ngắn thời gian và an toàn, giảm chi phí so với hình thức thanh toán bù trừ theo từng lần giao dịch.

*Thứ năm*, đảm bảo thực hiện thanh toán nhanh góp phần giúp các đối tượng của hệ thống tăng vòng quay của vốn. Khi chưa có hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán, việc chuyển giao chứng khoán tốn nhiều chi phí, thời gian kiểm đếm, kiểm tra tính thật giả của chứng khoán, và sự lãng phí này xảy ra cho cả hai bên mua và bán chứng khoán. Việc thanh toán bù trừ chứng khoán nhanh tạo điều kiện cho các giao dịch tiếp theo được thực hiện, giúp cho nhà đầu tư nắm được thời cơ kinh doanh, dòng vốn được quay vòng nhanh hơn.

#### **11.4.3 Tổ chức của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán**

Tham gia vào hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ gồm có trung tâm lưu ký chứng khoán, thành viên lưu ký và ngân hàng chỉ định thanh toán. Trong đó, trung tâm lưu ký chứng khoán đóng vai trò trọng tâm.

##### *11.4.3.1 Trung tâm lưu ký chứng khoán*

Tại Việt Nam, trung tâm lưu ký chứng khoán là một pháp nhân, hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần. Hoạt động của Trung tâm lưu ký là tổ chức và giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ; và chịu sự giám sát của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước.

*Quyền của trung tâm lưu ký chứng khoán:* Ban hành quy chế đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán; chấp thuận, huỷ bỏ tư cách thành viên lưu ký; giám sát việc tuân thủ quy định của thành viên lưu ký; cung cấp dịch vụ đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán và dịch vụ khác có liên quan đến lưu ký chứng khoán theo yêu cầu của khách hàng; thu phí theo quy định của pháp luật.

*Nghĩa vụ của trung tâm lưu ký chứng khoán:* bảo đảm cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ cho các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán; xây dựng quy trình hoạt động và quản lý rủi ro cho từng nghiệp vụ;



**THƯ VIỆN  
HUBT**

573

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

quản lý tách biệt tài sản của khách hàng; bồi thường thiệt hại cho khách hàng trong trường hợp không thực hiện nghĩa vụ gây thiệt hại đến lợi ích hợp pháp của khách hàng, trừ trường hợp bất khả kháng; hoạt động vì lợi ích của người gửi chứng khoán hoặc người sở hữu chứng khoán; có biện pháp bảo vệ cơ sở dữ liệu và lưu giữ các chứng từ gốc về đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán theo quy định của pháp luật về kế toán, thống kê; trích lập quỹ phòng ngừa rủi ro nghiệp vụ để bù đắp các tổn thất cho khách hàng do sự cố kỹ thuật, do sơ suất của nhân viên trong quá trình hoạt động; cung cấp các thông tin liên quan đến việc sở hữu chứng khoán của khách hàng theo yêu cầu của công ty đại chúng, tổ chức phát hành; chịu trách nhiệm về hoạt động lưu ký, thanh toán tại trụ sở chính, chi nhánh đã đăng ký hoạt động lưu ký.

#### *11.4.3.2 Thành viên lưu ký*

Tại Việt Nam, thành viên lưu ký là công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại hoạt động tại Việt Nam được Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước cấp Giấy chứng nhận đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán và được Trung tâm lưu ký chứng khoán chấp thuận trở thành thành viên lưu ký.

*Các quyền và nghĩa vụ của thành viên lưu ký:* Cung cấp dịch vụ lưu ký và thanh toán các giao dịch chứng khoán cho khách hàng; thu phí theo quy định của pháp luật; đóng góp quỹ hỗ trợ thanh toán theo quy định tại của Trung tâm lưu ký chứng khoán; bảo đảm cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ cho các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán; xây dựng quy trình hoạt động và quản lý rủi ro cho từng nghiệp vụ; quản lý tách biệt tài sản của khách hàng; bồi thường thiệt hại cho khách hàng trong trường hợp không thực hiện nghĩa vụ gây thiệt hại đến lợi ích hợp pháp của khách hàng, trừ trường hợp bất khả kháng; hoạt động vì lợi ích của người gửi chứng khoán hoặc người sở hữu chứng khoán; có biện pháp bảo vệ cơ sở dữ liệu và lưu giữ các chứng từ gốc về đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán theo quy định của pháp luật về kế toán, thống kê; trích lập quỹ phòng ngừa rủi ro nghiệp vụ để bù đắp các tổn thất cho khách hàng do sự cố kỹ thuật, do sơ suất của nhân viên trong quá trình hoạt động; cung cấp các thông tin liên quan đến việc sở hữu chứng khoán của khách hàng theo yêu





## *Chương 11: Các tổ chức hỗ trợ trên thị trường tài chính*

cầu của công ty đại chúng, tổ chức phát hành; chịu trách nhiệm về hoạt động lưu ký, thanh toán tại trụ sở chính, chi nhánh đã đăng ký hoạt động lưu ký.

*Điều kiện đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán:*

Điều kiện đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán đối với ngân hàng thương mại bao gồm: (i) có giấy phép thành lập và hoạt động tại Việt Nam; (ii) nợ quá hạn không quá năm phần trăm tổng dư nợ, có lãi trong năm gần nhất; (iii) có địa điểm, trang bị, thiết bị phục vụ hoạt động đăng ký, lưu ký, thanh toán các giao dịch chứng khoán.

Điều kiện đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán đối với công ty chứng khoán bao gồm: (i) có giấy phép thành lập và hoạt động thực hiện nghiệp vụ môi giới hoặc tự doanh chứng khoán; (ii) có địa điểm, trang bị, thiết bị phục vụ hoạt động đăng ký, lưu ký, thanh toán các giao dịch chứng khoán.

### *11.4.3.3 Ngân hàng chỉ định thanh toán*

Là ngân hàng được uỷ ban chứng khoán nhà nước lựa chọn làm ngân hàng thanh toán cho các giao dịch trên thị trường chứng khoán tập trung. Ngân hàng chỉ định thanh toán đóng một vai trò rất quan trọng trong quy trình thanh toán và bù trừ chứng khoán.

Vai trò của ngân hàng chỉ định thanh toán: (i) thực hiện thanh toán và bù trừ tiền trong các giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán tập trung giữa các thành viên lưu ký; (ii) mở và quản lý tài khoản thanh toán của tất cả các thành viên lưu ký.

### *11.4.3.4 Quỹ hỗ trợ thanh toán*

Quỹ hỗ trợ thanh toán hình thành từ sự đóng góp của các thành viên lưu ký để thanh toán thay cho thành viên lưu ký trong trường hợp thành viên lưu ký tạm thời mất khả năng thanh toán giao dịch chứng khoán. Quỹ hỗ trợ thanh toán do trung tâm lưu ký chứng khoán quản lý và phải được tách biệt với tài sản của trung tâm lưu ký chứng khoán. Mức đóng góp vào quỹ hỗ trợ thanh toán, phương thức hỗ trợ thanh toán, phương thức quản lý và sử dụng quỹ hỗ trợ thanh toán thực hiện theo quy định của Trung tâm lưu ký chứng khoán.

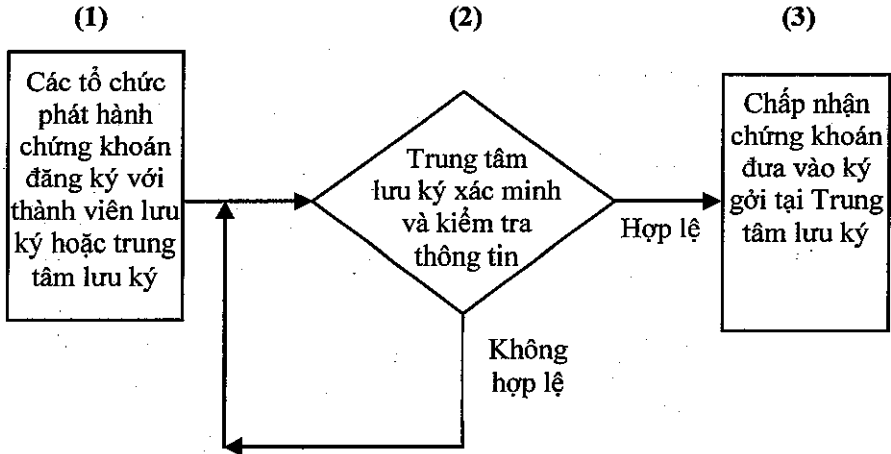




11.4.4 Quy trình đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán

11.4.4.1 Quy trình đăng ký chứng khoán

Sơ đồ 11.6: Quy trình đăng ký lưu ký chứng khoán



• **Bước 1:** Các tổ chức phát hành chứng khoán tiến hành đăng ký tại trung tâm lưu ký. Theo quy định của Luật chứng khoán thì các chứng khoán đăng ký bao gồm: tín phiếu kho bạc, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp được Chính phủ bảo lãnh, chứng chỉ quỹ niêm yết/đăng ký giao dịch trên các Sở Giao dịch chứng khoán và cổ phiếu/trái phiếu của các công ty đại chúng. Các công ty đại chúng khi thực hiện đăng ký chứng khoán tại VSD phải cung cấp cho VSD các thông tin về tổ chức phát hành, thông tin về chứng khoán đăng ký và các thông tin về người sở hữu chứng khoán. Các tổ chức phát hành có chứng khoán niêm yết làm thủ tục đăng ký chứng khoán trực tiếp với VSD. Công ty đại chúng chưa niêm yết đăng ký chứng khoán tại VSD thông qua thành viên lưu ký là công ty chứng khoán.

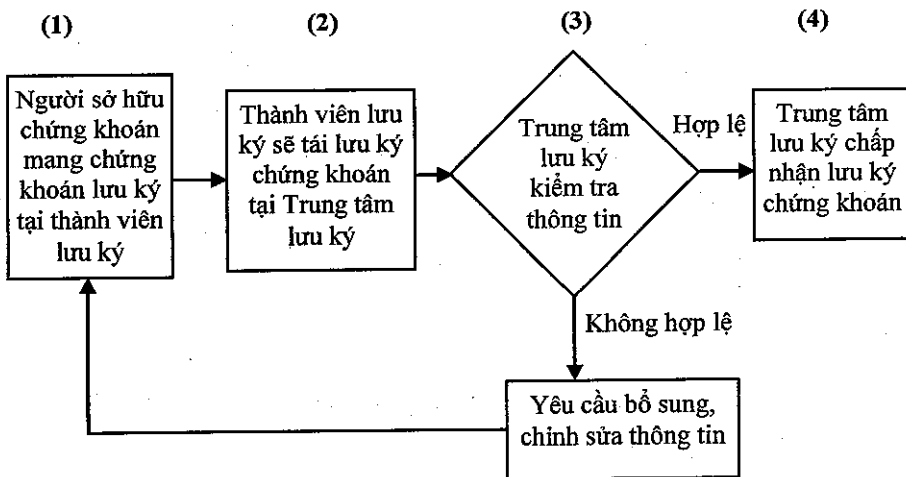
• **Bước 2:** Sau khi nhận đầy đủ thông tin từ tổ chức phát hành, trung tâm lưu ký sẽ tiến hành xác minh tính hợp lệ về sở hữu chứng khoán của người sở hữu.

- **Bước 3:** Nếu các thông tin là hợp lệ, trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ chấp nhận việc đăng ký. Việc đăng ký chứng khoán tại trung tâm lưu ký của Việt Nam sẽ được thực hiện theo hình thức ghi sổ và chứng khoán sẽ được ký gửi tập trung.

Quy trình, thủ tục và hồ sơ đăng ký từng loại chứng khoán cụ thể tại Việt Nam được quy định trong quy chế hoạt động đăng ký chứng khoán do Trung tâm lưu ký chứng khoán (VSD) ban hành.

#### 11.4.4.2 Quy trình lưu ký chứng khoán

Sơ đồ 11.7: Quy trình lưu ký chứng khoán tại trung tâm lưu ký



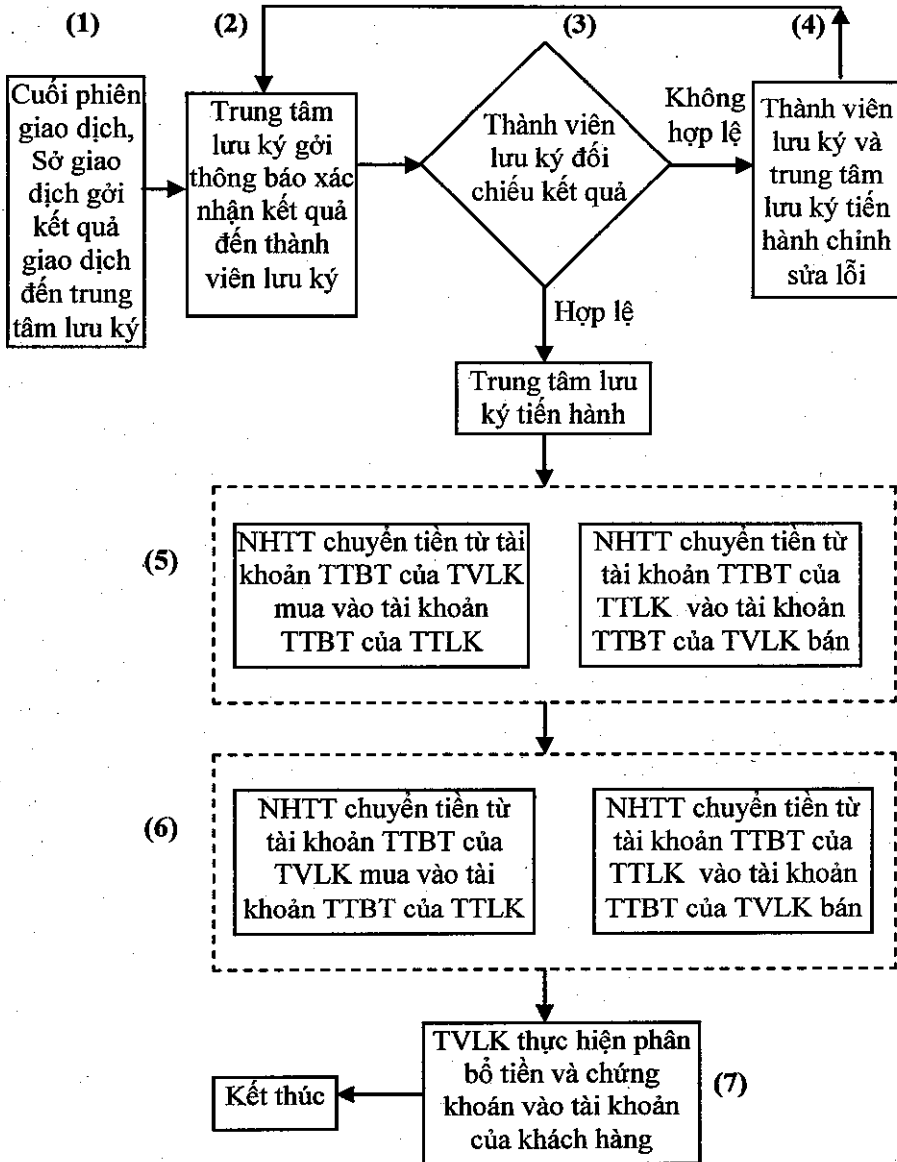
- **Bước 1:** Người sở hữu chứng khoán mang chứng khoán đến thực hiện lưu ký tại thành viên lưu ký. Thành viên lưu ký sẽ mở tài khoản lưu ký chứng khoán và tiến hành việc lưu ký cho nhà đầu tư. Chứng khoán lưu ký của khách hàng tại thành viên lưu ký là tài sản thuộc sở hữu của khách hàng và được quản lý tách biệt với tài sản của thành viên lưu ký. Thành viên lưu ký không được sử dụng chứng khoán trong tài khoản lưu ký chứng khoán của khách hàng vì lợi ích của bên thứ ba hoặc vì lợi ích của chính thành viên lưu ký.

- **Bước 2:** Thành viên lưu ký sẽ thực hiện tái lưu ký chứng khoán của nhà đầu tư tại Trung tâm lưu ký. Chứng khoán lưu ký tại trung tâm lưu ký phải là các chứng khoán đã được tổ chức phát hành đăng ký tại trung tâm.
- **Bước 3:** Trung tâm lưu ký sẽ tiến hành kiểm tra đối chiếu thông tin của người sở hữu chứng khoán do thành viên lưu ký cung cấp với thông tin đăng ký chứng khoán do tổ chức phát hành cung cấp. Nếu phát hiện có sai lệch hoặc thiếu sót, sẽ yêu cầu thành viên lưu ký liên hệ nhà đầu tư chỉnh sửa, bổ sung thông tin.
- **Bước 4:** Nếu tất cả thông tin đều hợp lệ, trung tâm lưu ký sẽ xác nhận việc ký gửi chứng khoán tại trung tâm. Chứng khoán của khách hàng sẽ được quản lý tập trung dưới hình thức lưu ký ghi sổ. Chứng khoán lưu ký tại trung tâm lưu ký là tài sản thuộc sở hữu của khách hàng, được quản lý tách biệt với tài sản của trung tâm lưu ký và trung tâm lưu ký không được sử dụng chứng khoán của khách hàng vì lợi ích của bên thứ ba hoặc vì lợi ích của chính trung tâm lưu ký. Khi xác nhận lưu ký chứng khoán, trung tâm lưu ký sẽ thực hiện các nghiệp vụ sau cho khách hàng: rút chứng khoán, chuyển khoản chứng khoán và cầm cố giải toả chứng khoán.

#### *11.4.4.3 Quy trình thanh toán bù trừ chứng khoán*

- **Bước 1:** Kết thúc phiên giao dịch, sở giao dịch chứng khoán gửi kết quả giao dịch đến trung tâm lưu ký
- **Bước 2:** Trung tâm lưu ký sẽ gửi thông báo xác nhận kết quả giao dịch đến các thành viên lưu ký
- **Bước 3:** Thành viên lưu ký tiến hành đối chiếu kết quả từ trung tâm lưu ký.

Sơ đồ 11.8: Quy thanh toán và bù trừ chứng khoán tại trung tâm lưu ký



- **Bước 4:** Nếu kết quả không phù hợp, hoặc trong lúc giao dịch thành viên lưu ký bị lỗi, thì thành viên lưu ký sẽ phối hợp với trung tâm lưu ký để chỉnh sửa.
- **Bước 5:** Nếu kết quả phù hợp, trung tâm lưu ký sẽ tiến hành thanh toán bù trừ. Trước tiên sẽ thực hiện bù trừ tiền. Theo đó, ngân hàng thanh toán, sẽ chuyển tiền từ tài khoản thanh toán bù trừ của thành viên lưu ký bên mua vào tài khoản thanh toán bù trừ của trung tâm lưu ký. Sau đó, ngân hàng thanh toán sẽ thực hiện chuyển tiền từ tài khoản thanh toán bù trừ của trung tâm lưu ký vào tài khoản thanh toán bù trừ của thành viên lưu ký bên bán.
- **Bước 6:** Trung tâm lưu ký thực hiện thanh toán bù trừ chứng khoán. Theo đó, trung tâm lưu ký sẽ chuyển chứng khoán từ tài khoản thanh toán bù trừ của thành viên lưu ký bên bán sang tài khoản thanh toán bù trừ của trung tâm lưu ký. Sau đó, trung tâm lưu ký sẽ chuyển chứng khoán từ tài khoản thanh toán bù trừ của mình sang tài khoản thanh toán bù trừ của bên mua.
- **Bước 7:** Các thành viên thanh toán sẽ tiến hành phân bổ tiền và chứng khoán cho khách hàng.

## **TÓM TẮT CHƯƠNG 11**

---

- *Công ty chứng khoán là một định chế tài chính trung gian chuyên kinh doanh chứng khoán; thực hiện một, một số hoặc toàn bộ các nghiệp vụ: môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán. Mô hình hoạt động của công ty chứng khoán, bao gồm: mô hình đa năng, mô hình chuyên doanh*
- *Công ty chứng khoán có 5 vai trò chủ yếu trên thị trường tài chính, gồm: (i) kênh dẫn vốn cho nền kinh tế; (ii) Cung cấp cơ chế giá cả cho các giao dịch trên thị trường chứng khoán; (iii) Tạo thanh khoản cho các giao dịch chứng khoán; (iv) tham gia vào nhiều dịch vụ tư vấn khác nhau như: tư vấn*



**THƯ VIỆN  
HUBT  
580**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

đầu tư, tư vấn và bảo lãnh phát hành, tư vấn niêm yết, tư vấn M&A, tư vấn tái cấu trúc, nhận uỷ thác đầu tư...; (v) tạo ra các sản phẩm tài chính mới.

▪ **Công ty quản lý quỹ** là doanh nghiệp hoạt động kinh doanh chứng khoán, cung cấp dịch vụ quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán và tư vấn đầu tư chứng khoán. Mô hình hoạt động của công ty quản lý quỹ: Công ty quản lý quỹ hoạt động trong mô hình ngân hàng đa năng toàn phần; công ty quản lý quỹ hoạt động trong mô hình ngân hàng đa năng một phần; mô hình công ty quản lý quỹ chuyên doanh.

▪ Công ty quản lý quỹ đầu tư mang lại cho các nhà đầu tư các lợi ích sau: (i) giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hoá danh mục đầu tư; (ii) giảm thiểu chi phí giao dịch; (iii) được quản lý chuyên nghiệp. (iv) được giám sát chặt chẽ bởi các cơ quan có thẩm quyền

▪ Công ty quản lý có những vai trò chính sau: (i) thu hút tiền nhàn rỗi từ các nguồn khác nhau để đầu tư; (ii) cung ứng vốn cho doanh nghiệp để mở rộng sản xuất kinh doanh; (iii) giữ giá cả ổn định không biến động quá mạnh so với giá trị thực.

▪ **Sở giao dịch chứng khoán** là một địa điểm giao dịch có tổ chức, tại đó, chứng khoán được các thành viên giao dịch theo những phương thức giao dịch, thời gian và địa điểm đã được quy định. Thông qua sở giao dịch chứng khoán các chứng khoán phát hành được giao dịch liên tục, làm tăng tính thanh khoản cho các chứng khoán; giá cả chứng khoán được xác định một cách công bằng; cung cấp các thông tin và kiểm tra, giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán. Sở giao dịch chứng khoán có các hình thức sở hữu sau: hình thức sở hữu thành viên, hình thức công ty cổ phần, hình thức sở hữu nhà nước.

▪ Thành viên tham gia trên Sở giao dịch chứng khoán, gồm có: các chuyên gia (Specialist), các nhà môi giới của công ty thành viên (Commission house brokers), nhà môi giới "hai đôla" (Two dollar broker), nhà tạo lập thị trường cạnh tranh (Registered competitive market marker), các nhà giao dịch cạnh tranh (Competitive trader).



THƯ VIỆN  
HUBT

581

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

▪ Hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ là một hệ thống bao gồm con người, cơ sở vật chất và các quy định về hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán. Nó có các vai trò quan trọng sau: thứ nhất, thực hiện thanh toán các giao dịch chứng khoán, đảm bảo cho các giao dịch chứng khoán được hoàn tất; thứ hai, giúp cho việc quản lý hiệu quả thị trường chứng khoán; thứ ba, giảm chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán; thứ tư, góp phần giảm rủi ro cho hoạt động của thị trường chứng khoán; thứ năm, đảm bảo thực hiện thanh toán nhanh góp phần giúp các đối tượng của hệ thống tăng vòng quay của vốn.

## **CÂU HỎI THẢO LUẬN**

1. Trình bày khái niệm và vai trò của công ty chứng khoán.
2. Hãy nêu các mô hình hoạt động của công ty chứng khoán.
3. Trình bày tóm tắt nghiệp vụ môi giới chứng khoán của công ty chứng khoán.
4. Trình bày tóm tắt nghiệp vụ tự doanh chứng khoán của công ty chứng khoán.
5. Trình bày tóm tắt nghiệp vụ bảo lãnh phát hành của công ty chứng khoán.
6. Trình bày tóm tắt nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán của công ty chứng khoán.
7. Trình bày tóm tắt nghiệp vụ hỗ trợ đầu tư chứng khoán của công ty chứng khoán.
8. Hãy nêu khái niệm và phân tích vai trò của công ty quản lý quỹ.
9. Trình bày các mô hình hoạt động của công ty quản lý quỹ.



10. Hãy liệt kê các nghiệp vụ mà công ty quản lý được thực hiện tại Việt Nam và khái niệm của chúng.
11. Trình bày quy trình quản lý danh mục đầu tư của công ty quản lý quỹ.
12. Phân tích các nguyên tắc khi thực hiện nghiệp vụ tư vấn đầu tư của công ty quản lý.
13. So sánh nghiệp vụ tư vấn đầu tư của công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ.
14. Trình bày các chứng năng của sở giao dịch chứng khoán.
15. Hãy nêu các hình thức sở hữu của sở giao dịch chứng khoán.
16. Trình bày khái quát về hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.
17. Phân tích vai trò của hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.
18. Trình bày quy trình thanh toán và bù trừ chứng khoán.



# TÀI LIỆU THAM KHẢO

---

## ► TÀI LIỆU THAM KHẢO TIẾNG ANH

1. A.M. Best (2005). “Analyzing finance companies”, Online document from website of ambest, tiếp cận ngày 30/8/2013.
2. Britannica (2013). “Finance Company”, Online document from website of Britannica, truy cập ngày 30/8/2013 (<http://www.britannica.com/EBchecked/topic/207149/finance-company>)
3. Chris (2013). “Funding Independent Finance Companies”, Online document from website of worldleasingnews, truy cập ngày 26/8/2013 (<http://www.worldleasingnews.com/articles/funding-independent-finance-companies/>)
4. CFA Institute (2011). *Program Curriculum Level 1 Volume 6, Derivatives and Alternative Investments*, Pearson Custom Publishing
5. CFA Institute (2008). *Program Curriculum Level 1 Volume 5, Equity and Fixed Income*, USA: Pearson Custom Publishing.
6. CFA Institute (2013). *Program Curriculum Level 1 Volume 5, Equity and Fixed Income*, USA: Pearson Custom Publishing.
7. Diett, M.D (2000). “How do lenders set interest rate on loans?”, Online document from website of The Federal Bank of Minneapolis, tiếp cận ngày 30/08/2013, [http://www.minneapolisfed.org/publications\\_papers/pub\\_display.cfm?id=3030](http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=3030)
8. Don M. Chance & Robert Books (2013). *An introduction to derivatives and risk management*. 9<sup>th</sup> edition, Cengage Learning.
9. Eugene F. Brigham & Joel F Houston (2009). *Fundamental of Financial Management*. 12th edition, South-Western College Pub.



THƯ VIỆN  
HUBT  
584

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

10. Fabozzi, F.J., Modigliani, F.P. and Jones, F.J (2009). *Foundations of Financial Markets and Institutions*, 4<sup>th</sup> ed., USA: Prentice.
11. Fed (2016), “G.20 Finance Companies”, Online document from website of Fed, truy cập 13/ 4/2016 tại <http://www.federalreserve.gov/releases/g20/current/g20.htm>
12. Frederic S. Mishkin & Stanley G. Eakins (2012). *Financial Markets and Institutions*, 7<sup>th</sup> edition, Pearson.
13. Jeff Madura (2011), “*Financial markets and institutions*” 9<sup>th</sup> Edition, USA: South – Western Cengage Learning.
14. Lisa Chem & et al., (2013). *Discovering the Universe: Measuring the Role of Finance Companies in the U.S Economy*, *Finance Economic Discussions Series, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs*, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2013
15. Michael G. LeQuang (1996). *PassTrak Series 7: General securities representative Review*. Dearborn Financial Publishing, Inc, 9th edition (bản dịch tiếng Việt, tập 1).
16. Molie Devine (2012). *Ally Financial Takes the Top Spot in 2012 Big Wheels Ranking* (<http://autofinancenews.net/profiles/blogs/ally-financial-takes-the-top-spot-in-2012-big-wheels-ranking>)
17. Morgan Stanley (2013). *Overview of Consumer Finance Industry, Presentation Proceedings in Viet Nam*.
18. Newyorkfed (2013). “*Domestic finance company report of consolidated assets and liabilities*”, truy cập 26/ 8/2013
19. Reifner, D. & et al., (2010). “*Study on interest rate restrictions in EU*”, *The final Report of Institut fur Finanzdienstleistungen e.V.*, 2010,
20. Rose, P.S. (1998). “*Commercial Bank Management*”- 4th Edition, USA: Irwin/McGraw-Hill Inc.
21. Rose, P.S. (1980). “*Financial Institutions*”, USA: Business Publications

22. StoxPlus (2012). “Report on VietNam Consumer Finance Sector” (<http://www.research.stoxplus.com/reports/119-vietnam-consumer-fina...>)
23. William & et al., (2012). Captive Finance & Firm’s Competitiveness, *working paper series*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2021503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2021503)

### ➤ TÀI LIỆU THAM KHẢO TIẾNG VIỆT

1. Bùi Diệu Anh (2010). *Bảo hiểm Lý thuyết và Bài tập*. NXB Phương Đông.
2. Bùi Diệu Anh (2013). *Hoạt động kinh doanh ngân hàng*. NXB Phương Đông.
3. Bùi Kim Yến và Nguyễn Minh Kiều (2009). *Giáo trình Thị trường Tài chính*, NXB Thống kê.
4. David Blake (2001). *Phân Tích Thị Trường Tài Chính*. Dịch: Thái Việt, Minh Khương, Tùng Lâm. NXB Tổng Hợp.
5. Đào Lê Minh (2009). *Giáo trình Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, NXB Văn hoá thông tin.
6. Frederic S. Mishkin (2001). *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*. NXB Khoa học kỹ thuật.
7. Hồ Diệu (1998). *Các định chế tài chính*. NXB Thống Kê.
8. Lê Hoàng Nga (2001). *Giáo trình Thị trường Chứng khoán*. NXB Thống Kê.
9. Lê Thị Thanh Hà (2001). *Lý thuyết tài chính*. NXB Thống kê.
10. Lê Thị Tuyết Hoa (2002). *Giáo trình Đại cương thị trường tài chính*. NXB Thống kê.
11. Lê Thị Tuyết Hoa và Nguyễn Thị Nhung (2009). *Tiền tệ – Ngân hàng*. NXB Thống kê.



12. Mạc Quang Huy (2009). *Cẩm nang Ngân hàng đầu tư*, NXB Thống kê.
13. Nguyễn Thành Long (2011). *Giáo trình quản lý danh mục đầu tư*. NXB Văn hoá thông tin.
14. Nguyễn Tiến Hùng (2008). *Nguyên lý và thực hành bảo hiểm*, NXB Tài Chính.
15. Nguyễn Văn Tiến (2012). *Giáo trình Tiền tệ ngân hàng*. NXB Thống kê.
16. Nguyễn Văn Định (2008). *Giáo trình bảo hiểm*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân.
17. Tô Kim Ngọc (2012). *Giáo trình Tiền tệ - Ngân hàng*, NXB Dân trí.
18. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2011). *Hệ thống giám sát tài chính quốc gia*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp nhà nước.
19. Hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật liên quan.



# **GIÁO TRÌNH THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH**

**CHỦ BIÊN: PGS.TS. LÊ THỊ TUYẾT HOA**

*Chịu trách nhiệm xuất bản:*

**PGS.TS. Nguyễn Ngọc Định**

*Biên tập:*

**Trần Anh Thanh Sơn**

**Đơn vị liên kết xuất bản:**

**PGS.TS. LÊ THỊ TUYẾT HOA – KHOA TÀI CHÍNH  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP.HCM**

Địa chỉ: 36 Tôn Thất Đạm, Quận 1, TP.HCM

Điện thoại: 0838.216.114 – Email: hoaltt@buh.edu.vn

**Mã số ISBN: 978-604-922-334-1**

*Sửa bản in:*

**THANH VÂN**

*Trình bày bìa:*

**THANH VÂN**

**Nhà xuất bản Kinh tế TP. Hồ Chí Minh**

Số 279 Nguyễn Tri Phương, Phường 5, Quận 10, TP. Hồ Chí Minh.

Website: [www.nxb.ueh.edu.vn](http://www.nxb.ueh.edu.vn) – Email: [nxb@ueh.edu.vn](mailto:nxb@ueh.edu.vn)

Điện thoại: (08) 38.575.466 – Fax: 38.550.783

In 1.000 cuốn, khổ 16x24 cm tại Công ty TNHH MTV-DV In ấn Mai Thịnh Đức  
Địa chỉ: 71 Kha Vạn Cân, P. Hiệp Bình Chánh, Quận Thủ Đức, TP. Hồ Chí Minh.

Số đăng ký 1427-2016/CXBIPH/01-16/KTTPHCM  
và Quyết định số 67/QĐ-NXBKTTPHCM cấp ngày 14/05/2016.

In xong và nộp lưu chiểu Quý 2/2016.





GIÁO TRÌNH THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH  
VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH  
PGS.TS. LÊ THỊ TUYẾT HOA (Chủ biên)

ISBN: 978-604-922-334-1



THƯ VIỆN  
HUBT



9 786049 223341

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Giá: 150.000 đ