

Chương 2

Các nhóm tài sản và các công cụ tài chính

Sau khi nghiên cứu chương này, bạn có thể:

- Phân biệt giữa những tài sản chính được giao dịch trên thị trường tiền tệ và thị trường vốn.
- Mô tả việc xây dựng các chỉ số thị trường cổ phiếu.
- Tính toán lời hay lỗ từ các khoản đầu tư vào hợp đồng tương lai và quyền chọn.

Trong chương 1, bạn đã biết rằng quá trình xây dựng một danh mục đầu tư thường bắt đầu bằng quyết định xem nên phân bổ bao nhiêu tiền vào các nhóm tài sản tổng quát, như các chứng khoán thị trường tiền tệ an toàn, hay tài khoản ngân hàng, trái phiếu dài hạn, cổ phiếu, hay ngay cả các nhóm tài sản như bất động sản hay kim loại quý. Quá trình này được gọi là *phân bổ tài sản*. Sau đó, trong từng nhóm tài sản, nhà đầu tư sẽ chọn những tài sản cụ thể từ một danh mục chi tiết hơn. Quá trình này gọi là *chọn chứng khoán*.

Mỗi nhóm tài sản tổng quát bao gồm nhiều loại chứng khoán cụ thể, và nhiều biến thể của từng loại có thể chiếm ưu thế. Mục đích của chúng ta trong chương này là giới thiệu những đặc tính quan trọng của các nhóm chứng khoán tổng quát. Hướng tới mục đích này, chúng ta sắp xếp các công cụ tài chính căn cứ theo nhóm tài sản.

Theo truyền thống, thị trường tài chính được chia thành thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Các công cụ thị trường tiền tệ bao gồm các chứng khoán nợ có rủi ro thấp, thanh khoản, ngắn hạn, có thể mua bán nhanh trên thị trường. Các công cụ thị trường tiền tệ đôi khi còn được gọi là *các tài sản tương đương tiền mặt*, hay chỉ gọi ngắn gọn là *tiền mặt*. Trái lại, thị trường vốn bao gồm các chứng khoán dài hạn hơn và rủi ro hơn. Các chứng khoán trên thị trường vốn thì đa dạng hơn so với trên thị trường tiền tệ. Vì lý do này, ta sẽ chia thị trường vốn thành ba phân khúc: thị trường nợ dài hạn, thị trường vốn sở hữu và thị trường chứng khoán phái sinh, trong đó các hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai được giao dịch.

Trước tiên, chúng ta mô tả các công cụ thị trường tiền tệ. Sau đó, ta chuyển sang các chứng khoán nợ và vốn sở hữu. Trong chương này, ta sẽ giải thích cơ cấu của các chỉ số thị trường cổ phiếu khác nhau, vì các danh mục tiêu chuẩn thị trường đóng một vai trò quan trọng trong việc xây dựng và đánh giá danh mục đầu tư. Cuối cùng, chúng ta tìm hiểu thị trường chứng khoán phái sinh của các hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai. Bảng 2.1 trình bày tập hợp các thị trường, các công cụ và chỉ số sẽ được tìm hiểu trong chương này.

Các trang web liên quan đến chương này có trên trang www.mhhe.com/bkm .

2.1 Thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ là một phân nhánh của thị trường nợ. Nó bao gồm các chứng khoán nợ rất ngắn hạn có thể mua bán rất nhanh. Nhiều chứng khoán này được mua bán với mệnh giá lớn và vì thế vượt ra ngoài tầm với của các nhà đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, các nhà đầu tư nhỏ có thể dễ dàng tiếp cận được các quỹ hỗ trợ thị trường tiền tệ. Các quỹ hỗ trợ này tập hợp nguồn lực của nhiều nhà đầu tư và đại diện cho họ, mua nhiều thể loại chứng khoán thị trường tiền tệ.

Thị trường tiền tệ bao gồm các công cụ nợ ngắn hạn, thanh khoản cao, và rủi ro tương đối thấp.

Bảng 2.1 Các thị trường tài chính và các chỉ số

Thị trường tiền tệ	Thị trường trái phiếu
Tín phiếu kho bạc	Trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn
Chứng chỉ tiền gửi	Chứng khoán nợ cơ quan liên bang
Giấy nợ thương mại	Trái phiếu đô thị
Hối phiếu được ngân hàng chấp nhận	Trái phiếu công ty
Đô la ngoại biên	Chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp bất động sản
Hợp đồng mua lại và nghịch đảo	Thị trường vốn sở hữu
Quỹ liên bang	Cổ phiếu phổ thông (cổ phiếu thường)
Vay bảo chứng của công ty môi giới	Cổ phiếu ưu đãi
Các chỉ số	Thị trường chứng khoán phái sinh
Chỉ số bình quân Dow Jones	Hợp đồng quyền chọn
Chỉ số Standard & Poor's	Hợp đồng tương lai và kỳ hạn
Các chỉ báo thị trường trái phiếu	Hợp đồng hoán đổi
Các chỉ số quốc tế	

Hình 2.1 là trích đoạn các lãi suất tiền tệ đăng trên tờ *The Wall Street Journal*. Trích đoạn này bao gồm các công cụ thị trường tiền tệ khác nhau mà ta sẽ mô tả chi tiết dưới đây. Bảng 2.2 liệt kê khối lượng đang lưu hành của các công cụ chính trên thị trường tiền tệ.

Bảng 2.2 Các cấu phần chính của thị trường tiền tệ

	Tỷ USD
Hợp đồng mua lại (repo)	944,4
Tiền gửi tiết kiệm và tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ*	5411,8
Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá lớn*	2413,3
Tín phiếu kho bạc	1003,9
Giấy nợ thương mại	1748,0
Quỹ hỗ trợ thị trường tiền tệ	3343,2

* Mệnh giá nhỏ là dưới 100.000 USD.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của tổng thống, Văn phòng in ấn chính phủ Hoa Kỳ, 2008, *Flow of Funds Accounts of the United States*, Ủy ban thống đốc của hệ thống dự trữ liên bang, tháng 9-2008.

Tín phiếu kho bạc

Tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ, hay gọi ngắn gọn là tín phiếu, là chứng khoán có thể mua bán nhanh nhất trong tất cả các công cụ thị trường tiền tệ. Tín phiếu tiêu biểu cho hình thức vay mượn đơn giản nhất. Chính phủ huy động tiền bằng cách bán tín phiếu cho công chúng. Các nhà đầu tư mua tín phiếu với một mức giá thấp hơn so với giá trị đáo hạn của tín phiếu. Vào thời điểm đáo hạn, người giữ tín phiếu nhận được từ chính phủ một khoản thanh toán bằng mệnh giá tín phiếu. Chênh lệch giữa giá mua và giá trị đáo hạn là thu nhập của nhà đầu tư.

Tín phiếu kho bạc là chứng khoán chính phủ ngắn hạn được phát hành với giá thấp hơn so với mệnh giá và được thanh toán bằng mệnh giá khi đáo hạn.

Hình 2.1 Lãi suất của các chứng khoán thị trường tiền tệ

Money Rates					January 5, 2009					
International rates										
	Latest	52 WEEK Week ago	High	Low		Latest	52 WEEK Week ago	High	Low	
Prime rates										
U.S.	3.25	3.25	7.25	3.35	Commercial paper					
Canada	3.50	3.50	6.00	3.50	30 to 97 days	n.q.	...	...	...	
Euro zone	2.50	2.50	4.25	2.50	98 to 119 days	0.15	...	...	...	
Japan	1.675	1.675	1.875	1.675	120 to 149 days	0.20	...	...	...	
Switzerland	0.52	2.03	4.56	0.52	150 to 165 days	0.30	...	...	...	
Britain	2.00	2.00	5.50	2.00	166 to 180 days	0.35	...	...	...	
Australia	4.25	4.25	7.25	4.25	181 to 270 days	n.q.	...	...	...	
Hong Kong	5.00	5.00	7.00	5.00						
Overnight repurchase					Dealer commercial paper					
U.S.	0.10	0.10	4.17	0.08	30 days	0.84	0.74	5.95	0.52	
U.K. (BBA)	1.925	1.858	5.742	1.483	60 days	0.94	0.94	5.95	0.94	
Euro zone	2.14	2.17	4.50	2.13	90 days	1.14	1.14	5.95	1.12	
U.S. government rates					Euro commercial paper					
Federal funds					30 days	2.27	2.37	4.75	2.27	
Effective rate	0.15	0.15	4.28	0.12	Two month	2.50	2.50	4.80	2.48	
High	0.5000	0.5000	10.000	0.5000	Three month	2.60	2.59	5.00	2.58	
Low	0.0300	0.0400	4.1875	0.0000	Four month	2.64	2.86	5.00	2.64	
Bid	0.0625	0.0625	4.7500	0.0000	Five month	2.65	2.89	5.02	2.65	
Offer	0.2500	0.1250	7.0000	0.0500	Six month	2.68	2.91	5.07	2.68	
Treasury bill auction					London interbank offer rate, or Libor					
4 weeks	0.030	0.000	3.240	0.000	One month	0.42875	0.46125	4.58750	0.42875	
13 weeks	0.150	0.050	3.180	0.005	Three month	1.42125	1.45875	4.81875	1.41250	
26 weeks	0.320	0.250	3.170	0.250	Six month	1.79375	1.81125	4.39375	1.75000	
Secondary market					One year	2.09250	2.07750	4.23375	2.00375	
Freddie Mac					Libor Swaps (USD)					
30-year mortgage yields					Two year	1.579	1.461	3.978	1.431	
30 days	4.25	4.44	6.49	4.09	Three year	1.892	1.714	4.325	1.692	
60 days	4.46	4.61	6.56	4.37	Five year	2.319	2.076	4.661	1.996	
One-year RNY	3.375	3.375	3.375	3.375	Ten year	2.856	2.477	4.968	2.304	
Fannie Mae					20 year	3.164	2.736	5.200	2.438	
30-year mortgage yields					30 year	3.177	2.713	5.248	2.365	
30 days	4.652	4.470	6.566	4.099	Euro interbank offers rate (Euribor)					
60 days	4.809	4.583	6.618	4.186	One month	2.543	2.692	5.197	2.543	
Bankers' acceptances					Three month	2.822	2.973	5.393	2.822	
30 days	0.50	0.68	5.13	0.50	Six month	2.913	3.037	5.448	2.913	
60 days	0.88	0.88	5.13	0.88	One year	2.995	3.126	5.526	2.995	
90 days	1.25	1.13	5.00	1.13	Asian dollars					
120 days	1.50	1.50	5.00	1.50	One month	0.432	0.468	4.588	0.430	
150 days	1.50	1.50	5.00	1.50	Three month	1.422	1.462	4.780	0.415	
180 days	1.75	1.88	5.00	1.75	Six month	1.754	1.818	4.438	1.754	
					One year	2.018	2.076	5.408	2.018	
						LATEST	Week	52 WEEK		
						Offer	Bid	ago	High	Low
					Eurodollars (mid rates)					
					One month	0.50	1.00		6.25	0.63
					Two month	0.75	1.25	1.25	5.50	0.88
					Three month	1.00	1.27	1.50	5.75	1.00
					Four month	1.25	2.00	1.75	5.25	1.25
					Five month	1.25	2.00	1.75	5.25	1.50
					Six month	1.50	2.25	2.00	5.25	1.75

Nguồn: Từ *The Wall Street Journal*, ngày 6-1-2009. In lại với sự cho phép của *The Wall Street Journal* © 2009 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Tín phiếu kho bạc được phát hành với thời hạn ban đầu là 4, 13, 26 hay 52 tuần. Các cá nhân có thể mua tín phiếu trực tiếp từ kho bạc hay mua trên thị trường thứ cấp từ một nhà buôn chứng khoán chính phủ. Tín phiếu kho bạc có tính thanh khoản cao; nghĩa là nó có thể dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt, được bán với chi phí giao dịch thấp và gần như không có rủi ro về giá cả. Không như hầu hết các công cụ thị trường tiền tệ khác, được bán với khối lượng tối thiểu 100.000 USD, tín phiếu kho bạc được bán với khối lượng tối thiểu chỉ có 100 USD, cho dù giá trị 10.000 USD phổ biến hơn. Thu nhập nhận được từ tín phiếu kho bạc phải chịu thuế ở cấp độ liên bang nhưng thu nhập này được miễn thuế tiểu bang và địa phương, đây cũng là một đặc điểm khác biệt giữa tín phiếu kho bạc và các công cụ thị trường tiền tệ khác.

Hình 2.2 là một đoạn niêm yết tín phiếu kho bạc từ tờ *The Wall Street Journal Online* (xem mục Market Data Center). Thay vì cung cấp giá của từng tín phiếu, báo chí tài chính tường thuật lợi suất dựa vào các mức giá này. Bạn sẽ thấy các lợi suất tương ứng với giá mua và giá bán. Giá mua (asked price) là giá mà bạn phải trả để mua tín phiếu từ một nhà buôn chứng khoán. Giá bán (bid price) là mức giá hơi thấp hơn mà bạn sẽ nhận được nếu bạn muốn bán một tín phiếu cho nhà buôn. *Chênh lệch giá mua bán* là chênh lệch giữa hai mức giá này, là nguồn lợi nhuận của nhà buôn.

Hình 2.2 Niêm yết tín phiếu kho bạc

Treasury Bills					
MATURITY	DAYS TO MAT	BID	ASKED	CHG	ASK YLD
Nov 20 08	56	0.205	0.185	-0.25	0.188
Dec 04 08	70	0.240	0.220	-0.18	0.223
Jan 02 09	99	0.520	0.490	-0.52	0.497
Jan 29 09	126	0.600	0.585	-0.15	0.594
Feb 26 09	154	1.200	1.175	-0.02	1.197
Mar 05 09	161	1.200	1.190	-0.14	1.213
Mar 12 09	168	1.190	1.175	0	1.198
Mar 26 09	182	1.435	1.430	-0.18	1.460

Maturity = Ngày đáo hạn; Days to mat = Số ngày cho đến ngày đáo hạn; Bid = Lợi suất bán; Asked = Lợi suất mua; Chg = Thay đổi; Ask yld = Lợi suất tương đương trái phiếu.

Nguồn: *The Wall Street Journal Online*, 25-9-2008. In lại với sự cho phép của *The Wall Street Journal* © 2008 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Hai cột lợi suất đầu tiên trong hình 2.2 được báo cáo bằng *phương pháp chiết khấu ngân hàng*. Điều này có nghĩa là mức chiết khấu tín phiếu so với mệnh giá sẽ được qui về lợi suất hàng năm dựa trên một năm có 360 ngày, rồi sau đó được trình bày dưới dạng tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá. Ví dụ, đối với tín phiếu tô đậm đáo hạn ngày 5-3-2009, số ngày cho đến lúc đáo hạn là 161 ngày và lợi suất mua trình bày ở cột 'ASKED' là 1,19%. Điều này có nghĩa là nhà buôn sẵn lòng bán tín phiếu với mức chiết khấu so với mệnh giá là $1,19\% \times (161/360) = 0,532\%$. Vì thế, một tín phiếu mệnh giá 10.000 USD có thể được mua với giá $10.000 \text{ USD} \times (1 - 0,00532) = 9946,80 \text{ USD}$. Tương tự, trên cơ sở lợi suất bán của bạn là 1,20%, nhà buôn sẽ sẵn lòng *mua* tín phiếu với giá $10.000 \text{ USD} \times [1 - 0,0120 \times (161/360)] = 9946,33 \text{ USD}$. Lưu ý rằng giá và lợi suất có tương quan nghịch đảo với nhau, nên lợi suất bán trình bày trong hình 2.2 càng cao có nghĩa là giá bán càng thấp.

Phương pháp chiết khấu ngân hàng để tính lợi suất đã có truyền thống từ lâu đời, nhưng cũng có nhược điểm, ít nhất vì hai lý do. Thứ nhất, phương pháp này giả định rằng một năm chỉ có 360 ngày. Thứ hai, phương pháp này tính lợi suất như một tỷ phần của mệnh giá, chứ không phải của mức giá mà nhà đầu tư phải trả để có được tín phiếu.¹ Một nhà đầu tư mua tín phiếu theo giá mua và giữ tín phiếu cho đến khi đáo hạn sẽ thấy giá trị đầu tư của mình tăng lên trong 161 ngày theo hệ số tăng $10.000\text{USD}/9946,80\text{USD} = 1,00535$, hay 0,535%. Qui đổi suất sinh lợi này về lợi suất hàng năm, sử dụng một năm có 365 ngày sẽ cho ta lợi suất $0,535\% \times 365/161 = 1,213\%$, đây là giá trị trình bày trong cột cuối cùng ‘asked yield’. Giá trị cuối cùng này được gọi là *lợi suất tương đương trái phiếu* của tín phiếu kho bạc.

Chứng chỉ tiền gửi

Chứng chỉ tiền gửi (certificate of deposit, CD) là tiền gửi có kỳ hạn vào một ngân hàng. Tiền gửi có kỳ hạn không được rút trước hạn. Ngân hàng chỉ thanh toán lãi và vốn gốc vào cuối kỳ hạn cố định của chứng chỉ tiền gửi. Tuy nhiên, những chứng chỉ tiền gửi được phát hành với mệnh giá lớn hơn 100.000 USD thường có thể được mua bán, nghĩa là có thể bán cho nhà đầu tư khác nếu chủ sở hữu cần tiền mặt trong chứng chỉ trước khi đến hạn. Những chứng chỉ tiền gửi ngắn hạn có thể mua bán nhanh hơn, cho dù thị trường mỏng hơn đáng kể đối với những kỳ hạn ba tháng hay lâu hơn. Chứng chỉ tiền gửi được Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang xem như tiền gửi ngân hàng, nên loại tài sản này được bảo hiểm lên đến 100.000 USD trong trường hợp ngân hàng mất khả năng chi trả. (Vào tháng 10-2008, Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang tạm thời nâng mức bảo hiểm từ 100.000 USD lên 250.000 USD trên một người gửi tiền cho đến hết ngày 31-12-2009.)

Chứng chỉ tiền gửi là tiền gửi có kỳ hạn ở ngân hàng.

Giấy nợ thương mại

Công ty thường là người vay mượn ròng nguồn vốn dài hạn (vốn đầu tư) và nguồn vốn ngắn hạn (vốn lưu động). Những công ty lớn nổi tiếng thường trực tiếp phát hành giấy nợ không bảo đảm ngắn hạn cho công chúng, thay vì vay mượn từ ngân hàng. Những giấy nợ này được gọi là **giấy nợ thương mại** (commercial paper, CP). Đôi khi, giấy nợ thương mại được bảo đảm bằng một hạn mức tín dụng ngân hàng, giúp công ty vay mượn được tiếp cận tiền mặt mà có thể sử dụng nếu cần để chi trả cho giấy nợ thương mại khi đáo hạn.

Giấy nợ thương mại là nợ ngắn hạn không bảo đảm được phát hành bởi các công ty lớn.

Thời hạn của giấy nợ thương mại lên đến 270 ngày; những thời hạn dài hơn phải đăng ký với Ủy ban chứng khoán và thị trường (SEC), và vì thế gần như không bao giờ được phát hành. Phổ biến nhất là giấy nợ thương mại được phát hành với thời hạn dưới một hay hai tháng và mệnh giá là bội số của 100.000 USD. Do đó, các nhà đầu tư nhỏ chỉ có thể đầu tư vào giấy nợ thương mại một cách gián tiếp, thông qua các quỹ hỗ trợ thị trường tiền tệ.

¹ Cả hai ‘sai số’ này là do việc đơn giản hóa trong tính toán từ thời kỳ trước khi có máy tính. Tính chiết khấu phần trăm từ một con số tròn như mệnh giá thì dễ dàng hơn so với tính từ giá mua. Qui về lợi suất hàng năm ứng với một năm có 360 ngày cũng dễ dàng hơn, vì 360 là một bội số của nhiều số.

Giấy nợ thương mại được xem là một tài sản khá an toàn, nếu tình hình của công ty có thể cho là được giám sát và dự báo được trong một thời gian ngắn như một tháng. Giấy nợ thương mại được giao dịch trên thị trường thứ cấp, vì thế khá thanh khoản. Hầu hết các giấy nợ thương mại phát hành đều được xếp hạng tín dụng bởi ít nhất một tổ chức xếp hạng tín dụng như Standard & Poor's. Lợi suất giấy nợ thương mại phụ thuộc vào thời gian đến khi đáo hạn và thứ hạng tín dụng.

Về mặt lịch sử, hầu hết các giấy nợ thương mại được phát hành bởi các công ty phi tài chính, nhưng trong những năm gần đây có sự gia tăng mạnh mẽ cái gọi là *giấy nợ thương mại được bảo đảm bằng tài sản*, được phát hành bởi các tổ chức tài chính như ngân hàng. Những giấy nợ thương mại ngắn hạn này thường được các tổ chức dùng để huy động vốn nhằm đầu tư vào các tài sản khác. Tiếp đến, các tài sản này được dùng làm tài sản thế chấp cho giấy nợ thương mại – vì thế nên gọi là ‘được bảo đảm bằng tài sản’. Cách thực hành này làm phát sinh nhiều khó khăn bắt đầu vào mùa hè năm 2007 khi các khoản nợ thế chấp bất động sản dưới chuẩn mà các ngân hàng đầu tư vào đó có kết quả yếu kém do tỷ lệ vỡ nợ gia tăng. Các ngân hàng nhận thấy họ không thể phát hành giấy nợ thương mại mới để tái tài trợ vị thế đầu tư của họ khi giấy nợ thương mại cũ đến hạn.

Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận

Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận (bankers' acceptance) bắt đầu như một lệnh thanh toán gửi cho ngân hàng từ một khách hàng của ngân hàng, yêu cầu ngân hàng chi trả một số tiền vào một ngày trong tương lai, thường trong vòng 6 tháng. Trong giai đoạn này, hối phiếu có ngân hàng chấp nhận cũng giống như một tấm séc đề lùi ngày thanh toán về sau. Khi ngân hàng ký hậu vào lệnh thanh toán này là ‘chấp nhận thanh toán’, ngân hàng nhận trách nhiệm thanh toán tối hậu cho người giữ hối phiếu có ngân hàng chấp nhận. Đến lúc này, hối phiếu có ngân hàng chấp nhận có thể được mua bán trên thị trường thứ cấp như những quyền hưởng lợi khác đối với ngân hàng. Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận được xem là những tài sản rất an toàn, vì nó cho phép người giao dịch thay thế vị thế tín dụng của ngân hàng cho vị thế của riêng họ. Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận được sử dụng rộng rãi trong giao dịch nước ngoài trong những trường hợp một đối tác giao dịch không biết rõ về uy tín tín dụng của đối tác kia. Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận được bán với giá thấp hơn mệnh giá của lệnh thanh toán, cũng giống như tín phiếu kho bạc được bán với giá thấp hơn mệnh giá.

Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận là lệnh của khách hàng yêu cầu ngân hàng thanh toán một số tiền vào một ngày trong tương lai.

Đô la ngoại biên

Đô la ngoại biên (Eurodollars) là tiền gửi bằng đô la ở các ngân hàng nước ngoài hay chi nhánh nước ngoài của ngân hàng Mỹ. Nhờ việc tọa lạc ở bên ngoài Hoa Kỳ, các ngân hàng này tránh được các qui định của Ủy ban dự trữ liên bang. Bất chấp tên gọi ‘euro’ trong cụm từ ‘eurodollar’, các tài khoản này không nhất thiết nằm ở các ngân hàng châu Âu, cho dù đó là nơi bắt đầu hoạt động nhận tiền gửi bằng USD bên ngoài nước Mỹ.

Đô la ngoại biên là tiền gửi bằng đô la tại các ngân hàng nước ngoài hay chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Mỹ.

Hầu hết tiền gửi đô la ngoại biên có giá trị lớn, và hầu hết là tiền gửi có kỳ hạn với thời hạn dưới sáu tháng. Một biến thể của tiền gửi có kỳ hạn bằng đô la ngoại biên là chứng chỉ tiền gửi đô la ngoại biên. Chứng chỉ tiền gửi đô la ngoại biên cũng tương tự như chứng chỉ tiền gửi đô la trong nước, ngoại trừ đó là nghĩa vụ nợ của một chi nhánh ngân hàng không nằm ở Mỹ, thường là chi nhánh Luân Đôn. Ưu điểm của chứng chỉ tiền gửi đô la ngoại biên so với tiền gửi có kỳ hạn đô la ngoại biên là ở chỗ người giữ có thể bán tài sản để hiện thực hóa giá trị tiền mặt trước khi đến hạn. Tuy nhiên, chứng chỉ tiền gửi đô la ngoại biên được xem là kém thanh khoản hơn và rủi ro hơn chứng chỉ tiền gửi trong nước (Mỹ), và vì thế có lợi suất cao hơn. Các công ty cũng phát hành trái phiếu đô la ngoại biên, nghĩa là trái phiếu bằng đô la ở bên ngoài nước Mỹ, cho dù những trái phiếu này không phải là đầu tư thị trường tiền tệ do thời hạn dài của chúng.

Hợp đồng mua lại (thỏa thuận mua lại, repo) và hợp đồng mua lại nghịch đảo

Các nhà buôn chứng khoán chính phủ sử dụng hợp đồng mua lại, còn gọi là repo, hay RP, như một hình thức vay mượn ngắn hạn, thường là qua đêm. Nhà buôn sẽ bán chứng khoán cho một nhà đầu tư trên cơ sở qua đêm, với thỏa thuận sẽ mua lại chứng khoán này vào ngày hôm sau với giá hơi cao hơn. Mức tăng giá là lãi suất qua đêm. Như vậy, nhà buôn vay từ nhà đầu tư một khoản vay trong một ngày. Chứng khoán đóng vai trò như tài sản thế chấp cho khoản vay.

Hợp đồng mua lại có kỳ hạn thực chất là một giao dịch tương tự, ngoại trừ thời hạn ngầm ẩn của khoản vay có thể là 30 ngày hay lâu hơn. Các hợp đồng mua lại được xem là rất an toàn về rủi ro tín dụng vì khoản vay được bảo đảm bằng chứng khoán chính phủ. *Hợp đồng mua lại nghịch đảo* là một thỏa thuận trái ngược với repo. Ở đây, nhà buôn chứng khoán tìm một nhà đầu tư đang giữ chứng khoán chính phủ và mua chứng khoán đó với thỏa thuận sẽ bán lại với mức giá định trước cao hơn vào một ngày tương lai.

Hợp đồng mua lại (hay thỏa thuận mua lại, repo) là việc bán chứng khoán chính phủ trong ngắn hạn với một thỏa thuận mua lại chứng khoán đó với giá cao hơn.

Vay bảo chứng của công ty môi giới

Những cá nhân mua chứng khoán bảo chứng phải vay mượn một phần nguồn vốn để trả tiền mua chứng khoán từ công ty môi giới. Tiếp đến, công ty môi giới vay mượn nguồn vốn từ một ngân hàng, thỏa thuận hoàn trả khoản vay ngay lập tức nếu ngân hàng yêu cầu hoàn trả. Lãi suất trả cho những khoản vay này thường cao hơn 1 điểm phần trăm so với lãi suất tín phiếu kho bạc ngắn hạn.

Vay liên ngân hàng

Cũng giống như hầu hết chúng ta duy trì tài khoản tiền gửi ở ngân hàng, các ngân hàng duy trì tiền gửi của họ ở Ngân hàng dự trữ liên bang, gọi tắt là Fed. Mỗi ngân hàng thành viên của Hệ thống dự trữ liên bang bắt buộc phải duy trì một số dư tối thiểu trong một tài khoản dự trữ với Fed. Dự trữ bắt buộc phụ thuộc vào tổng tiền gửi của các khách hàng của ngân hàng. Nguồn vốn trong tài khoản dự trữ của ngân hàng được gọi là **quỹ liên bang** hay *quỹ Fed*. Vào một thời điểm bất kỳ, một số ngân hàng có nguồn vốn nhiều hơn so với dự trữ bắt buộc tại Fed. Những ngân hàng khác, chủ yếu là ngân hàng lớn New York và các ngân hàng trung tâm tài chính khác, có xu hướng thiếu hụt quỹ liên bang. Trên thị trường vay liên ngân hàng, những ngân hàng có dư vốn sẽ cho những ngân hàng thiếu vốn vay. Những khoản vay này thường được gọi là giao dịch qua đêm, được thỏa thuận với lãi suất được gọi là lãi suất liên ngân hàng.

Cho dù thị trường liên ngân hàng phát sinh chủ yếu như một phương thức để các ngân hàng chuyển giao số dư nhằm đáp ứng yêu cầu dự trữ bắt buộc, ngày nay, thị trường đã tiến hóa đến mức nhiều ngân hàng lớn sử dụng quỹ liên bang một cách đơn giản như một cầu phân của tổng nguồn vốn của họ. Do đó, lãi suất vay liên ngân hàng chỉ đơn thuần là lãi suất cho vay rất ngắn hạn giữa các tổ chức tài chính. Cho dù hầu hết các nhà đầu tư không thể tham gia vào thị trường này, lãi suất vay liên ngân hàng thu hút sự quan tâm như một chiếc phong vũ biểu của chính sách tiền tệ.

Quỹ liên bang là nguồn vốn trong tài khoản của các ngân hàng thương mại tại Ngân hàng dự trữ liên bang.

Thị trường LIBOR

Lãi suất cho vay liên ngân hàng Luân Đôn (LIBOR) là lãi suất mà tại đó các ngân hàng lớn ở Luân Đôn sẵn sàng cho vay giữa họ với nhau. Lãi suất này đã trở thành lãi suất ngắn hạn cơ bản niêm yết trên thị trường tiền tệ châu Âu và đóng vai trò như lãi suất tham chiếu cho nhiều giao dịch. Ví dụ, một công ty có thể vay mượn với lãi suất bằng LIBOR cộng với hai điểm phần trăm. Cũng như lãi suất quỹ liên bang, LIBOR là một số liệu thống kê được nhiều nhà đầu tư theo dõi.

Lãi suất LIBOR có thể gắn liền với những đồng tiền khác ngoài USD. Ví dụ lãi suất LIBOR được niêm yết phổ biến cho những giao dịch bằng bảng Anh, yên Nhật, euro, v.v... Cũng có một loại lãi suất tương tự gọi là EURIBOR (lãi suất cho vay liên ngân hàng châu Âu) mà tại đó các ngân hàng lớn trong khu vực sử dụng đồng euro cho vay giữa họ với nhau.

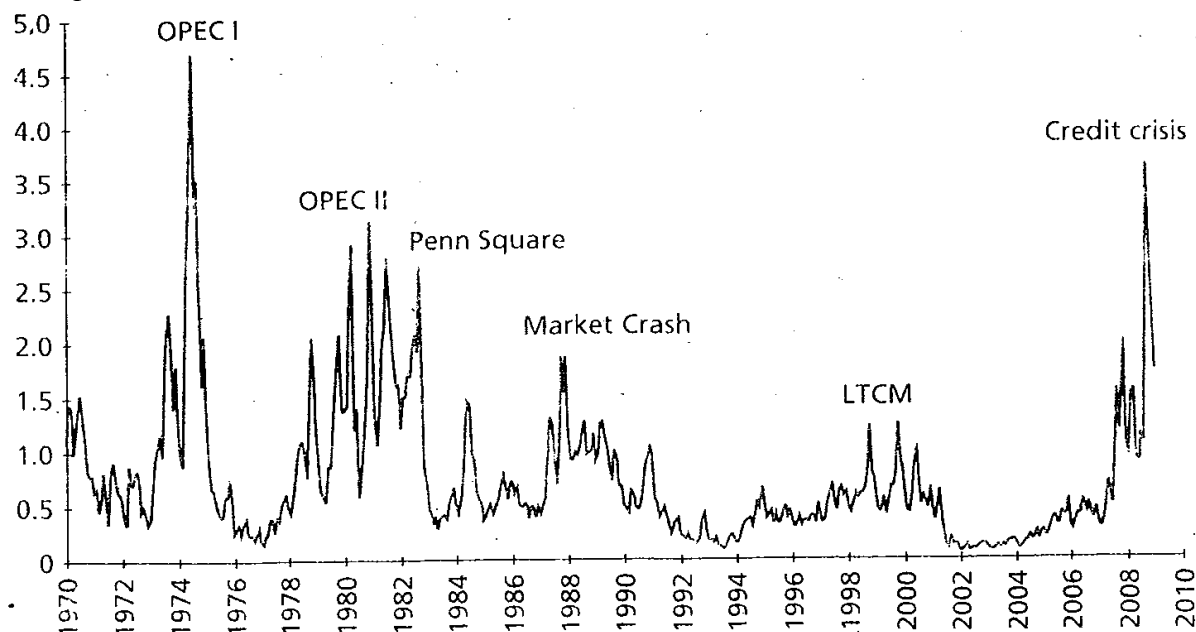
LIBOR là lãi suất cho vay giữa các ngân hàng trên thị trường Luân Đôn.

Lợi suất của các công cụ thị trường tiền tệ

Cho dù hầu hết các chứng khoán thị trường tiền tệ có rủi ro thấp, các công cụ này chẳng phải là không có rủi ro. Các chứng khoán trên thị trường tiền tệ cam kết những lợi suất cao hơn so với lợi suất tín phiếu kho bạc phi rủi ro, chỉ ít trong quá khứ, do rủi ro tương đối cao hơn của chúng. Những nhà đầu tư đòi hỏi thanh khoản nhiều hơn cũng sẽ chấp nhận lợi suất chứng khoán thấp hơn, chẳng hạn như tín phiếu kho bạc, song có thể bán đi nhanh chóng và rẻ để lấy tiền mặt. Ví dụ, hình 2.3 cho thấy các chứng chỉ tiền gửi ngân hàng liên tục trả một khoản phí đền bù rủi ro cao hơn so với tín phiếu kho bạc. Hơn nữa, như hình 2.3 cho thấy, phí đền bù rủi ro này tăng lên theo các cuộc khủng hoảng kinh tế như các cú sốc giá năng lượng gắn liền sự xáo trộn của Tổ chức các nước xuất khẩu dầu (OPEC), thất bại của ngân hàng Penn Square, sự đổ vỡ thị trường cổ phiếu vào năm 1987, sự sụp đổ của tổ chức Quản lý vốn dài hạn (LTCM) năm 1998, và cuộc khủng hoảng tín dụng do đổ vỡ thị trường nợ thế chấp bất động sản dưới chuẩn bắt đầu từ năm 2007.

Hình 2.3 Chênh lệch giữa lãi suất chứng chỉ tiền gửi ba tháng và tín phiếu kho bạc

Điểm phần trăm



Market Crash = đổ vỡ thị trường cổ phiếu; Credit crisis = khủng hoảng tín dụng

Các quỹ thị trường tiền tệ là các quỹ hỗ tương, đầu tư vào các công cụ thị trường tiền tệ và đã trở thành nguồn tài trợ chính trong lĩnh vực này. Hộp dưới đây thảo luận việc ứng cứu các quỹ này trong cuộc khủng hoảng tín dụng năm 2008.

Trên thương trường**Quỹ thị trường tiền tệ và cuộc khủng hoảng tín dụng năm 2008**

Các quỹ thị trường tiền tệ là các quỹ hỗ tương, đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn tạo thành thị trường tiền tệ. Năm 2008, các quỹ này có giá trị đầu tư toàn cầu khoảng 3,4 nghìn tỷ USD. Theo qui định, các quỹ này chỉ được giữ nợ ngắn hạn chất lượng cao nhất: thời hạn bình quân của các tài sản nắm giữ của họ phải được giữ ở mức dưới ba tháng. Những tài sản đầu tư lớn nhất có xu hướng là giấy nợ thương mại, nhưng họ cũng nắm giữ một tỷ phần đáng kể trong danh mục đầu tư những tài sản như chứng chỉ tiền gửi, hợp đồng mua lại, và chứng khoán kho bạc. Do danh mục đầu tư rất thận trọng này, các quỹ thị trường tiền tệ thường có rủi ro về giá cực

kỳ thấp. Về phần mình, các nhà đầu tư thường đòi hỏi đặc quyền viết séc bằng nguồn vốn của họ và thường sử dụng đặc quyền đó như một hình thức thay thế gần gũi cho tài khoản ngân hàng. Điều này khả thi vì các quỹ gần như luôn luôn duy trì giá trị cổ phần ở mức 1 USD và chuyển giao toàn bộ thu nhập đầu tư cho các nhà đầu tư như tiền lãi.

Cho đến năm 2008, chỉ có một quỹ duy nhất ‘bị rách đồng đô la’, nghĩa là bị thua lỗ đủ lớn để làm cho giá trị cổ phần rơi xuống dưới mức 1 USD. Nhưng khi ngân hàng Lehman Brothers nộp hồ sơ xin bảo vệ phá sản vào ngày 15-8-2008, một vài quỹ từng đầu tư nhiều vào giấy nợ thương mại ngân hàng này cũng gánh chịu thua lỗ lớn. Ngày hôm sau, Quỹ Reserve Primary, quỹ thị trường tiền tệ lâu đời nhất, bị rách đồng đô la khi giá trị cổ phần giảm chỉ còn 0,97 USD.

Nhận thức rằng các quỹ thị trường tiền tệ đang lâm nguy trong cuộc khủng hoảng tín dụng đã dẫn đến làn sóng rút vốn của các nhà đầu tư hết như hiện tượng đổ xô vào ngân hàng rút tiền ra. Chỉ ba ngày sau khi Lehman Brothers phá sản, quỹ thị trường tiền tệ Putman's Prime tuyên bố họ đang thanh lý do các nhà đầu tư rút vốn quá nhiều. Lo sợ hiện tượng dòng vốn ra nhiều hơn, Kho bạc Hoa Kỳ công bố sẽ tiến hành bảo hiểm liên bang cho những quỹ thị trường tiền tệ nào sẵn lòng chi trả phí bảo hiểm. Chương trình này cũng tương tự như bảo hiểm ngân hàng của Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang (FDIC). Với sự bảo hiểm của liên bang, hiện tượng thoái vốn đã được dập tắt.

Tuy nhiên, cơn hỗn loạn quỹ thị trường tiền tệ phố Wall đã lan sang những con phố lớn khác. Lo sợ sự rút vốn thêm nữa của các nhà đầu tư, các quỹ thị trường tiền tệ trở nên e ngại bỏ vốn đầu tư ngay cả trong thời hạn ngắn, vì thế nhu cầu giấy nợ thương mại của họ khô cạn. Những công ty từng có khả năng vay mượn với lãi suất 2 phần trăm trong những tuần trước, giờ đây phải trả lãi suất lên đến 8 phần trăm, và thị trường giấy nợ thương mại ở bên bờ vực đóng băng hoàn toàn. Các công ty trong cả nền kinh tế đã trở nên phụ thuộc vào thị trường này như một nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho việc chi tiêu từ tiền lương cho đến hàng tồn kho. Sự đổ vỡ hơn nữa trên thị trường tiền tệ sẽ có một hiệu ứng méo mó tức thời đối với nền kinh tế chung. Chỉ trong vài ngày, chính quyền liên bang lên kế hoạch chi tiêu 700 tỷ USD để ổn định thị trường tín dụng.

2.2 Thị trường trái phiếu

Thị trường trái phiếu bao gồm các công cụ vay mượn dài hạn hay các công cụ nợ dài hạn hơn so với các giao dịch trên thị trường tiền tệ. Thị trường này bao gồm trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn, trái phiếu công ty, trái phiếu đô thị, chứng khoán nợ thế chấp bất động sản, và nợ cơ quan liên bang.

Các công cụ này đôi khi còn được gọi là những công cụ tạo thành *thị trường vốn có thu nhập cố định*, vì hầu hết chúng cam kết một dòng thu nhập cố định hay một dòng thu nhập được xác định căn cứ vào một công thức cụ thể. Trên thực tế, các công thức này có thể dẫn đến một dòng thu nhập không hề cố định. Do đó, thuật ngữ 'thu nhập cố định' xem ra không hoàn toàn phù hợp. Đơn giản hơn và thẳng thắn hơn, ta hãy gọi các chứng khoán này là các công cụ nợ hay trái phiếu.

Trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn

Phần lớn, chính phủ Hoa Kỳ vay mượn bằng cách bán **trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn**. Trái phiếu kho bạc trung hạn được phát hành với thời hạn gốc lên đến 10 năm, trong khi trái phiếu kho bạc dài hạn được phát hành với thời hạn từ 10 đến 30 năm. Cả trái phiếu trung hạn và dài hạn đều có thể được phát hành với mức tăng dần 100 USD, nhưng phổ biến nhất là mệnh giá 1000 USD. Cả trái phiếu trung hạn và dài hạn đều trả lãi bán niên, được gọi là *thanh toán coupon*, gọi như thế vì trong thời kỳ trước khi có máy tính, các nhà đầu tư xé phần coupon (cuồng phiếu) gắn liền với trái phiếu rồi xuất trình để nhận thanh toán lãi.

Trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn là các nghĩa vụ nợ của chính phủ liên bang với thời hạn gốc một năm hay lâu hơn.

Hình 2.4 là trích đoạn niêm yết chứng khoán kho bạc trên tạp chí *The Wall Street Journal Online*. Trái phiếu tô đậm sẽ đáo hạn vào tháng 2-2015. Thu nhập coupon hay lãi suất được hưởng là 4 phần trăm mệnh giá, nghĩa là đối với một trái phiếu mệnh giá 1000 USD, người giữ trái phiếu sẽ nhận được 40 USD tiền lãi hàng năm, được thanh toán làm hai lần, mỗi lần 20 USD. Những con số phía bên phải dấu hai chấm của mức giá bán và giá mua tiêu biểu cho các đơn vị 1/32 của một điểm.

Hình 2.4 Niêm yết chứng khoán kho bạc

MATURITY	COUPON	BID	ASKED	CHG	YLD TO MATURITY
2009 Feb 15	4.5	101:06	101:06	-2	1.401
2012 Feb 15	4.875	107:26	107:27	22	2.448
2013 Feb 15	3.875	104:18	104:19	24	2.756
2015 Feb 15	4	105:20	105:22	29	3.017
2015 Jan 15i	.625	98:26	98:27	15	1.820
2017 Feb 15	4.625	106:26	106:27	17	3.671
2020 Feb 15	8.5	139:14	139:15	29	4.122
2026 Feb 15	6	119:02	119:03	23	4.416
2026 Jan 15i	2	94:07	94:08	9	2.408
2036 Feb 15	4.5	101:06	101:07	26	4.423
2038 Feb 15	4.5	101:31	102:01	28	4.378

Maturity = Ngày đáo hạn; Coupon = Lãi suất định kỳ hàng năm; Bid = Giá bán (tính theo tỷ lệ phần trăm mệnh giá); Asked = Giá mua; Chg = Thay đổi; Yld to maturity = Lợi suất đáo hạn.

Nguồn: Sưu tập từ số liệu trên *The Wall Street Journal Online*, 25-9-2008. In lại với sự cho phép của Dow Jones & Company, Inc. © 2008 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Giá bán của trái phiếu tô đậm là $105 \frac{20}{32}$, hay 105,625. Giá mua là $105 \frac{22}{32}$, hay 105,6875. Cho dù trái phiếu thường được giao dịch với mệnh giá 1000 USD, nhưng giá được niêm yết theo tỷ lệ phần trăm của mệnh giá. Vì thế, giá mua 105,6875 sẽ được giải thích là 105,6875% của mệnh giá hay 1056,875 USD đối với trái phiếu có mệnh giá 1000 USD. Tương tự, trái phiếu này có thể được bán cho một nhà buôn chứng khoán với giá 1056,25 USD. Cột thay đổi +29 có nghĩa là giá đóng cửa vào ngày này tăng $\frac{29}{32}$ (như một tỷ lệ phần trăm của mệnh giá) so với giá đóng cửa ngày hôm trước. Cuối cùng, lợi suất đáo hạn (yield to maturity) của trái phiếu dựa vào giá mua là 3,017 phần trăm.

Lợi suất đáo hạn trình bày trong cột cuối cùng là một số đo suất sinh lợi hàng năm của một nhà đầu tư mua trái phiếu và giữ nó cho đến lúc đáo hạn. Nó bao gồm thu nhập coupon cũng như chênh lệch giữa giá mua trái phiếu và giá trị sau cùng 1000 USD khi đáo hạn. Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết về lợi suất đáo hạn trong chương 10.

Kiểm tra khái niệm 2.1

Giá bán, giá mua và lợi suất đáo hạn của trái phiếu kho bạc 4½ phần trăm, đáo hạn tháng 2-2036 như trình bày trong hình 2.4 là bao nhiêu? Giá mua trái phiếu này ngày hôm trước là bao nhiêu?

Trái phiếu kho bạc phòng ngừa lạm phát

Điểm tốt nhất để bắt đầu xây dựng một danh mục đầu tư là từ cực ít rủi ro nhất trong danh mục đầu tư. Khắp nơi trên thế giới, chính phủ của nhiều nước, kể cả Hoa Kỳ, đã phát hành những trái phiếu gắn liền với một chỉ số chi phí sinh hoạt nhằm mang lại cho người dân một phương thức hữu hiệu để phòng chống rủi ro lạm phát.

Ở Hoa Kỳ, trái phiếu kho bạc phòng ngừa lạm phát được gọi là TIPS (Treasury Inflation Protected Securities). Giá trị vốn gốc của trái phiếu này được điều chỉnh theo mức tăng chỉ số giá tiêu dùng. Do đó, trái phiếu mang lại một dòng thu nhập không đổi theo giá trị thực (đã điều chỉnh lạm phát), và lãi suất thực mà bạn nhận được từ những chứng khoán này là phi rủi ro nếu bạn giữ chúng đến khi đáo hạn. Ký hiệu i theo sau ngày đáo hạn trong hình 2.4 ngụ ý rằng trái phiếu là một trái phiếu TIPS được điều chỉnh lãi suất theo tỷ lệ lạm phát, và bạn sẽ thấy rằng lợi suất báo cáo của những trái phiếu này thấp hơn so với lợi suất của các chứng khoán kho bạc thông thường xung quanh. Ví dụ, lợi suất báo cáo của trái phiếu phòng ngừa lạm phát đến hạn vào tháng 1-2015 là 1,820%, so với lợi suất 3,017% của trái phiếu đến hạn vào tháng 2-2015 trình bày ngay trước nó. Lợi suất của trái phiếu TIPS sẽ được giải thích là lãi suất thực hay lãi suất đã được điều chỉnh lạm phát. Chúng ta sẽ quay lại với trái phiếu TIPS một cách chi tiết hơn trong chương 10.

Nợ cơ quan liên bang

Một số cơ quan chính phủ phát hành chứng khoán riêng để tài trợ cho các hoạt động của họ. Các cơ quan này thường được thành lập vì lý do chính sách công để phân bổ tín dụng cho một khu vực cụ thể của nền kinh tế mà Quốc hội tin là không nhận được đầy đủ tín dụng thông qua các nguồn tư nhân thông thường.

Các cơ quan chính có liên quan đến nợ thế chấp bất động sản là Ngân hàng cho vay mua nhà liên bang (FHLB), Hiệp hội cho vay thế chấp quốc gia thuộc liên bang (FNMA, hay thường gọi là Fannie Mae), Hiệp hội cho vay thế chấp quốc gia thuộc chính phủ (GNMA, hay Ginnie Mae) và Công ty cho vay thế chấp nhà liên bang (FHLMC, hay Freddie Mac).

Cho dù nợ của các cơ quan liên bang không được chính thức phát hành bởi chính phủ liên bang, từ lâu người ta vẫn cho rằng chính phủ sẽ hỗ trợ cơ quan nào có nguy cơ vỡ nợ. Niềm tin này được củng cố khi Fannie Mae và Freddie Mac thật sự đứng trước tình trạng nguy kịch tài chính nghiêm trọng vào tháng 9-2008. Với cả hai công ty bên bờ vực mất khả năng chi trả, chính phủ can thiệp và đặt họ vào cơ chế bảo vệ, giao cho Cơ quan tài trợ nhà liên bang điều hành các doanh nghiệp này, nhưng trên thực tế là đồng ý ủng hộ trái phiếu công ty. (Quay lại chương 1 thảo luận chi tiết hơn về thất bại của Fannie và Freddie.)

Trái phiếu quốc tế

Nhiều công ty vay mượn ở nước ngoài và nhiều nhà đầu tư mua trái phiếu từ các đơn vị phát hành nước ngoài. Ngoài thị trường vốn quốc gia, còn có một thị trường vốn quốc tế đang lớn mạnh, chủ yếu tập trung ở Luân Đôn.

Trái phiếu ngoại biên (eurobond) là trái phiếu bằng một đồng tiền khác với đồng tiền của nước phát hành. Ví dụ, trái phiếu bằng USD được bán tại Anh sẽ được gọi là trái phiếu đô la ngoại biên. Tương tự, các nhà đầu tư có thể nói về trái phiếu bằng đồng yen ngoại biên, nghĩa là trái phiếu bằng đồng yen được bán ở bên ngoài nước Nhật. Vì đồng tiền chung châu Âu cũng được

gọi là euro, nên thuật ngữ eurobond (trái phiếu ngoại biên) có thể gây hiểu lầm. Tốt nhất ta chỉ nên nghĩ về loại trái phiếu này như những trái phiếu quốc tế.

Ngược với những trái phiếu được phát hành bằng ngoại tệ, nhiều công ty phát hành trái phiếu ở nước ngoài nhưng bằng đồng tiền của nhà đầu tư. Ví dụ, trái phiếu Yankee là trái phiếu bằng USD bán tại Hoa Kỳ bởi một đơn vị phát hành ngoài nước Mỹ. Tương tự, trái phiếu Samurai là trái phiếu bằng đồng yen bán tại Nhật Bản bởi một đơn vị phát hành ngoài nước Nhật.

Trái phiếu đô thị

Trái phiếu đô thị ('munis') được phát hành bởi chính quyền tiểu bang và địa phương. Trái phiếu này cũng tương tự như trái phiếu kho bạc và trái phiếu công ty, ngoại trừ thu nhập lãi của nó được miễn thuế thu nhập liên bang. Thu nhập lãi cũng được miễn thuế tiểu bang và địa phương trong tiểu bang phát hành. Tuy nhiên, thuế lợi tức vốn từ trái phiếu đô thị vẫn phải nộp nếu trái phiếu đến hạn hay được bán với giá cao hơn giá mua của nhà đầu tư.

Trái phiếu đô thị là trái phiếu miễn thuế được phát hành bởi chính quyền tiểu bang và địa phương.

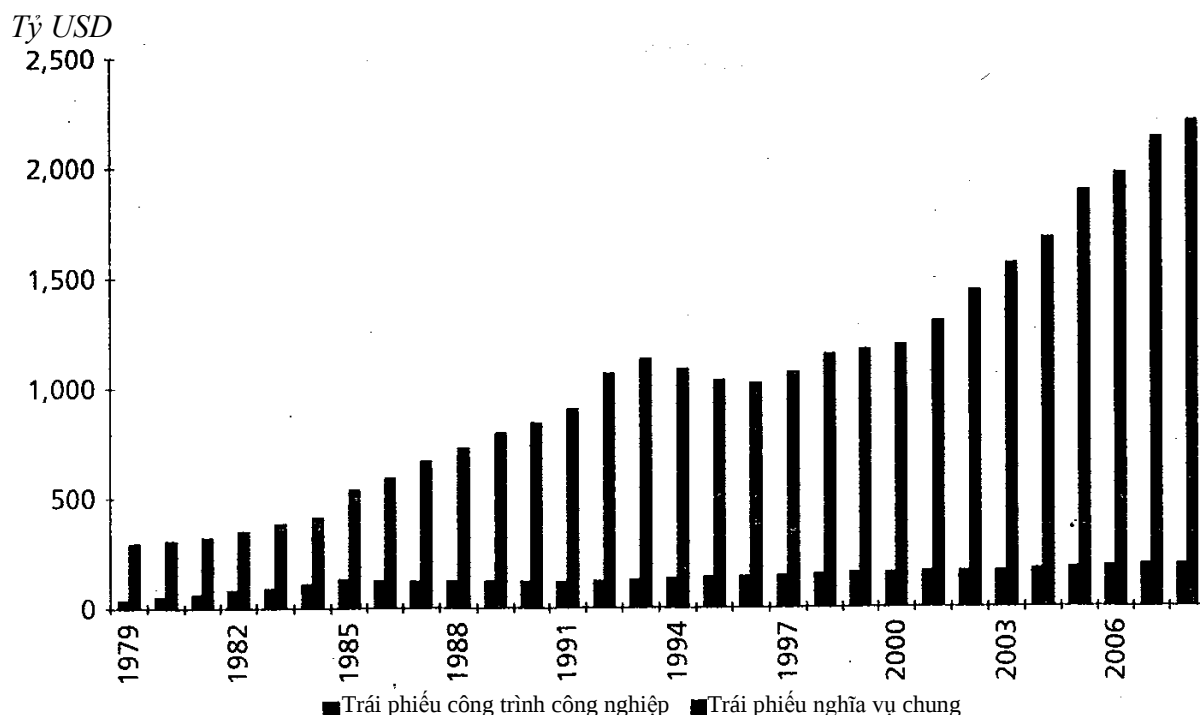
Về cơ bản có hai loại trái phiếu đô thị. *Trái phiếu nghĩa vụ chung* được bảo đảm hoàn toàn bằng 'niềm tin và uy tín' (nghĩa là bằng quyền lực thu thuế) của đơn vị phát hành, trong khi *trái phiếu công trình* được phát hành để tài trợ các dự án cụ thể và được bảo đảm bằng doanh thu từ dự án đó hay bởi cơ quan đô thị thực hiện dự án. Các đơn vị phát hành trái phiếu công trình tiêu biểu là các sân bay, bệnh viện, và các cơ quan quản lý cảng hay đường thu phí. Trái phiếu công trình có rủi ro vỡ nợ cao hơn so với trái phiếu nghĩa vụ chung.

Trái phiếu phát triển công nghiệp là trái phiếu công trình được phát hành để tài trợ các doanh nghiệp thương mại, như xây dựng một nhà máy có thể do một công ty tư nhân điều hành. Thực chất, công cụ này giúp công ty tiếp cận khả năng vay mượn miễn thuế như chính quyền đô thị, và chính quyền liên bang hạn chế giá trị phát hành những trái phiếu này.² Hình 2.5 trình bày giá trị trái phiếu công trình công nghiệp đang lưu hành cũng như trái phiếu đô thị nghĩa vụ chung.

Cũng như trái phiếu kho bạc, trái phiếu đô thị có nhiều kỳ hạn khác nhau. Nhiều chứng khoán nợ được phát hành dưới hình thức *trái phiếu dự thu thuế* (tax anticipation notes) ngắn hạn, huy động vốn để thanh toán chi phí trước khi thực thu thuế. Các chứng khoán nợ đô thị khác có thể dài hạn hơn và được dùng để tài trợ chi tiêu đầu tư lớn. Thời hạn có thể lên đến 30 năm.

Đặc điểm chính của trái phiếu đô thị là yếu tố miễn thuế. Vì các nhà đầu tư không phải nộp thuế liên bang cũng như thuế tiểu bang đối với lãi thu được, họ sẵn lòng chấp nhận lợi suất thấp hơn từ các chứng khoán này.

² Tuy nhiên, cần lưu ý, cho dù thu nhập lãi từ trái phiếu phát triển công nghiệp thường được miễn thuế liên bang, tiền lãi đó vẫn có thể chịu một khoản thuế tối thiểu nếu trái phiếu được dùng để tài trợ dự án của các công ty hoạt động vì lợi nhuận.

Hình 2.5 Nợ miễn thuế đang lưu hành

Nguồn: *Flow of Funds: Accounts of the U.S.*, Ủy ban thống đốc hệ thống dự trữ liên bang, 2008.

Khi lựa chọn giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế, nhà đầu tư cần so sánh lợi nhuận sau thuế của từng loại trái phiếu. Muốn so sánh chính xác cần phải tính suất sinh lợi sau thuế trong đó có hạch toán chính thức về thuế đối với thu nhập lãi và đối với lợi tức vốn hiện thực. Trong thực hành người ta có một quy tắc tính theo kinh nghiệm. Nếu ta gọi t là thuế suất biên kết hợp giữa thuế liên bang và thuế địa phương của nhà đầu tư, và r là tổng suất sinh lợi trước thuế của trái phiếu chịu thuế, thì $r(1 - t)$ là suất sinh lợi sau thuế của trái phiếu này.³ Nếu giá trị này cao hơn so với suất sinh lợi của trái phiếu đô thị r_m , thì tốt hơn nhà đầu tư nên giữ trái phiếu chịu thuế. Trong trường hợp ngược lại, trái phiếu đô thị miễn thuế mang lại suất sinh lợi sau thuế cao hơn.

Một cách để so sánh các trái phiếu là xác định lãi suất của trái phiếu chịu thuế cần thiết để mang lại lợi nhuận sau thuế bằng với lợi nhuận trái phiếu đô thị. Để suy ra giá trị này, ta cho các lợi nhuận sau thuế bằng nhau và giải ra tìm *lợi nhuận chịu thuế tương đương* của trái phiếu miễn thuế. Đây là suất sinh lợi của một trái phiếu chịu thuế cần thiết để tương xứng với lợi suất sau thuế của trái phiếu đô thị miễn thuế.

$$r(1 - t) = r_m \quad (2.1)$$

³ Giá trị gần đúng của thuế suất liên bang và địa phương kết hợp là tổng của hai thuế suất này. Ví dụ, nếu thuế suất liên bang của bạn là 28 phần trăm, và thuế suất tiểu bang của bạn là 5 phần trăm, thuế suất kết hợp xấp xỉ gần bằng 33 phần trăm. Trong cách tính chính xác hơn, ta sẽ công nhận rằng thuế tiểu bang có thể được khấu trừ ở cấp độ liên bang. Ta chỉ nợ thuế liên bang đối với phần thu nhập sau khi đã trừ thuế tiểu bang. Do đó, đối với mỗi đô la thu nhập, số tiền sau thuế của ta sẽ là: $(1 - t_{\text{liên bang}}) \times (1 - t_{\text{tiểu bang}})$. Trong ví dụ của chúng ta, số tiền sau thuế ứng với mỗi đô la thu nhập sẽ là: $(1 - 0,28) \times (1 - 0,05) = 0,684$, ngụ ý thuế suất kết hợp là $1 - 0,684 = 0,316$ hay 31,6 phần trăm.

hay

$$r = \frac{r_m}{1-t} \quad (2.2)$$

Như vậy, lợi suất chịu thuế tương đương bằng lợi suất miễn thuế chia cho $1 - t$. Bảng 2.3 trình bày lợi suất chịu thuế tương đương ứng với một số lợi suất trái phiếu đô thị và thuế suất.

Bảng 2.3 Lợi suất chịu thuế tương đương ứng với các mức lợi suất miễn thuế khác nhau

Thuế suất biên	Lợi suất miễn thuế				
	1%	2%	3%	4%	5%
20%	1,25%	2,50%	3,75%	5,00%	6,25%
30	1,43	2,86	4,29	5,71	7,14
40	1,67	3,33	5,00	6,67	8,33
50	2,00	4,00	6,00	8,00	10,00

Bảng này thường xuất hiện trong tư liệu tiếp thị của các quỹ trái phiếu đô thị miễn thuế vì nó chứng minh cho những nhà đầu tư có nấc thuế suất thu nhập cao thấy rằng trái phiếu đô thị mang lại lợi suất chịu thuế tương đương hết sức hấp dẫn. Mỗi kết quả trình bày trong bảng đều được tính từ phương trình 2.2. Nếu lợi suất chịu thuế tương đương cao hơn lợi suất sau thuế thực tế mang lại từ các trái phiếu chịu thuế, thì tốt hơn nhà đầu tư nên giữ trái phiếu đô thị. Lợi suất chịu thuế tương đương tăng lên theo nấc thuế thu nhập của nhà đầu tư: nấc thuế thu nhập càng cao, đặc tính miễn thuế của trái phiếu đô thị càng đáng giá. Vì thế, những cá nhân có nấc thuế thu nhập cao thường có xu hướng nắm giữ trái phiếu đô thị.

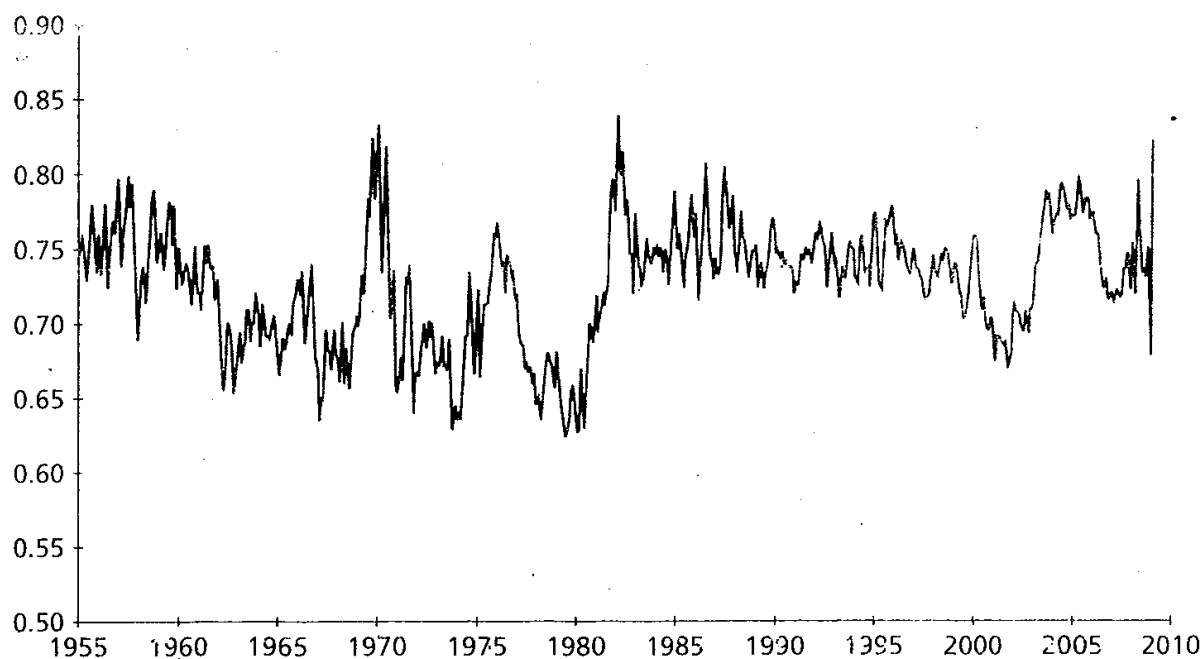
Ta cũng có thể sử dụng phương trình 2.1 hay 2.2 để tìm nấc thuế thu nhập mà tại đó nhà đầu tư cảm thấy không có gì khác nhau giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế. Ta tìm nấc thuế thu nhập ranh giới bằng cách giải phương trình 2.1 tìm nấc thuế thu nhập mà tại đó các lợi nhuận sau thuế bằng nhau. Làm điều này, ta tìm được:

$$t = 1 - \frac{r_m}{r} \quad (2.3)$$

Như vậy, ta tìm được r_m/r là yếu tố chính quyết định mức độ hấp dẫn của trái phiếu đô thị. Tuy nhiên, ta tìm được đưa trái phiếu đô thị. trình 2.1 tìm nấc thuế thu nhập mà tại đó các lợi nhuận sau thuế bằng nhau. Hình 2.6 trình bày tỷ số lợi suất từ năm 1955.

Ví dụ 2.1 Lợi suất chịu thuế so với lợi suất miễn thuế

Hình 2.6 cho thấy rằng gần như suốt 30 năm qua, tỷ số lợi suất miễn thuế trên lợi suất chịu thuế dao động xung quanh mức 0,75. Điều này ngụ ý gì về nấc thuế thu nhập ranh giới mà trên nấc thuế đó trái phiếu miễn thuế sẽ mang lại lợi nhuận sau thuế cao hơn? Phương trình 2.3 cho thấy rằng nhà đầu tư nào có nấc thuế kết hợp (thuế suất liên bang cộng thuế suất tiểu bang) cao hơn $1 - 0,75 = 0,25$ hay 25%, sẽ đạt được lợi suất sau thuế cao hơn từ trái phiếu đô thị. Tuy nhiên, lưu ý rằng thật khó mà kiểm soát chính xác mức chênh lệch rủi ro giữa các trái phiếu này, vì thế nấc thuế ranh giới phải được xem là gần đúng mà thôi.

Hình 2.6 Tỷ số lợi suất của trái phiếu miễn thuế trên trái phiếu chịu thuế**Kiểm tra khái niệm 2.2**

Giả sử nấc thuế thu nhập của bạn là 28 phần trăm. Bạn sẽ thích nhận suất sinh lợi chịu thuế 6 phần trăm hơn, hay lợi suất miễn thuế 4 phần trăm hơn? Lợi suất chịu thuế tương đương với lợi suất miễn thuế 4 phần trăm là bao nhiêu?

Trái phiếu công ty

Trái phiếu công ty là phương tiện để các công ty vay mượn trực tiếp từ công chúng. Trái phiếu này có cơ cấu giống như trái phiếu kho bạc ở chỗ trái phiếu trả lãi bán niên trong suốt kỳ hạn trái phiếu và hoàn trả mệnh giá cho trái chủ khi đáo hạn. Điểm khác biệt quan trọng nhất so với trái phiếu kho bạc là về rủi ro.

Rủi ro vỡ nợ là mối quan ngại thực tế khi mua trái phiếu công ty. Chúng ta sẽ xem xét vấn đề này khá chi tiết trong chương 10. Ở đây, chúng ta chỉ phân biệt giữa trái phiếu bảo đảm, là trái phiếu được bảo đảm bằng tài sản thế chấp trong trường hợp công ty phá sản; trái phiếu không bảo đảm (được gọi là debenture), nghĩa là không có tài sản thế chấp; và trái phiếu không bảo đảm thứ cấp, có thứ tự ưu tiên chi trả thấp hơn bằng tài sản của công ty trong trường hợp công ty phá sản.

Trái phiếu công ty đôi khi có các quyền chọn đính kèm. *Trái phiếu có thể mua lại* cho phép trái phiếu công ty có quyền mua lại trái phiếu từ người nắm giữ với một mức giá mua lại định trước. *Trái phiếu chuyển đổi* cho phép trái chủ được quyền chuyển đổi trái phiếu thành một số cổ phần định trước. Các quyền chọn này sẽ được xem xét chi tiết hơn trong phần ba.

Nợ thế chấp bất động sản và chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản

Bốn mươi năm trước đây, quyển sách giáo khoa về đầu tư của chúng ta có lẽ không bao gồm phần về các khoản vay thế chấp bất động sản, vì các nhà đầu tư không thể đầu tư vào những khoản vay này. Giờ đây, do sự bùng nổ của các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản, hầu như ai cũng có thể đầu tư vào một danh mục các khoản vay thế chấp bất động sản, và các chứng khoán này đã trở thành một cấu phần chính trong thị trường chứng khoán có thu nhập cố định.

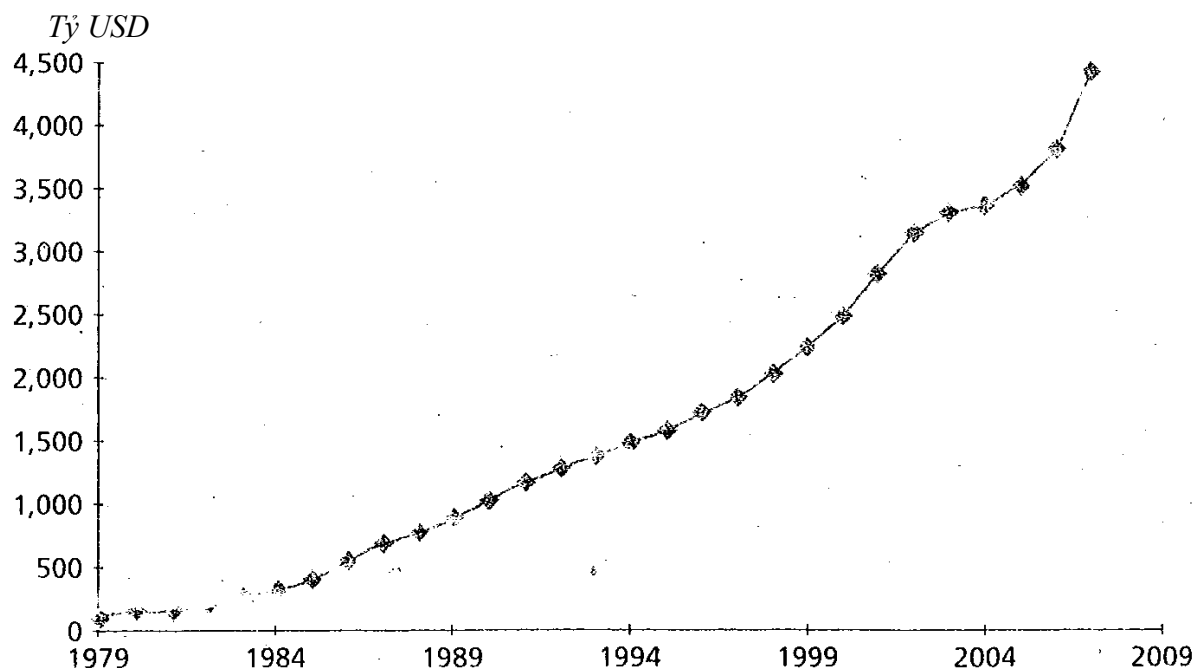
Cho đến thập niên 70, hầu như mọi khoản vay mua nhà trả góp đều được ký kết với thời hạn dài (15 đến 30 năm), với lãi suất cố định suốt thời hạn vay, và với các khoản trả nợ cố định hàng tháng. Cái gọi là những khoản vay thế chấp bất động sản truyền thống này hiện vẫn phổ biến nhất, nhưng thị trường cũng đã xuất hiện một tập hợp những hình thức cho vay thế chấp bất động sản đa dạng khác.

Các khoản vay thế chấp bất động sản lãi suất cố định có thể gây ra khó khăn đáng kể cho ngân hàng vào những năm lãi suất tăng. Vì ngân hàng thường phát hành các nghĩa vụ nợ ngắn hạn (tiền gửi của khách hàng) và nắm giữ tài sản dài hạn như cho vay thế chấp bất động sản lãi suất cố định, nên ngân hàng sẽ gánh chịu thua lỗ khi lãi suất tăng. Lãi suất mà họ phải trả khi huy động tiền gửi tăng lên, trong khi thu nhập lãi từ cho vay thế chấp bất động sản vẫn cố định.

Cho vay thế chấp bất động sản với lãi suất điều chỉnh là giải pháp cho vấn đề này. Các hợp đồng nợ thế chấp bất động sản này đòi hỏi người vay phải trả lãi suất thay đổi theo một số đo của lãi suất thị trường hiện hành. Ví dụ, lãi suất có thể được ấn định ở mức cao hơn 2 điểm so với lãi suất hiện hành của tín phiếu kho bạc kỳ hạn 1 năm và có thể được điều chỉnh mỗi năm một lần. Hợp đồng lãi suất điều chỉnh giúp dịch chuyển rủi ro biến động lãi suất từ ngân hàng sang người vay. Vì người vay phải chịu rủi ro lãi suất, nên trong các hợp đồng cho vay lãi suất điều chỉnh, người cho vay sẵn lòng chấp nhận lãi suất thấp hơn so với các hợp đồng cho vay lãi suất cố định thông thường.

Như mô tả trong chương 1, *chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản* là quyền sở hữu đối với một phần của một nhóm các hợp đồng nợ thế chấp bất động sản, hay một nghĩa vụ nợ được bảo đảm bằng một tập hợp các khoản nợ này. Những quyền này thể hiện việc chứng khoán hóa các khoản nợ thế chấp bất động sản. Những người cho vay thế chấp khởi tạo nợ rồi bán lại các gói hợp đồng nợ này trên thị trường thứ cấp. Nói cụ thể ra, họ bán quyền được hưởng ngân lưu từ các khoản nợ thế chấp bất động sản khi nợ này được hoàn trả. Người khởi tạo nợ tiếp tục quản lý hợp đồng nợ bằng cách thu các khoản thanh toán lãi và vốn gốc, rồi chuyển các khoản thanh toán này cho người mua lại nợ thế chấp. Vì lý do này, các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản này được gọi là sang tay (*pass-throughs*). Các nhà đầu tư có thể mua và bán các hợp đồng nợ được chứng khoán hóa này hết như bất kỳ một trái phiếu nào khác.

Cho đến rất gần đây, đại đa số các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản này vẫn được phát hành bởi FNMA (Fannie Mae) và FHLMC (Freddie Mac). Đến năm 2008, hơn 4,7 nghìn tỷ USD hợp đồng nợ thế chấp bất động sản đã được chứng khoán hóa thành các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản của Freddie hay Fannie, làm cho thị trường chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản trở nên lớn hơn so với thị trường trái phiếu công ty 3,7 nghìn tỷ USD và gần bằng qui mô thị trường chứng khoán kho bạc 5,1 nghìn tỷ USD. Hình 2.7 minh họa sự tăng trưởng bùng nổ của các chứng khoán này từ năm 1979.

Hình 2.7 Chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản đang lưu hành

Nguồn: Flow of Funds Accounts of the U.S., Ủy ban thống đốc hệ thống dự trữ liên bang, tháng 9-2008.

Theo truyền thống, hầu hết các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản này bao gồm các *hợp đồng nợ hợp chuẩn*, nghĩa là các khoản nợ phải phù hợp với các hướng dẫn bảo lãnh phát hành nhất định (các tiêu chuẩn về uy tín tín dụng của người vay) trước khi các chứng khoán này được Fannie Mae hay Freddie Mac mua vào. Tuy nhiên, trong những năm trước năm 2008, một lượng lớn các *hợp đồng nợ dưới chuẩn* - nghĩa là những khoản vay rủi ro cấp cho những người vay yếu kém về tài chính - đã được tập hợp lại và bán ra bởi các đơn vị phát hành 'nhãn hiệu tư nhân'. Trong một nỗ lực giúp cho những hộ gia đình thu nhập thấp có thể mua được nhà, các cơ quan được phép và được khuyến khích mua các chứng khoán dưới chuẩn này. Những hợp đồng nợ này hóa ra là thảm họa, với những khoản thua lỗ hàng nghìn tỷ USD lan tràn trong các ngân hàng, các quỹ phòng ngừa rủi ro và các nhà đầu tư khác, cũng như Freddie và Fannie, thua lỗ hàng tỷ USD vào những hợp đồng nợ thế chấp bất động sản dưới chuẩn mà họ đã mua.

Bất chấp nỗi khốn khổ gần đây, sự tăng trưởng của các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản đã khuyến khích sự ra đời của các chứng khoán được bảo đảm bằng những tài sản khác. Các chứng khoán 'bảo đảm bằng tài sản' này đã tăng trưởng nhanh chóng, từ mức khoảng 316 tỷ USD vào năm 1995 lên đến 2480 tỷ USD năm 2008.

2.3 Chứng khoán vốn cổ phần

Cổ phiếu phổ thông và cổ phần sở hữu

Cổ phiếu phổ thông (cổ phiếu thường) còn gọi là chứng khoán vốn cổ phần hay vốn sở hữu, đại diện cho cổ phần sở hữu trong một công ty. Mỗi cổ phần phổ thông cho phép người sở hữu có một phiếu bầu đối với bất kỳ vấn đề gì về quản trị công ty được đưa ra biểu quyết trong các cuộc

hợp thường niên của công ty và được một cổ phần sở hữu đối với lợi ích tài chính của công ty (nghĩa là quyền nhận cổ tức mà công ty quyết định phân phối).⁴

Cổ phiếu phổ thông là cổ phần sở hữu trong một công ty có mua bán cổ phần ra công chúng. Các cổ đông có quyền bỏ phiếu và có thể nhận cổ tức.

Công ty được kiểm soát bởi một hội đồng quản trị do các cổ đông bầu ra.⁵ Hội đồng quản trị, chỉ họp vài lần một năm, chọn ra các giám đốc để điều hành công ty trên cơ sở hoạt động hàng ngày. Các giám đốc có thẩm quyền đưa ra các quyết định kinh doanh mà không cần sự phê duyệt của hội đồng quản trị. Nhiệm vụ của hội đồng quản trị là giám sát ban giám đốc để bảo đảm họ hành động vì quyền lợi tốt nhất của các cổ đông.

Thành viên hội đồng quản trị được bầu trong các cuộc họp thường niên. Những cổ đông không dự họp thường niên có thể biểu quyết thông qua đại diện, ủy quyền cho người khác để bỏ phiếu nhân danh họ. Ban giám đốc thường cố gắng tìm cách để làm đại diện cho các cổ đông và thường đạt được đại đa số các lá phiếu đại diện này. Vì thế ban giám đốc thường có sự tùy ý đáng kể trong việc điều hành công ty theo cách họ thấy thích hợp, mà không có sự giám sát hàng ngày từ cổ đông, những người chủ sở hữu thực sự của công ty.

Chúng ta đã lưu ý trong chương 1 rằng sự tách biệt giữa sở hữu và kiểm soát như vậy có thể dẫn đến ‘vấn đề người ủy quyền – người tác nghiệp’, trong đó các giám đốc theo đuổi những mục đích không vì quyền lợi tốt nhất của cổ đông. Tuy nhiên, có một số cơ chế được thiết kế để giải quyết vấn đề người ủy quyền – người tác nghiệp này. Trong số đó có thể kể đến các cơ chế lương thưởng gắn liền thành công của giám đốc với thành công của công ty; sự giám sát của hội đồng quản trị cũng như những người bên ngoài như các nhà phân tích chứng khoán, những người cho vay, hay các nhà đầu tư tổ chức lớn; mối đe dọa về sự đấu tranh đại diện trong đó những cổ đông không hài lòng cố gắng thay thế ban giám đốc hiện tại; hay mối đe dọa bị thôn tính bởi một công ty khác.

Cổ phiếu phổ thông của hầu hết các công ty lớn có thể được mua bán tự do trên một hay nhiều thị trường cổ phiếu. Những công ty mà cổ phiếu không được mua bán ra công chúng được gọi là những công ty cổ phần nội bộ (closely held). Trong hầu hết các công ty cổ phần nội bộ, chủ sở hữu công ty cũng giữ một vai trò năng động trong việc điều hành quản lý công ty. Việc thôn tính công ty nói chung không phải là một vấn đề.

Các đặc điểm của cổ phiếu phổ thông

Là một khoản đầu tư, hai đặc điểm quan trọng nhất của cổ phiếu phổ thông là quyền hưởng lợi sau cùng và trách nhiệm hữu hạn.

⁴ Đôi khi một công ty cũng có thể phát hành hai loại cổ phiếu phổ thông, một loại có quyền bỏ phiếu, một loại không có quyền bỏ phiếu. Do quyền lợi hạn chế, nên những cổ phiếu không có quyền bỏ phiếu được bán với giá thấp hơn, phản ánh giá trị của quyền kiểm soát.

⁵ Hệ thống biểu quyết qui định trong điều lệ công ty sẽ xác định cơ hội tác động đến việc bầu các cương vị quản trị cụ thể. Trong một hệ thống biểu quyết đa số, mỗi cổ đông có thể bỏ một lá phiếu trên một cổ phần cho từng cương vị. Hệ thống biểu quyết lũy kế cho phép các cổ đông được tập trung toàn bộ lá phiếu của họ vào một cương vị, giúp các cổ đông thiểu số có thể dành được sự đại diện trong hội đồng quản trị.

Quyền hưởng lợi sau cùng có nghĩa là các cổ đông là những người xếp cuối hàng trong số những người có quyền hưởng lợi đối với tài sản và thu nhập của công ty. Trong một công ty đang bị thanh lý tài sản, các cổ đông sẽ nhận được những gì còn lại sau khi đã chi trả cho tất cả những người có quyền hưởng lợi khác, như cơ quan thuế, người lao động, nhà cung ứng, người giữ trái phiếu công ty, và những người cho vay khác. Trong một công ty đang hoạt động, các cổ đông có quyền hưởng lợi đối với phần thu nhập hoạt động còn lại sau khi đã trả lãi vay và thuế thu nhập. Ban giám đốc công ty có thể chi trả phần thu nhập hoạt động này dưới hình thức cổ tức tiền mặt cho các cổ đông hay tái đầu tư vào doanh nghiệp để gia tăng giá trị cổ phần.

Trách nhiệm hữu hạn có nghĩa là giá trị thua lỗ nhiều nhất mà cổ đông phải gánh chịu trong trường hợp công ty bị thất bại chỉ là giá trị đầu tư ban đầu của họ. Các cổ đông không giống như chủ sở hữu của những hoạt động kinh doanh không đăng ký thành lập công ty trách nhiệm hữu hạn, trong đó các chủ nợ có thể truy đòi tài sản cá nhân của chủ sở hữu – như nhà cửa, ô tô, và đồ đạc nội thất. Trong trường hợp công ty phá sản, trong tình huống tệ nhất, các cổ đông chỉ có những cổ phiếu vô giá trị. Họ không phải chịu trách nhiệm cá nhân đối với các nghĩa vụ nợ của công ty. Trách nhiệm của họ là hữu hạn.

Kiểm tra khái niệm 2.3

- Nếu bạn mua 100 cổ phần phổ thông của công ty IBM, bạn sẽ có quyền gì?
- Số tiền nhiều nhất mà bạn có thể kiếm được trong năm tới là bao nhiêu?
- Nếu bạn phải trả 95 USD để mua một cổ phần, số tiền nhiều nhất mà bạn có thể thua lỗ trong năm là bao nhiêu?

Niêm yết trên thị trường cổ phiếu

Hình 2.8 trình bày số liệu giao dịch chính cho một mẫu nhỏ các cổ phiếu được giao dịch trên Thị trường cổ phiếu New York (NYSE). NYSE là một trong những thị trường mà ở đó các nhà đầu tư có thể mua hay bán cổ phiếu. Chúng ta sẽ tìm hiểu việc giao dịch trên các thị trường này trong chương tiếp theo.

Để giải thích hình 2.8, ta hãy xem dòng tô đậm niêm yết cổ phiếu công ty General Electric. Dòng này trình bày ký hiệu công ty (hay mã chứng khoán, GE), giá đóng cửa của cổ phiếu (25,25 USD), và sự thay đổi giá (-0,43%) so với ngày giao dịch trước đó. Hơn 44 triệu cổ phần GE được giao dịch vào ngày này. Bảng cũng trình bày giá cao nhất và thấp nhất mà cổ phiếu GE được giao dịch trong 52 tuần qua. Giá trị 1,24 trong cột DIV có nghĩa là khoản thanh toán cổ tức hàng quý vừa rồi là 0,31 USD/cổ phần, nhất quán với mức cổ tức hàng năm là $0,31 \text{ USD} \times 4 = 1,24 \text{ USD}$. Mức cổ tức này tương ứng với lợi suất cổ tức (nghĩa là cổ tức hàng năm trên một USD phải trả để mua cổ phiếu) là $1,24/25,25 = 0,049$ hay 4,9%.

Hình 2.8 Niêm yết các cổ phiếu giao dịch trên Thị trường cổ phiếu New York

NAME	SYMBOL	CLOSE	CHG	VOLUME	52 WK HIGH	52 WK LOW	DIV	P/E	YIELD	YLD% CHG
Gencorp	GY	7.09	-0.37	375,381	13.10	6.87	....	21	....	-39.2
Genentech	DNA	91.19	-0.56	2,395,127	99.14	65.35	....	34	....	36.0
General Cable	BGC	38.74	-1.08	1,256,777	83.50	32.96	....	9	....	-47.1
General Dynamics	GD	74.92	-1.82	5,947,222	95.13	74.01	1.40	13	1.9	-15.8
General Electric	GE	25.25	-0.43	44,302,631	42.15	22.16	1.24	12	4.9	-31.9

General Mills Inc	GIS	69.61	0.76	2,322,5562	72.01	51.00	1.72	19	2.5	22.1
General Motors	GM	9.76	-0.27	20,601,043	43.20	8.81	....	dd	....	-60.8
Genesco	GCO	35.44	0.08	430,115	43.86	16.97	....	7	....	3.6
Genesee & Wyoming	GWR	38.97	-1.19	376,189	47.41	21.96	....	26	....	61.2
Genesis Lease ADS	GLS	10.00	-0.04	239,532	25.38	9.12	1.88	....	....	-46.7
Genuine Parts	GPC	41.62	0.15	564,795	50.97	36.94	1.56	14	3.7	-10.1
Genworth Financial	GNW	8.14	-2.44	4,820,039	32.33	3.51	0.40	7	4.9	-68.0
Georgia Gulf	GGC	3.25	-0.15	146,290	14.33	1.96	....	dd	....	-50.9
Gerber Scientific	GRB	8.99	....	774,475	12.64	7.96	....	17	....	-16.8

Name = Tên công ty; Symbol = Ký hiệu công ty hay mã chứng khoán; Close = Giá đóng cửa của cổ phiếu; Chg = Phần trăm thay đổi giá so với ngày giao dịch trước đó; Volume = Số lượng cổ phần giao dịch; 52 wk high = Giá cao nhất trong 52 tuần qua; 52 wk low = Giá thấp nhất trong 52 tuần qua; Div = Cổ tức hàng năm (USD); P/E = Tỷ số giá trên thu nhập; Yield = Lợi suất cổ tức (= Cổ tức hàng năm/Giá đóng cửa); Yld% chg = Phần trăm thay đổi lợi suất cổ tức.

Nguồn: Sưu tập từ số liệu trên *The Wall Street Journal Online*, 25-9-2008. In lại với sự cho phép của Dow Jones & Company, Inc. © 2008 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Lợi suất cổ tức chỉ là một phần của lợi nhuận từ đầu tư cổ phiếu. Nó chưa tính đến triển vọng *lợi vốn* (nghĩa là sự tăng giá cổ phiếu) hay thua lỗ vốn. Cổ phần trong những công ty có cổ tức thấp có thể được cho là mang lại triển vọng lợi vốn nhiều hơn, bằng không các nhà đầu tư sẽ không sẵn lòng giữ cổ phiếu này trong danh mục đầu tư của họ. Nếu bạn xem xét hết hình 2.8, bạn sẽ thấy lợi suất cổ tức khác nhau rất nhiều giữa các công ty.

Tỷ số P/E, hay tỷ số giá trên thu nhập, là tỷ số giá cổ phiếu hiện hành trên thu nhập năm trước. Tỷ số P/E cho ta biết người mua cổ phiếu phải trả bao nhiêu tiền trên một USD thu nhập mà công ty tạo ra cho một cổ phần. Đối với GE, tỷ số giá trên thu nhập là 12. Tỷ số P/E cũng khác nhau nhiều giữa các công ty. Ở những chỗ lợi suất cổ tức và tỷ số P/E không được trình bày trong hình 2.8, những công ty này có cổ tức bằng không, hoặc có thu nhập bằng không hay âm. Chúng ta sẽ nói nhiều về tỷ số P/E trong phần bốn. Cuối cùng, ta thấy rằng giá cổ phiếu GE đã giảm 31,9 phần trăm kể từ đầu năm.

Cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi có những đặc điểm tương tự như nợ và vốn cổ phần. Cũng giống như trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi cam kết trả cho người giữ một dòng thu nhập cố định mỗi năm. Theo ý nghĩa này, cổ phiếu ưu đãi cũng tương tự như một trái phiếu có thời hạn vô tận, nghĩa là một niên kim vĩnh cửu. Nó cũng tương tự như trái phiếu ở chỗ nó không mang lại cho người giữ quyền bỏ phiếu về vấn đề quản lý công ty.

Tuy nhiên, cổ phiếu ưu đãi là đầu tư vốn cổ phần. Công ty tự quyết định việc thanh toán cổ tức cho người giữ cổ phiếu ưu đãi. Công ty không có nghĩa vụ bắt buộc phải thanh toán cổ tức này. Thay vì thế, cổ tức ưu đãi thường có tính *lũy tích*, nghĩa là cổ tức chưa thanh toán sẽ được tích lũy và phải được chi trả đầy đủ trước khi thanh toán bất kỳ cổ tức nào cho người giữ cổ phiếu phổ thông. Trái lại, công ty có nghĩa vụ bắt buộc theo hợp đồng phải thanh toán lãi đúng hạn cho chứng khoán nợ. Việc không thanh toán những nghĩa vụ này sẽ kích hoạt cho thủ tục phá sản công ty.

Cổ phiếu ưu đãi là cổ phần không có quyền bỏ phiếu trong một công ty, thường chi trả một dòng cổ tức cố định.

Cổ phiếu ưu đãi cũng khác với trái phiếu về hạch toán thuế đối với công ty. Vì thanh toán cổ phiếu ưu đãi được xem là thanh toán cổ tức chứ không phải trả lãi vay, nên các khoản thanh toán này không phải là chi phí được khấu trừ thuế đối với công ty. Điểm bất lợi này nói chung được bù trừ bằng việc doanh nghiệp nắm cổ phiếu ưu đãi được phép loại trừ 70 phần trăm cổ tức nhận được từ các công ty khác trong nước khi tính thu nhập chịu thuế. Do đó, cổ phiếu ưu đãi trở thành việc đầu tư có thu nhập cố định đáng mong đợi đối với một số công ty.

Cho dù cổ phiếu ưu đãi đứng sau trái phiếu về thứ tự ưu tiên chi trả quyền hưởng lợi đối với tài sản công ty trong trường hợp công ty bị phá sản, cổ phiếu ưu đãi thường được bán với lợi suất thấp hơn trái phiếu công ty. Có lẽ điều này phản ánh giá trị của việc không bao hàm cổ tức khi tính thu nhập chịu thuế, vì rủi ro cao hơn của cổ phiếu ưu đãi lẽ ra sẽ có xu hướng dẫn đến lợi suất cao hơn so với lợi suất của trái phiếu. Các nhà đầu tư cá nhân, vốn không thể sử dụng đặc tính không bao hàm cổ tức trong thu nhập chịu thuế, nói chung sẽ thấy lợi suất cổ phiếu ưu đãi không hấp dẫn so với lợi suất của những tài sản khác.

Các công ty cũng có thể phát hành cổ phiếu ưu đãi dưới các biến thể khác nhau tương tự như các biến thể của trái phiếu công ty. Công ty phát hành có thể mua lại cổ phiếu ưu đãi, trong trường hợp đó nó được gọi là cổ phiếu ưu đãi có thể mua lại. Cổ phiếu ưu đãi cũng có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông theo một tỷ lệ chuyển đổi định trước. Một phát minh tương đối gần đây là cổ phiếu ưu đãi với tỷ lệ cổ tức điều chỉnh, giống như trái phiếu lãi suất điều chỉnh, tỷ lệ cổ tức được ràng buộc với lãi suất thị trường hiện hành.

Biên nhận ký gửi cổ phần

Biên nhận ký gửi cổ phần của Mỹ (American Depositary Receipts, ADR) là các giấy chứng nhận được mua bán trên thị trường Hoa Kỳ, thể hiện sự sở hữu cổ phần của một công ty nước ngoài. Mỗi biên nhận cổ phần có thể tương ứng với sự sở hữu một phần của một cổ phần, hay một cổ phần, hay một số cổ phần của một công ty nước ngoài. Các biên nhận cổ phần được tạo ra để các công ty nước ngoài dễ thỏa mãn các quy định đăng ký chứng khoán của Hoa Kỳ hơn. Đó là cách phổ biến nhất để các nhà đầu tư Hoa Kỳ đầu tư và mua bán cổ phần của các công ty nước ngoài. Trong hình 2.8, chữ ADS là viết tắt của American Depositary Shares (cổ phần ký gửi của Mỹ), một thuật ngữ khác của ADR. Ví dụ, xem niêm yết của công ty Genesis Lease.

2.4 Các chỉ số thị trường cổ phiếu và trái phiếu

Các chỉ số thị trường cổ phiếu

Kết quả hàng ngày của chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones là một phần chủ yếu của tường thuật tin tức buổi tối. Tuy chỉ số này là số đo nổi tiếng nhất về kết quả của thị trường chứng khoán, nó chỉ là một trong nhiều chỉ báo. Các chỉ số khác trên cơ sở bao quát hơn được tính toán và công bố hàng ngày. Ngoài ra còn có một số chỉ số kết quả thị trường trái phiếu.

Vai trò ngày càng tăng của thương mại và đầu tư quốc tế đã làm cho các chỉ số thị trường tài chính nước ngoài trở thành một phần của các tin tức chung. Vì thế, các chỉ số thị trường cổ phiếu nước ngoài như chỉ số bình quân Nikkie của Tokyo hay chỉ số *Financial Times* của Luân Đôn đã trở thành những tên gọi quen thuộc.

Các chỉ số bình quân Dow Jones

Chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones (DJIA) của 30 công ty lớn, sáng giá ('blue-chip') được tính từ năm 1896. Có lẽ lịch sử lâu đời đó giải thích cho sự quen thuộc của chỉ số này trong tâm tưởng công chúng. (Cho đến năm 1928, chỉ số bình quân này chỉ bao gồm 20 cổ phiếu.)

Thoạt đầu, DJIA được tính như một giá trị bình quân đơn giản của các cổ phiếu bao gồm trong chỉ số. Vì thế, nếu có 30 cổ phiếu trong chỉ số, người ta sẽ cộng dồn giá trị của 30 cổ phiếu này rồi chia cho 30. Vì thế, phần trăm thay đổi của DJIA sẽ là phần trăm thay đổi giá bình quân của 30 cổ phiếu.

Cách làm này có nghĩa là phần trăm thay đổi của DJIA thể hiện lợi nhuận (không kể cổ tức chi trả) của một danh mục đầu tư một cổ phần vào mỗi loại cổ phiếu trong 30 cổ phiếu của chỉ số. Giá trị của danh mục này (nắm giữ một cổ phần của mỗi cổ phiếu trong chỉ số) là tổng của 30 mức giá. Vì phần trăm thay đổi của *bình quân* của 30 mức giá cũng chính là bình quân thay đổi của *tổng* 30 mức giá, nên chỉ số và danh mục có cùng tỷ lệ phần trăm thay đổi mỗi ngày.

Chỉ số Dow Jones đo lường lợi nhuận (không kể cổ tức) của một danh mục bao gồm một cổ phần của mỗi cổ phiếu trong chỉ số. Do đó, số tiền đầu tư vào mỗi công ty trong danh mục đó tỷ lệ với giá cổ phần của công ty, vì thế chỉ số Dow Jones được gọi là **bình quân trọng số giá**.

Bình quân trọng số giá là giá trị bình quân được tính bằng cách cộng dồn các mức giá cổ phiếu rồi chia cho 'ước số'.

Ví dụ 2.2 Bình quân trọng số giá

Xem số liệu trong bảng 2.4 trình bày một dạng giả định của chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones gồm hai loại cổ phiếu. Hãy so sánh sự thay đổi giá trị của danh mục bao gồm một cổ phần của mỗi công ty và chỉ số bình quân trọng số giá. Cổ phiếu ABC bắt đầu với giá 25 USD/cổ phần và tăng đến 33 USD. Cổ phiếu XYZ bắt đầu với giá 100 USD, nhưng giảm xuống còn 90 USD.

Danh mục đầu tư:

Giá trị ban đầu = 25 USD + 100 USD = 125 USD

Giá trị sau cùng = 30 USD + 90 USD = 120 USD

Phần trăm thay đổi giá trị danh mục đầu tư = $-5/125 = -4\%$

Chỉ số:

Giá trị chỉ số ban đầu = $(25 + 100)/2 = 62,5$

Giá trị chỉ số sau cùng = $(30 + 90)/2 = 60$

Phần trăm thay đổi giá trị chỉ số = $-2,5/62,5 = -0,04 = -4\%$

Danh mục và chỉ số đều giảm 4% giá trị.

Lưu ý rằng các bình quân trọng số giá làm cho những cổ phần có giá cao trở nên quan trọng hơn khi xác định kết quả của chỉ số. Ví dụ, cho dù cổ phiếu ABC tăng giá 20 phần trăm trong khi cổ phiếu XYZ chỉ giảm giá 10 phần trăm, chỉ số vẫn rớt giá trị. Điều này là do mức tăng giá 20 phần trăm của ABC thể hiện lợi tức giá bằng USD (5 USD một cổ phần) ít hơn so với mức giảm 10 phần trăm của giá cổ phiếu XYZ (10 USD một cổ phần). 'Danh mục Dow Jones' này đầu tư vào XYZ nhiều hơn bốn lần so với đầu tư vào ABC vì giá cổ phiếu XYZ

cao hơn bốn lần so với ABC. Do đó, cổ phần XYZ chi phối giá trị bình quân. Ta kết luận rằng một cổ phiếu có giá cao có thể chi phối giá trị bình quân trọng số giá.

Bảng 2.4 Số liệu để xây dựng các chỉ số giá cổ phiếu

Cổ phiếu	Giá ban đầu (USD)	Giá sau cùng (USD)	Số cổ phần (triệu)	Giá trị ban đầu của cổ phiếu đang lưu hành (triệu USD)	Giá trị sau cùng của cổ phiếu đang lưu hành (triệu USD)
ABC	25	30	20	500	600
XYZ	100	90	1	<u>100</u>	<u>90</u>
Tổng				600	690

Bạn có thể thắc mắc tại sao chỉ số DJIA hiện nay (giữa năm 2009) lại ở mức khoảng 8500 nếu nó là giá bình quân của 30 cổ phiếu trong chỉ số. DJIA không còn bằng giá bình quân của 30 cổ phiếu nữa vì qui trình lấy bình quân được điều chỉnh bất kỳ khi nào một cổ phiếu được chia nhỏ, chi trả cổ tức hơn 10 phần trăm, hay khi một công ty trong nhóm 30 công ty công nghiệp được thay thế bằng một công ty khác. Khi những sự kiện này xảy ra, số chia dùng để tính ‘bình quân’ sẽ được điều chỉnh để cho chỉ số không bị ảnh hưởng bởi những sự kiện này.

Ví dụ 2.3 Chia nhỏ cổ phiếu và chỉ số bình quân trọng số giá

Giả sử công ty XYZ trong ví dụ 2.2 sẽ chia nhỏ cổ phiếu từ 1 thành 2, nên giá cổ phần giảm xuống còn 50 USD. Chúng ta không muốn chỉ số bình quân giảm, vì điều đó sẽ thể hiện một cách sai lầm rằng mức giá chung của thị trường đã giảm. Theo sau việc chia nhỏ cổ phiếu, số chia sẽ phải giảm xuống một giá trị sao cho chỉ số bình quân không thay đổi. Bảng 2.5 minh họa điều này. Giá cổ phần ban đầu của XYZ, vốn là 100 USD trong bảng 2.4, sẽ giảm còn 50 USD nếu cổ phiếu được chia nhỏ vào đầu kỳ. Lưu ý rằng số cổ phần đang lưu hành sẽ tăng gấp đôi, để giá trị thị trường của tổng số cổ phần không ảnh hưởng.

Ta tìm số chia mới như sau. Giá trị chỉ số trước khi chia nhỏ cổ phiếu là $125/2 = 62,5$. Ta phải tìm một số chia mới sao cho chỉ số không thay đổi sau khi cổ phiếu XYZ được chia nhỏ và giá giảm còn 50 USD. Do đó, ta giải phương trình sau đây để tìm d:

$$\frac{\text{Giá ABC} + \text{Giá XYZ}}{d} = \frac{25 + 50}{d} = 62,5$$

Điều này có nghĩa là số chia phải giảm từ giá trị ban đầu 2,0 xuống giá trị mới là 1,20.

Vì việc chia nhỏ cổ phiếu làm thay đổi giá cổ phiếu XYZ, nó cũng làm thay đổi trọng số tương đối của hai cổ phiếu trong chỉ số bình quân trọng số giá. Do đó, lợi nhuận của chỉ số sẽ bị ảnh hưởng bởi việc chia nhỏ cổ phiếu.

Vào cuối kỳ, ABC sẽ bán với giá 30 USD, trong khi XYZ sẽ bán với giá 45 USD, thể hiện cùng mức lợi nhuận âm 10 phần trăm mà ta đã giả định trong bảng 2.4. Giá trị mới của bình quân trọng số giá là $(30 + 45)/1,20 = 62,5$. Chỉ số này không thay đổi, vì thế suất sinh lợi bằng không, lớn hơn so với suất sinh lợi -4% mà ta đạt được khi không có việc chia nhỏ cổ phiếu. Trọng số tương đối của XYZ, vốn là cổ phiếu có kết quả hoạt động yếu kém hơn, bị giảm do việc chia nhỏ cổ phiếu, vì giá của nó thấp hơn; vì thế kết quả của chỉ số bình quân sẽ

cao hơn. Ví dụ này cho ta thấy rằng cơ chế trọng số ngầm của bình quân trọng số giá có tính chất khá tùy tiện, được xác định bởi giá chứ không phải bởi giá trị thị trường đang lưu hành (giá cổ phần nhân cho số lượng cổ phần) của các cổ phiếu trong chỉ số bình quân.

Bảng 2.5 Số liệu để xây dựng chỉ số giá cổ phiếu sau khi chia nhỏ cổ phiếu

Cổ phiếu	Giá ban đầu (USD)	Giá sau cùng (USD)	Số cổ phần (triệu)	Giá trị ban đầu của cổ phiếu đang lưu hành (triệu USD)	Giá trị sau cùng của cổ phiếu đang lưu hành (triệu USD)
ABC	25	30	20	500	600
XYZ	50	45	2	<u>100</u>	<u>90</u>
Tổng				600	690

Với cùng phương thức cập nhật số chia như khi chia nhỏ cổ phiếu, nếu một công ty được đưa ra khỏi chỉ số bình quân và một công ty khác với một mức giá khác được đưa vào, số chia phải được cập nhật để chỉ số bình quân không thay đổi do việc thay thế cổ phiếu. Đến giữa năm 2009, số chia của chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones đã giảm xuống còn khoảng 0,132.

Vì chỉ số bình quân Dow Jones dựa vào một số ít công ty, cần phải cẩn thận bảo đảm rằng các công ty này mang tính đại diện cho toàn bộ thị trường. Do đó, thành phần của chỉ số bình quân được thay đổi thường xuyên để phản ánh những thay đổi trong nền kinh tế. Bảng 2.6 trình bày thành phần chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones vào năm 1928 cũng như thành phần của chỉ số ngày nay, năm 2009. Bảng này trình bày những bằng chứng nổi bật về hoạt động của nền kinh tế Hoa Kỳ trong 80 năm qua. Nhiều công ty sáng giá nhất trong những công ty sáng giá (blue chip) vào năm 1928 giờ đây không còn tồn tại, và những công ty công nghiệp làm xương sống của nền kinh tế năm 1928 đã nhường bước cho những công ty mà không ai có thể hình dung nổi vào lúc bấy giờ.

Kiểm tra khái niệm 2.4

Giả sử giá sau cùng của cổ phiếu XYZ trong bảng 2.4 tăng lên đến 110 USD, trong khi giá cổ phiếu ABC giảm còn 20 USD. Tìm phần trăm thay đổi giá trị bình quân trọng số giá của hai cổ phiếu này. So sánh với lợi nhuận phần trăm của một danh mục bao gồm một cổ phần của mỗi công ty.

Bảng 2.6 Các công ty bao hàm trong chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones năm 1928 và 2009

Các công ty công nghiệp trong chỉ số năm 1928	Các công ty trong chỉ số hiện nay	Mã chứng khoán	Ngành	Năm được đưa vào chỉ số
Wright Aeronautical	3M	MMM	Công nghiệp đa dạng hóa	1976
Allied Chemical	Alcoa	AA	Nhôm	1959
North American	American Express	AXP	Tài chính tiêu dùng	1982
Victor Talking Machine	AT&T	T	Viễn thông	1999
International Nickel	Bank of America	BAC	Ngân hàng	2008

International Harvester	Boeing	BA	Hàng không và quốc phòng	1987
Westinghouse	Caterpillar	CAT	Xây dựng	1991
Texas Gulf Sulphur	Chevron	CVX	Dầu khí	2008
American Sugar	Travellers	TRV	Bảo hiểm	2009
American Tobacco	Coca Cola	KO	Nước giải khát	1987
Texas Corp	DuPont	DD	Hóa chất	1935
Standard Oil (NJ)	ExxonMobil	XOM	Dầu khí	1928
Sears Roebuck	General Electric	GE	Công nghiệp đa dạng	1907
General Electric	Cisco Systems	CSCO	Thiết bị máy tính	2009
General Motors	Hewlett Packard	HPQ	Máy tính	1997
Chrysler	Home Depot	HD	Bán lẻ Depot trang nhà	1999
Atlantic Refining	Intel	INTC	Bán dẫn	1999
Paramount Publix	IBM	IBM	Dịch vụ máy tính	1979
Bethlehem Steel	Johnson & Johnson	JNJ	Dược phẩm	1997
General Railway Signal	JPMorgan Chase	JPM	Ngân hàng	1991
Marc Trucks	Kraft Foods	KFT	Chế biến thực phẩm	2008
Union Carbide	McDonald's	MCD	Nhà hàng	1985
American Smelting	Merck	MRK	Dược phẩm	1979
American Can	Microsoft	MSFT	Phần mềm	1999
Postum Inc	Pfizer	PFE	Dược phẩm	2004
Nash Motors	Procter & Gamble	PG	Sản phẩm gia đình	1932
Goodrich	United Technology	UTX	Hàng không	1939
Radio Corp	Verizon	VZ	Viễn thông	2004
Woolworth	Wal Mart	WMT	Bán lẻ	1997
U.S. Steel	Walt Disney	DIS	Phát thanh truyền hình và giải trí	1991

Dow Jones & Company cũng tính chỉ số bình quân giao thông vận tải của 20 loại cổ phiếu của các hãng hàng không, hãng xe tải, và công ty đường sắt; chỉ số bình quân tiện ích công cộng của 15 công ty điện lực và khí thiên nhiên; chỉ số bình quân tổng hợp của 65 công ty trong ba chỉ số nói trên. Mỗi chỉ số này đều là các giá trị bình quân trọng số giá và vì thế đặt nặng tầm quan trọng kết quả hoạt động của các cổ phiếu có giá cao.

Các chỉ số của Standard & Poor's

Chỉ số cổ phiếu tổng hợp Standards & Poor's 500 (gọi tắt là S&P 500) thể hiện cải tiến so với các chỉ số bình quân Dow Jones theo hai cách. Thứ nhất, nó là một chỉ số bao trùm trên diện rộng hơn, gồm 500 công ty. Thứ hai, nó là một **chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường**. Trong trường hợp các cổ phiếu ABC và XYZ ở ví dụ 2.2, chỉ số S&P 500 sẽ mang lại cho ABC trọng số gấp 5 lần so với trọng số của cổ phiếu XYZ vì giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành của công ty ABC lớn gấp năm lần so với giá trị thị trường của công ty XYZ (500 triệu USD so với 100 triệu USD).

Chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường được tính bằng bình quân trọng số của lợi nhuận của từng chứng khoán trong chỉ số, với các trọng số tỷ lệ với giá trị thị trường đang lưu hành.

Chỉ số S&P 500 được tính bằng cách tính tổng giá trị thị trường của 500 công ty trong chỉ số và tổng giá trị thị trường của các công ty này vào ngày giao dịch trước đó.⁶ Phần trăm thay đổi tổng giá trị thị trường từ ngày hôm trước đến ngày hôm sau thể hiện sự gia tăng chỉ số. Suất sinh lợi của chỉ số bằng suất sinh lợi được hưởng bởi một nhà đầu tư nắm giữ một danh mục gồm toàn bộ 500 công ty trong chỉ số, tỷ trọng của từng công ty tỷ lệ với giá trị thị trường của công ty đó; nhưng chỉ số không phản ánh cổ tức tiền mặt do các công ty chi trả.

Ví dụ 2.4 Các chỉ số bình quân trọng số giá trị

Để minh họa cách tính chỉ số bình quân trọng số giá trị, ta hãy xem lại bảng 2.4. Giá trị sau cùng của toàn bộ cổ phiếu đang lưu hành trong chỉ số bao gồm hai cổ phiếu này là 690 triệu USD. Giá trị ban đầu là 600 triệu USD. Do đó, nếu mức ban đầu của chỉ số trọng số giá trị của hai cổ phiếu ABC và XYZ được ấn định bằng một giá trị ban đầu tùy ý như 100 chẳng hạn, thì giá trị chỉ số vào cuối năm sẽ là $100 \times (690/600) = 115$. Mức tăng chỉ số sẽ phản ánh suất sinh lợi 15 phần trăm nhận được từ một danh mục bao gồm hai cổ phiếu này với tỷ lệ nắm giữ tỷ lệ thuận với giá trị thị trường đang lưu hành của công ty.

Không như chỉ số bình quân trọng số giá, chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường gán cho cổ phiếu ABC trọng số lớn hơn. Trong khi chỉ số bình quân trọng số giá giảm do cổ phiếu giá cao XYZ chiếm ưu thế trong chỉ số, thì chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường lại tăng do cổ phiếu ABC có tổng giá trị thị trường cao hơn được gán trọng số cao hơn.

Từ bảng 2.4 và 2.5, ta cũng nên lưu ý rằng các chỉ số trọng số giá trị thị trường không bị ảnh hưởng bởi sự chia nhỏ cổ phiếu. Tổng giá trị thị trường của cổ phiếu XYZ đang lưu hành tăng từ 100 triệu lên 110 triệu USD bất chấp việc chia nhỏ cổ phiếu, qua đó làm cho việc chia nhỏ cổ phiếu trở nên không liên quan đến kết quả của chỉ số.

Một điểm hay của cả hai chỉ số bình quân trọng số giá và trọng số giá trị thị trường là chúng phản ánh lợi nhuận của những chiến lược danh mục đầu tư đơn giản. Nếu ta mua mỗi cổ phần trong chỉ số với tỷ lệ nắm giữ tỷ lệ thuận với giá trị thị trường đang lưu hành, thì chỉ số trọng số giá trị thị trường sẽ thể hiện hoàn hảo lợi tức vốn của danh mục cơ bản. Tương tự, chỉ số bình quân trọng số giá phản ánh lợi nhuận từ một danh mục bao gồm số cổ phần bằng nhau của mỗi công ty.

Các nhà đầu tư ngày nay có thể dễ dàng mua chỉ số thị trường cho danh mục của họ. Một cách là mua cổ phần trong những quỹ hỗ tương nắm giữ các cổ phần tỷ lệ với thành phần của chúng trong S&P 500 cũng như trong các chỉ số cổ phiếu khác. Các *quỹ đầu tư chỉ số* này mang lại lợi nhuận bằng với lợi nhuận của chỉ số cụ thể và vì thế mang lại một chiến lược đầu tư thụ động chi phí thấp cho các nhà đầu tư vốn cổ phần. Một phương pháp khác là mua một *quỹ mở giao dịch chỉ số* (exchange-traded fund, gọi tắt ETF), là một danh mục đầu tư mà cổ phần có thể được giao

⁶ Trên thực tế, hầu hết các chỉ số ngày nay đều sử dụng một dạng điều chỉnh của trọng số giá trị thị trường. Thay vì lấy trọng số theo tổng giá trị thị trường, người ta lấy trọng số theo giá trị thị trường của ‘những cổ phần có thể giao dịch thực tế’, nghĩa là theo giá trị của những cổ phần có thể được giao dịch tự do giữa các nhà đầu tư. Ví dụ, qui trình này không tính đến những cổ phần được nắm giữ bởi các gia đình sáng lập công ty hay chính phủ, mà thực chất không có sẵn để các nhà đầu tư mua vào. Sự phân biệt này trở nên quan trọng hơn ở Nhật Bản và châu Âu, nơi có tỷ lệ lớn các cổ phần được nắm giữ trong những danh mục đầu tư không giao dịch như vậy.

dịch tự do trên thị trường chứng khoán. Hiện có nhiều loại ETF, từ những danh mục luôn theo sát các chỉ số thị trường toàn cầu tổng quát cho đến những chỉ số công nghiệp hạn hẹp. Chúng ta sẽ thảo luận về quỹ hỗ tương và ETF chi tiết hơn trong chương 4.

Standard & Poor's cũng công bố một chỉ số công nghiệp gồm 400 cổ phiếu, một chỉ số giao thông vận tải gồm 20 cổ phiếu, một chỉ số tiện ích công cộng gồm 20 cổ phiếu và một chỉ số tài chính gồm 40 cổ phiếu.

Kiểm tra khái niệm 2.5

Xem lại các công ty XYZ và ABC trong câu hỏi kiểm tra khái niệm 2.4. Hãy tính phần trăm thay đổi chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường. So sánh kết quả tính với suất sinh lợi của một danh mục đầu tư bao gồm 500 USD cổ phiếu ABC và 100 USD cổ phiếu XYZ (nghĩa là một danh mục chỉ số).

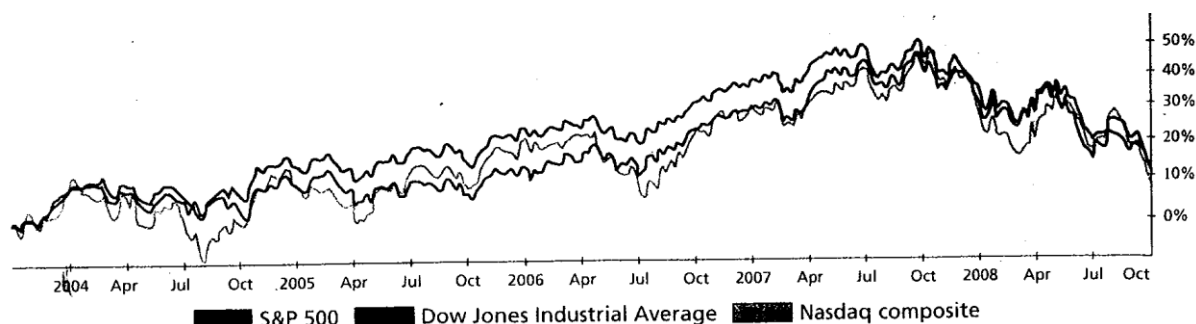
Các chỉ số thị trường thị trường khác của Hoa Kỳ

Thị trường cổ phiếu New York (NYSE) công bố một chỉ số tổng hợp trọng số giá trị thị trường của tất cả các cổ phiếu niêm yết trên NYSE, ngoài các chỉ số phụ cho các cổ phiếu công nghiệp, tiện ích công cộng, giao thông vận tải, và tài chính. Các chỉ số này thậm chí còn bao trùm một hệ thống doanh nghiệp rộng lớn hơn so với S&P 500. Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quốc gia công bố một chỉ số của hơn 3000 công ty giao dịch trên thị trường NASDAQ.

Chỉ số vốn cổ phần tổng thể của Hoa Kỳ đã được tính cho đến nay là chỉ số Wilshire 5000 theo giá trị thị trường của gần như toàn bộ các cổ phiếu được tích cực giao dịch ở Hoa Kỳ. Tuy tên gọi là vậy, chỉ số này thật ra chỉ bao gồm khoảng 6000 cổ phiếu. Kết quả hoạt động của nhiều chỉ số này xuất hiện hàng ngày trên tạp chí *The Wall Street Journal*.

Hình 2.9 trình bày kết quả của chỉ số S&P 500, chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones, và chỉ số tổng hợp NASDAQ trong khoảng thời gian 5 năm kết thúc vào cuối năm 2008. Thông thường, các chỉ số biến thiên gần sát với nhau. Dù vậy, đôi khi chúng cũng phân hóa. Ví dụ, trong chu kỳ phát triển rồi suy thoái Internet năm 1999-2002, chỉ số NASDAQ, với khu vực công nghệ chiếm ưu thế, thoát đầu có kết quả vượt trội hơn rồi trở nên sa sút hơn so với chỉ số S&P 500.

Hình 2.9 So sánh kết quả của một số chỉ số thị trường cổ phiếu, 2004-2008



Dow Jones Industrial Average = Chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones; Nasdaq composite = Chỉ số tổng hợp Nasdaq.

Nguồn: Yahoo! Finance, 1-10-2008. Trình bày lại với sự cho phép của Yahoo! Inc. © 2008 bởi Yahoo! Inc. Yahoo! và Yahoo! Logo là các thương hiệu của Yahoo! Inc.

Các chỉ số bình quân trọng số đều

Kết quả thị trường đôi khi được đo lường bằng một chỉ số bình quân trọng số bằng nhau lợi nhuận của từng cổ phiếu trong chỉ số. Kỹ thuật lấy bình quân này, thông qua gán trọng số như nhau cho từng lợi nhuận, tương ứng với một chiến lược đầu tư những số tiền bằng nhau vào mỗi cổ phiếu. Cách làm này khác với phương pháp tính bình quân trọng số giá, vốn đầu tư vào những số lượng cổ phần bằng nhau của mỗi cổ phiếu, và cũng khác với phương pháp tính bình quân trọng số giá trị thị trường, đòi hỏi đầu tư tỷ lệ với giá trị thị trường đang lưu hành.

Chỉ số bình quân trọng số đều là chỉ số được tính từ phương pháp bình quân đơn giản của các lợi nhuận.

Không như chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường hay chỉ số bình quân trọng số giá, **chỉ số bình quân trọng số đều** không tương ứng với các chiến lược mua và nắm giữ cổ phiếu. Giả sử bạn bắt đầu bằng việc đầu tư những số tiền bằng nhau vào hai cổ phiếu trong bảng 2.4, ABC và XYZ. Vì ABC tăng 20 phần trăm giá trị trong một năm, trong khi XYZ giảm 10 phần trăm giá trị, danh mục của bạn không còn có trọng số bằng nhau nữa mà hiện đầu tư thiên về ABC nhiều hơn. Để ấn định lại các trọng số bằng nhau trong danh mục, bạn cần cân đối lại: hoặc bán một số cổ phiếu ABC và (hoặc) mua một số cổ phiếu XYZ. Việc cân đối lại này là cần thiết để điều chỉnh lợi nhuận từ danh mục của bạn theo lợi nhuận của một chỉ số có trọng số bằng nhau.

Các chỉ số thị trường cổ phiếu nước ngoài và quốc tế

Sự phát triển của thị trường tài chính trên toàn thế giới bao gồm việc xây dựng các chỉ số cho các thị trường này. Trong số đó có chỉ số Nikkei (Nhật Bản), FTSE (Anh, phát âm là ‘footsie’), DAX (Đức), Hang Seng (Hong Kong), và TSX (Toronto). Tổ chức dẫn đầu trong việc xây dựng các chỉ số quốc tế là MSCI (Morgan Stanley Capital International), đã tính hơn 50 chỉ số quốc gia và một số chỉ số khu vực. Bảng 2.7 trình bày nhiều chỉ số do MSCI tính toán.

Bảng 2.7 Mẫu các chỉ số của MSCI

Các chỉ số khu vực		Các nước	
Các thị trường phát triển	Các thị trường mới nổi	Các thị trường phát triển	Các thị trường mới nổi

EAFE (châu Âu, Úc và Viễn đông)	Các thị trường mới nổi (EM)	Úc	Argentina
EASEA (EAFE không bao gồm Nhật Bản)	Châu Á mới nổi	Áo	Brazil
Châu Âu	Viễn đông mới nổi	Bi	Chile
EMU	Châu Mỹ Latin mới nổi	Canada	Trung Quốc
Viễn đông	Thị trường mới nổi tự do (EMF)	Đan Mạch	Colombia
Kokusai (Thế giới không bao gồm Nhật Bản)	Châu Á mới nổi tự do	Phần Lan	Cộng hòa Czech
Các nước tây bắc châu Âu	Đông Âu mới nổi tự do	Pháp	Ai Cập
Bắc Mỹ	Châu Âu mới nổi tự do	Hong Kong	Hungary
Thái Bình Dương	Châu Âu và Trung đông mới nổi tự do	Ireland	Ấn Độ
Chỉ số thế giới	Viễn đông mới nổi tự do	Ý	Indonesia
Các nước G7	Châu Mỹ Latin mới nổi tự do	Nhật Bản	Israel
Thế giới không bao gồm Hoa Kỳ		Hà Lan	Jordan
		New Zealand	Hàn Quốc
		Na Uy	Malaysia
		Bồ Đào Nha	Mexico
		Singapore	Morocco
		Tây Ban Nha	Pakistan
		Thụy Điển	Peru
		Thụy Sĩ	Philippines
		Anh	Ba Lan
		Hoa Kỳ	Nga
			Nam Phi
			Sri Lanka
			Đài Loan
			Thái Lan
			Thổ Nhĩ Kỳ
			Venezuela

Nguồn: MSCI, www.mscibarra.com. In lại với sự cho phép.

Các chỉ báo thị trường trái phiếu

Tương tự như các chỉ số thị trường cổ phiếu mang lại định hướng về kết quả của thị trường cổ phiếu chung, ta cũng có một số chỉ báo thị trường trái phiếu đo lường kết quả của các loại trái phiếu. Ba nhóm chỉ số được biết đến nhiều nhất là của Merrill Lynch, Barclays (trước đây là Lehman Brothers), và Salomon Smith Barney (hiện là một phần của tập đoàn Citigroup). Bảng 2.8 liệt kê các cấu phần của thị trường trái phiếu năm 2008.

Bảng 2.8 Thị trường trái phiếu Hoa Kỳ

Khu vực	Quy mô (tỷ USD)	Tỷ lệ phần trăm thị trường
Kho bạc	5055,7	23,2
Doanh nghiệp được chính phủ bảo lãnh	3104,0	14,3
Công ty	3685,3	16,9
Miễn thuế *	2661,5	12,2
Bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản	4761,5	21,9
Bảo đảm bằng tài sản	<u>2480,3</u>	<u>11,4</u>
Tổng số	21748,3	100,0

* Bao gồm chứng khoán nợ miễn thuế có mục đích của tư nhân.

Nguồn: *Flow of Funds Accounts of the United States*, Ủy ban thống đốc hệ thống dự trữ liên bang, tháng 9-2008.

Vấn đề chính với các chỉ số này là suất sinh lợi thực tế của nhiều trái phiếu thì khó mà tính được vì trái phiếu được giao dịch không thường xuyên, khiến ta khó có được những mức giá cập nhật đáng tin cậy. Trong thực hành, một số mức giá phải được ước lượng từ mô hình định giá trái phiếu. Cái gọi là giá ma trận này có thể khác giá trị thị trường thực tế.

2.5 Thị trường tài sản phái sinh

Một diễn biến phát triển đáng kể của thị trường tài chính trong những năm gần đây là sự tăng trưởng của các thị trường hợp đồng tương lai và quyền chọn. Các hợp đồng tương lai và quyền chọn mang lại kết quả đầu tư phụ thuộc vào giá trị của những tài sản khác, như giá hàng hóa, giá trái phiếu và cổ phiếu, hay giá trị chỉ số thị trường. Vì lý do này, các công cụ này đôi khi còn được gọi là **các tài sản phái sinh** hay **các quyền hưởng lợi phụ thuộc**. Giá trị của chúng phát sinh từ giá trị của các tài sản khác hay phụ thuộc vào giá trị các tài sản khác. Ta sẽ thảo luận chi tiết về các tài sản phái sinh trong phần năm.

Tài sản phái sinh hay **quyền hưởng lợi phụ thuộc** là một chứng khoán có kết quả phụ thuộc vào giá của các tài sản khác.

Các quyền chọn

Quyền chọn mua mang lại cho người nắm giữ quyền được mua một tài sản với một mức giá định trước, được gọi là *giá thực hiện*, vào ngày đáo hạn hay trước ngày đáo hạn quyền chọn đã định. Ví dụ, một quyền chọn mua tháng 10 đối với cổ phiếu công ty Apple với giá thực hiện 110 USD sẽ cho phép người sở hữu quyền chọn được mua cổ phiếu Apple với giá 110 USD vào bất kỳ thời điểm nào trước ngày đáo hạn vào tháng 10, kể cả vào ngày đáo hạn. Mỗi hợp đồng quyền chọn sẽ được mua 100 cổ phần, việc yết giá được thực hiện trên cơ sở giá một cổ phần. Người giữ quyền chọn không nhất thiết phải thực hiện quyền chọn; việc thực hiện chỉ có ý nghĩa nếu giá trị thị trường của tài sản cao hơn giá thực hiện.

Quyền chọn mua là quyền được mua một tài sản với mức giá cụ thể trước ngày đáo hạn hay vào ngày đáo hạn quyền chọn.

Khi giá thị trường cao hơn giá thực hiện, người giữ quyền chọn có thể thực hiện quyền chọn mua tài sản với giá thực hiện và đạt được lợi nhuận bằng mức chênh lệch giữa giá cổ phiếu và giá thực hiện. Ngược lại, nếu giá thị trường thấp hơn giá thực hiện, quyền chọn sẽ không được thực hiện. Nếu không được thực hiện trước ngày đáo hạn, quyền chọn sẽ hết hạn và không còn giá trị nữa. Do đó, các quyền chọn mang lại lợi nhuận cao hơn khi giá cổ phiếu tăng và tiêu biểu cho những phương tiện đầu tư với dự kiến giá tăng.

Trái lại, **quyền chọn bán** mang lại cho người nắm giữ quyền được bán một tài sản với một mức giá đã định, trước ngày đáo hạn hay vào ngày đáo hạn quyền chọn định trước. Một quyền chọn bán tháng 10 đối với cổ phiếu công ty Apple với giá thực hiện 110 USD sẽ cho phép người sở hữu quyền được bán cổ phiếu Apple cho người ký phát quyền chọn với mức giá 110 USD vào bất kỳ thời điểm nào trước ngày đáo hạn vào tháng 10 thậm chí nếu giá thị trường của cổ phiếu Apple thấp hơn 110 USD. Trong khi lợi nhuận của quyền chọn mua tăng lên khi tài sản tăng giá, lợi nhuận của quyền chọn bán sẽ tăng lên khi tài sản bị giảm giá. Quyền chọn bán chỉ được thực

hiện nếu người giữ quyền có thể cung ứng một tài sản có giá trị thấp hơn giá thực hiện để nhận được mức giá thực hiện đó.

Quyền chọn bán là quyền được bán một tài sản với mức giá thực hiện định trước, trước ngày đáo hạn hay vào ngày đáo hạn quyền chọn định trước.

Hình 2.10 là trích đoạn yết giá quyền chọn đối với cổ phiếu Apple từ tạp chí *The Wall Street Journal*. Giá cổ phiếu Apple vào ngày đó là 110,35 USD. Hai cột đầu trình bày tháng đáo hạn và giá thực hiện của mỗi quyền chọn. Như vậy, ta thấy niêm yết quyền chọn mua và quyền chọn bán cổ phiếu Apple với các mức giá thực hiện từ 100 USD đến 115 USD, và với ngày đáo hạn vào tháng 10 và 11 năm 2008 cũng như tháng 1 và tháng 4 năm 2009.

Hình 2.10 Quyền chọn cổ phiếu Apple

Prices at close October 1, 2008

Apple (AAPL)		Underlying Stock Price: 110.35					
Expiration	Strike	Call			Put		
		Last	Volume	Open Interest	Last	Volume	Open Interest
Oct	100	13.45	2387	2938	4.04	7431	13848
Nov	100	18.20	390	730	8.63	1596	4228
Jan	100	21.65	1427	11505	11.35	1541	48586
Apr	100	25.10	58	838	14.50	146	1786
Oct	105	10.35	7025	2894	5.90	14166	12871
Nov	105	15.50	1263	584	10.68	680	4029
Jan	105	19.00	358	720	13.70	40	1243
Apr	105	22.40	230	630	16.20	86	893
Oct	110	7.45	9335	17361	8.10	11790	16832
Nov	110	12.93	3693	2866	13.23	839	5898
Jan	110	16.30	313	7430	16.00	578	48552
Apr	110	20.40	375	3123	19.24	244	1565
Oct	115	5.30	12833	6681	11.00	6082	22068
Nov	115	10.665	1549	1995	15.80	654	5108
Jan	115	14.20	1936	5733	18.75	89	27947
Apr	115	18.00	44	530	22.20	48	891

Underlying stock price = Giá cổ phiếu cơ sở; Call = Quyền chọn mua; Put = Quyền chọn bán; Expiration = Tháng đáo hạn; Strike = Giá thực hiện; Last = Giá đóng cửa; Volume = Số lượng hợp đồng giao dịch; Open Interest = Số lượng hợp đồng đang lưu hành.

Nguồn: *The Wall Street Journal Online*, 2-10-2008. In lại với sự cho phép của Dow Jones & Company, Inc. © 2008 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Hai cột kế tiếp trình bày giá đóng cửa (last), số lượng hợp đồng giao dịch (volume), và số lượng hợp đồng đang lưu hành (open interest) của mỗi quyền chọn. Ví dụ, có 9335 hợp đồng quyền chọn được giao dịch đối với các quyền chọn mua đáo hạn tháng 10-2008 với giá thực hiện 110 USD. Giao dịch cuối cùng ở mức giá 7,45 USD, nghĩa là một quyền chọn mua một cổ phần Apple với giá thực hiện 110 USD được bán với giá 7,45 USD. Do đó, mỗi *hợp đồng* quyền chọn (ứng với 100 cổ phần) sẽ được bán với giá 7,45 USD x 100 = 745 USD.

Lưu ý rằng giá của quyền chọn mua giảm dần khi giá thực hiện tăng. Ví dụ, quyền chọn mua đáo hạn tháng 10-2008 với giá thực hiện 115 USD được bán với giá chỉ có 5,30 USD. Điều này có lý, vì quyền chọn mua một cổ phần với giá thực hiện cao hơn sẽ kém giá trị hơn. Trái lại, giá quyền chọn bán tăng dần khi giá thực hiện tăng. Quyền chọn bán một cổ phần Apple vào tháng

10 với giá thực hiện 110 USD có giá 8,10 USD, trong khi quyền chọn bán với giá thực hiện 115 USD có giá 11,00 USD.

Giá quyền chọn cũng tăng lên theo thời gian đến ngày đáo hạn. Rõ ràng, người ta muốn có quyền chọn mua cổ phiếu Apple vào bất kỳ lúc nào cho đến tháng 4-2009 hơn so với quyền chọn mua vào bất kỳ lúc nào chỉ cho đến tháng 10-2008. Điều này thể hiện qua mức giá cao hơn với những quyền chọn có ngày đáo hạn còn xa hơn. Ví dụ, quyền chọn mua với giá thực hiện 110 USD đáo hạn tháng 4-2009 được bán với giá 20,40 USD, so với giá chỉ bằng 7,45 USD của quyền chọn mua đáo hạn tháng 10-2008.

Kiểm tra khái niệm 2.6

Nhà đầu tư sẽ lời hay lỗ bao nhiêu trên một cổ phần khi mua quyền chọn mua cổ phiếu Apple đáo hạn tháng 10-2008 với giá thực hiện 110 USD, nếu giá cổ phiếu vào ngày đáo hạn quyền chọn là 120 USD? Đối với người mua quyền chọn bán có cùng giá thực hiện và ngày đáo hạn thì sao?

Hợp đồng tương lai

Hợp đồng tương lai qui định việc cung ứng một tài sản (hay tiền mặt trong một số trường hợp) vào một ngày thực hiện (hay ngày đáo hạn) cụ thể, với một mức giá thỏa thuận trước, được gọi là *giá tương lai*, sẽ được thanh toán vào ngày đáo hạn hợp đồng. Nhà giao dịch cam kết mua hàng hóa vào ngày đáo hạn sẽ giữ ‘vị thế trường’ (long position). Nhà giao dịch cam kết giao hàng hóa vào ngày đáo hạn hợp đồng sẽ giữ ‘vị thế đoản’ (short position).

Hợp đồng tương lai qui định người giao dịch sẽ phải mua hay bán một tài sản với mức giá thỏa thuận trước vào một ngày thỏa thuận trước trong tương lai.

Hình 2.11 minh họa việc niêm yết các hợp đồng tương lai bắp ngô trên Thị trường giao dịch Chicago ngày 2-10-2008. Mỗi hợp đồng qui định việc giao nhận 5000 gạ ngô. Mỗi dòng trình bày chi tiết giá của các hợp đồng đáo hạn vào các ngày khác nhau. Dòng thứ nhất trình bày hợp đồng có thời hạn gần nhất, sẽ đáo hạn vào tháng 12-2008. Giá gần đây nhất là 4,555 USD/gạ. (Những con số sau dấu móc lưng ['] thể hiện số phần tám của một cent.) Mức giá đó đã giảm 0,285 USD so với giá đóng cửa ngày hôm qua. Các cột tiếp theo trình bày giá mở cửa của hợp đồng vào ngày hôm đó cũng như giá cao và giá thấp trong thời hạn của mỗi hợp đồng. ‘Volume’ là số lượng hợp đồng giao dịch ngày hôm đó; ‘open interest’ là số lượng hợp đồng đang lưu hành.

Hình 2.11 Giá hợp đồng tương lai bắp ngô trên Thị trường giao dịch Chicago ngày 2-10-2008

MATURITY	LAST	CHG	OPEN	HIGH	LOW	VOLUME	OPEN INT
Dec '08	455'4	-28'4	485'4	488'0	454'6	103193	517447
Mar '09	474'6	-28'2	504'6	506'4	473'4	17005	200555
May '09	486'0	-29'0	517'6	517'6	486'0	2571	47010
Jul '09	498'0	-27'6	527'4	529'2	497'2	4894	96555
Sep '09	505'4	-26'4	534'0	535'0	504'2	779	19780
Dec '10	511'6	-25'2	538'6	539'6	509'2	8727	114099
Mar '10	526'0	-20'0	546'0	546'0	525'0	1365	6691
May '10	533'6	-17'2	533'0	546'2	533'0	43	277

Jul '10	542'4	-13'0	535'4	542'4	535'4	78	1941
Dec '10	503'0	-27'0	532'0	532'0	503'0	313	27991
Dec '11	511'0	-19'0	530'0	530'0	511'0	21	501

Maturity = Ngày đáo hạn hợp đồng; Last = Giá gần đây nhất; Chg = Thay đổi giá so với giá đóng cửa ngày hôm qua; Open = Giá mở cửa ngày niêm yết; High = Mức giá cao trong thời hạn hợp đồng; Low = Mức giá thấp trong thời hạn hợp đồng; Volume = Số lượng hợp đồng giao dịch ngày niêm yết; Open int = Số lượng hợp đồng đang lưu hành.

Nguồn: Số liệu từ *The Wall Street Journal Online*, 2-10-2008. In lại với sự cho phép của Dow Jones & Company, Inc. © 2008 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Nhà giao dịch giữ vị thế trường sẽ có lời khi giá tăng. Giả sử vào ngày đáo hạn hợp đồng, bắp ngô đang được bán với giá 4,574 USD/gia. Nhà giao dịch giữ vị thế trường đã ký kết hợp đồng vào ngày 2-10-2008 với giá tương lai 4,555 USD/gia sẽ trả mức giá định trước 4,555 USD này để nhận một gia bắp ngô, mà hiện vào thời điểm đáo hạn hợp đồng đang có giá 5,575 USD.

Vì mỗi hợp đồng qui định phải giao nhận 5000 gia, nên lợi nhuận của vị thế trường sẽ bằng $5000 \times (4,575 \text{ USD} - 4,555 \text{ USD}) = 1000 \text{ USD}$. Trái lại, nhà giao dịch giữ vị thế đoản phải giao 5000 gia ngô với giá tương lai đã được thỏa thuận từ trước, giả sử ta bỏ qua phí môi giới. Thua lỗ của vị thế đoản bằng lợi nhuận của vị thế trường.

Sự phân biệt giữa *quyền* mua và *nghĩa vụ* mua tài sản chính là sự khác nhau giữa quyền chọn mua và vị thế trường của hợp đồng tương lai. Hợp đồng tương lai *bắt buộc* người giữ vị thế trường phải mua tài sản với giá tương lai; quyền chọn mua mang lại *quyền* được mua tài sản với giá thực hiện. Việc mua tài sản này chỉ được thực hiện nếu nó mang lại lợi nhuận.

Rõ ràng, người giữ quyền chọn mua có vị thế tốt hơn so với người giữ vị thế trường của hợp đồng tương lai có giá tương lai bằng với giá thực hiện quyền chọn. Lẽ dĩ nhiên, lợi thế này chỉ có được với một mức giá nhất định. Muốn có quyền chọn mua thì phải mua quyền chọn đó; trong khi đầu tư hợp đồng tương lai chỉ là các nghĩa vụ hợp đồng. Giá quyền chọn được gọi là *phí đền bù*. Mức phí này thể hiện sự đền bù mà người mua quyền chọn mua phải trả để có được khả năng thực hiện quyền chọn chỉ khi nào có lời mà thôi. Tương tự, sự khác nhau giữa quyền chọn bán và vị thế đoản của hợp đồng tương lai là quyền quyết định, so với nghĩa vụ phải bán một tài sản với một mức giá thỏa thuận trước.

Tóm tắt

- Các chứng khoán thị trường tiền tệ là những nghĩa vụ nợ rất ngắn hạn. Các chứng khoán này thường có thể mua bán nhanh và có rủi ro tín dụng tương đối thấp. Rủi ro thời hạn và rủi ro tín dụng thấp bảo đảm lời hay lỗ ở mức tối thiểu. Các chứng khoán này thường được giao dịch với mệnh giá lớn, nhưng cũng có thể được mua một cách gián tiếp thông qua các quỹ hỗ trợ thị trường tiền tệ.
- Phần lớn việc vay mượn của chính phủ Hoa Kỳ là dưới hình thức trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn. Đây là những trái phiếu trả lãi định kỳ (coupon) thường được phát hành bằng mệnh giá hay gần bằng mệnh giá. Trái phiếu kho bạc tương tự như trái phiếu công ty về mặt thiết kế.
- Trái phiếu đô thị chủ yếu khác biệt ở đặc tính miễn thuế. Thu nhập lãi từ những chứng khoán này được miễn thuế thu nhập (nhưng lợi tức vốn thì không được miễn thuế).

- Các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản là tập hợp các hợp đồng nợ thế chấp bất động sản được bán trọn gói. Người sở hữu các chứng khoán này nhận được các khoản thanh toán vốn gốc và lãi từ người vay nợ thế chấp bất động sản. Công ty ban đầu ký kết các hợp đồng cho vay thế chấp này chỉ làm dịch vụ cho khoản vay mà thôi, chỉ đơn thuần ‘sang tay’ các khoản thanh toán từ người vay sang người mua các hợp đồng nợ này. Việc thanh toán lãi vay và vốn gốc của các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản của cơ quan chính phủ được bảo lãnh, nhưng việc thanh toán lãi vay và vốn gốc của các chứng khoán này của các công ty tư nhân thì không được bảo lãnh.
- Cổ phiếu phổ thông là cổ phần sở hữu trong một công ty. Mỗi cổ phần mang lại cho người sở hữu một lá phiếu biểu quyết các vấn đề quản trị công ty và được chia cổ tức theo tỷ lệ. Người sở hữu cổ phiếu, hay các chủ vốn sở hữu, là những người có quyền hưởng lợi sau cùng đối với thu nhập của công ty.
- Cổ phiếu ưu đãi thường chi trả một dòng cổ tức cố định trong suốt thời gian hoạt động của công ty: đó là một niên kim vĩnh cửu. Tuy nhiên, việc công ty không thể chi trả cổ tức đến hạn của cổ phiếu ưu đãi không kích hoạt thủ tục phá sản công ty. Thay vì thế, cổ tức chưa trả sẽ được lũy tích. Các biến thể của cổ phiếu ưu đãi bao gồm cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi và cổ phiếu ưu đãi có lãi suất điều chỉnh.
- Có nhiều chỉ số thị trường cổ phiếu đo lường kết quả của thị trường chung. Các chỉ số bình quân Dow Jones, những chỉ báo lâu đời nhất và nổi tiếng nhất, là các chỉ số bình quân trọng số giá. Ngày nay, có nhiều chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường bao trùm nhiều cổ phiếu hơn được tính toán hàng ngày. Các chỉ số này bao gồm chỉ số tổng hợp 500 cổ phiếu Standard & Poor's, các chỉ số NYSE, NASDAQ, chỉ số Wilshire 5000, và một số chỉ số quốc tế, trong đó có Nikkie, FTSE, và DAX.
- Quyền chọn mua là quyền được mua một tài sản với một mức giá thực hiện cụ thể trước ngày đáo hạn hay vào ngày đáo hạn hợp đồng quyền chọn. Quyền chọn bán là quyền được bán một tài sản với mức giá thực hiện cụ thể. Khi giá của tài sản cơ bản tăng lên, quyền chọn mua sẽ gia tăng giá trị, trong khi quyền chọn bán sẽ giảm giá trị.
- Hợp đồng tương lai là nghĩa vụ mua hay bán một tài sản với mức giá tương lai qui định vào ngày đáo hạn hợp đồng. Nếu giá trị tài sản tăng lên, thì vị thế trường, nghĩa là cam kết mua tài sản, sẽ được lợi; trong khi vị thế đoản, nghĩa là cam kết bán tài sản, sẽ thua lỗ.

Những thuật ngữ then chốt

Bankers' acceptance	Hối phiếu có ngân hàng chấp nhận
Call option	Quyền chọn mua
Certificate of deposit	Chứng chỉ tiền gửi
Commercial paper	Giấy nợ thương mại
Common stocks	Cổ phiếu phổ thông
Corporate bonds	Trái phiếu công ty
Derivative asset/ contingent claim	Tài sản phái sinh/ quyền hưởng lợi phụ thuộc
Equally weighted index	Chỉ số bình quân trọng số đều
Eurodollars	Đô la ngoại biên
Federal funds	Quỹ liên bang
Futures contract	Hợp đồng tương lai
LIBOR	Lãi suất liên ngân hàng Luân Đôn
Market value weighted index	Chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường

Money market	Thị trường tiền tệ
Municipal bonds	Trái phiếu đô thị
Preferred stocks	Cổ phiếu ưu đãi
Price weighted average	Bình quân trọng số giá
Put option	Quyền chọn bán
Repurchase agreement	Hợp đồng mua lại (thỏa thuận mua lại)
Treasury bills	Tín phiếu kho bạc
Treasury bonds	Trái phiếu kho bạc dài hạn
Treasury notes	Trái phiếu kho bạc trung hạn

Bài tập

Cơ bản

1. Những điểm khác biệt chính giữa cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu công ty là gì?
2. Tại sao hầu hết các nhà chuyên môn đều xem chỉ số Wilshire 5000 là một chỉ số về kết quả của thị trường cổ phiếu chung tốt hơn so với chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones?
3. Những đặc điểm gì của chứng khoán thị trường tiền tệ giúp phân biệt các chứng khoán này với các chứng khoán có thu nhập cố định khác?
4. Các cấu phần chính của thị trường tiền tệ là gì?
5. Mô tả những cách khác nhau mà nhà đầu tư có thể sử dụng để gia tăng vị thế vốn cổ phần quốc tế trong danh mục đầu tư của họ.
6. Tại sao các nhà đầu tư ở nấc thuế thu nhập cao có xu hướng đầu tư vào trái phiếu đô thị nhiều hơn so với các nhà đầu tư ở nấc thuế thu nhập thấp?
7. Lãi suất LIBOR là gì? Lãi suất quỹ liên bang là gì?
8. Trái phiếu công trình đô thị khác với trái phiếu nghĩa vụ chung như thế nào? Bạn dự kiến trái phiếu nào sẽ có lợi suất đáo hạn thấp hơn?
9. Tại sao các công ty có xu hướng nắm giữ cổ phiếu ưu đãi nhiều hơn so với các nhà đầu tư tiềm năng khác?
10. Trách nhiệm hữu hạn là gì?

Trung cấp

11. Tại sao các chứng khoán thị trường tiền tệ đôi khi được gọi là ‘tài sản tương đương tiền mặt’?
12. Một trái phiếu đô thị có lãi suất coupon 6 $\frac{3}{4}$ phần trăm và đang được giao dịch với giá bằng mệnh giá. Lợi suất chịu thuế tương đương của trái phiếu này là bao nhiêu đối với một người nộp thuế có nấc thuế thu nhập 35 phần trăm?
13. Giả sử trái phiếu đô thị ngắn hạn hiện đang có lợi suất 4 phần trăm, trong khi trái phiếu chịu thuế tương thích có lợi suất 5 phần trăm. Trái phiếu nào mang lại cho bạn lợi suất sau thuế cao hơn nếu nấc thuế thu nhập của bạn là:
 - a. Bằng không.
 - b. 10 phần trăm.
 - c. 20 phần trăm.
 - d. 30 phần trăm.

14. Một nhà đầu tư có nấc thuế thu nhập kết hợp giữa liên bang và tiểu bang là 30 phần trăm. Nếu trái phiếu công ty có lợi suất 9 phần trăm, trái phiếu đô thị phải có lợi suất bằng bao nhiêu để nhà đầu tư thích trái phiếu đô thị hơn so với trái phiếu công ty?
15. Tìm lợi suất chịu thuế tương đương của trái phiếu đô thị trong bài tập 13 ứng với nấc thuế thu nhập bằng không, 10 phần trăm, 20 phần trăm, và 30 phần trăm.
16. Quay lại hình 2.4 và xem xét trái phiếu đô thị đáo hạn vào tháng 12-2012.
 - a. Bạn sẽ phải trả bao nhiêu để mua một trái phiếu này?
 - b. Lãi suất coupon là bao nhiêu?
 - c. Lợi suất hiện hành của trái phiếu (nghĩa là tỷ lệ của thu nhập coupon trên giá trái phiếu) là bao nhiêu?
17. Quay lại hình 2.8 và xem niêm yết của công ty General Dynamics.
 - a. Giá đóng cửa *ngày hôm qua* của công ty là bao nhiêu?
 - b. Bạn có thể mua bao nhiêu cổ phần với 5000 USD?
 - c. Thu nhập cổ tức hàng năm của bạn là bao nhiêu từ những cổ phần này?
 - d. Thu nhập trên mỗi cổ phần phải bằng bao nhiêu?
18. Hãy xem ba cổ phiếu trong bảng sau đây. P_t thể hiện giá vào thời điểm t , và Q_t tiêu biểu cho số cổ phần đang lưu hành vào thời điểm t . Cổ phiếu C được chia 1 thành 2 vào thời điểm cuối.

	P_0	Q_0	P_1	Q_1	P_2	Q_2
A	90	100	95	100	95	100
B	50	200	45	200	45	200
C	110	200	110	200	55	400

- a. Tính suất sinh lợi của chỉ số bình quân trọng số giá của ba cổ phiếu trong thời đoạn đầu tiên ($t = 0$ đến $t = 1$).
- b. Điều gì phải xảy ra cho số chia trong chỉ số bình quân trọng số giá vào năm 2?
- c. Tính suất sinh lợi của chỉ số bình quân trọng số giá trong thời đoạn 2 ($t = 1$ đến $t = 2$).
19. Sử dụng số liệu trong bài tập trên, tính suất sinh lợi thời đoạn đầu tiên của các chỉ số sau đây của ba cổ phiếu:
 - a. Chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường.
 - b. Chỉ số bình quân trọng số đều.
20. Một quỹ hỗ tương cố gắng tạo ra một quỹ chỉ số gắn liền với một chỉ số bình quân trọng số bằng nhau của một thị trường cổ phiếu chung; quỹ hỗ tương đó sẽ gặp phải những vấn đề gì?
21. Điều gì sẽ xảy ra cho số chia của chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones nếu cổ phiếu FedEx, với giá hiện nay vào khoảng 60 USD/cổ phần, thay thế cổ phiếu General Motors (với giá hiện nay khoảng 3 USD/cổ phần)?
22. Một tín phiếu kho bạc với mệnh giá 10.000 USD và còn 87 ngày nữa đến ngày đáo hạn, đang được bán với lợi suất mua chiết khấu ngân hàng là 3,4 phần trăm. Giá của tín phiếu này bằng bao nhiêu? Lợi suất tương đương trái phiếu của tín phiếu này bằng bao nhiêu?
23. Chứng khoán nào sẽ bán với giá cao hơn?
 - a. Một trái phiếu kho bạc 10 năm có lãi suất coupon 9 phần trăm hay một trái phiếu kho bạc 10 năm có lãi suất coupon 10 phần trăm.
 - b. Một quyền chọn mua thời hạn 3 tháng với giá thực hiện 40 USD hay một quyền chọn mua thời hạn 3 tháng của cùng cổ phiếu với giá thực hiện 35 USD.
 - c. Một quyền chọn bán một cổ phiếu có giá bán 50 USD hay một quyền chọn bán một cổ phiếu khác có giá bán 60 USD. (Tất cả các đặc điểm liên quan khác của các cổ phiếu và quyền chọn được giả định là giống hệt nhau.)
24. Xem niêm yết hợp đồng tương lai bắp ngô trong hình 2.11.

- a. Giả sử bạn ký kết một hợp đồng giao hàng vào tháng 12-2009. Nếu hợp đồng được tất toán vào tháng 12 với mức giá 5,25 USD/giạ. Bạn sẽ lời hay lỗ?
- b. Có bao nhiêu hợp đồng đáo hạn tháng 12-2009 đang lưu hành?
25. Quay lại hình 2.10 và xem các quyền chọn cổ phiếu Apple. Giả sử bạn mua một quyền chọn mua đáo hạn tháng 4 với giá thực hiện 105.
 - a. Nếu giá cổ phiếu vào tháng 4 là 111 USD, bạn sẽ thực hiện quyền chọn mua hay không? Lợi nhuận và suất sinh lợi từ vị thế đầu tư của bạn là bao nhiêu?
 - b. Nếu bạn mua quyền chọn mua đáo hạn tháng 4 với giá thực hiện 100 thì sao?
 - c. Nếu bạn mua quyền chọn bán đáo hạn tháng 4 với giá thực hiện 105 thì sao?
26. Các vị thế hay quyền chọn gì gắn liền với:
 - a. Quyền mua một tài sản với một mức giá cụ thể?
 - b. Quyền bán một tài sản với một mức giá cụ thể?
 - c. Nghĩa vụ mua một tài sản với một mức giá cụ thể?
 - d. Nghĩa vụ bán một tài sản với một mức giá cụ thể?
27. Tại sao các quyền chọn mua với giá thực hiện cao hơn giá của cổ phiếu cơ sở lại được bán với mức giá dương?
28. Có cả quyền chọn mua và quyền chọn bán hiện đang được giao dịch đối với cổ phiếu XYZ; cả hai quyền chọn này đều có giá thực hiện 50 USD và đáo hạn sau 6 tháng. Nhà đầu tư sẽ có lợi nhuận bằng bao nhiêu khi mua quyền chọn mua với giá 4 USD trong các tình huống sau đây của giá cổ phiếu 6 tháng sau? (a) 40 USD; (b) 45 USD; (c) 50 USD; (d) 55 USD; (e) 60 USD? Trong mỗi tình huống đó, nhà đầu tư mua quyền chọn bán với giá 6 USD sẽ có lợi nhuận bằng bao nhiêu?
29. Bạn dự kiến điều gì sẽ xảy ra cho chênh lệch giữa các lợi suất của giấy nợ thương mại và tín phiếu kho bạc nếu nền kinh tế bước vào tình trạng suy thoái sâu sắc?
30. Xem các cổ phiếu niêm yết trong hình 2.8. Có bao nhiêu cổ phiếu mà giá cao nhất trong 52 tuần qua ít nhất cũng cao hơn 50 phần trăm so với giá thấp nhất trong 52 tuần qua? Bạn kết luận gì về sự biến động giá của các cổ phiếu riêng biệt?
31. Tìm suất sinh lợi sau thuế của một công ty mua một cổ phần ưu đãi với giá 40 USD, bán cổ phần đó vào cuối năm với giá 40 USD, và nhận được cổ tức cuối năm là 4 USD. Công ty có nộp thuế thu nhập 30 phần trăm.

Thử thách

32. Giải thích sự khác biệt giữa quyền chọn bán và vị thế đoản của hợp đồng tương lai.
33. Giải thích sự khác biệt giữa quyền chọn mua và vị thế trường của hợp đồng tương lai.

Bài tập CFA

1. Lợi suất cổ phiếu ưu đãi thường thấp hơn lợi suất trái phiếu có cùng chất lượng là do
 - a. Khả năng mua bán nhanh
 - b. Rủi ro
 - c. Thuế
 - d. Bảo vệ việc mua lại

Standard & Poor's

Sử dụng số liệu từ cơ sở dữ liệu của Standard & Poor's Market Insight Database ở trang web: www.mhhe.com/edumarketisight để trả lời các câu hỏi sau.

Chọn Company tab và nhập vào mã chứng khoán DIS. Nhấp chuột vào phần EDGAR và tìm đường dẫn đến báo cáo thường niên gần đây nhất của công ty Disney (10-K).

Tìm bảng cân đối kế toán hợp nhất của công ty và trả lời các câu hỏi sau:

1. Giá trị cổ phiếu ưu đãi mà công ty Disney được phép phát hành là bao nhiêu? Công ty đã phát hành bao nhiêu?
2. Giá trị cổ phiếu phổ thông mà công ty Disney được phép phát hành là bao nhiêu? Hiện có bao nhiêu cổ phần phổ thông đang lưu hành?

Tìm kiếm thuật ngữ ‘Financing Activities’.

3. Tổng giá trị vay mượn được niêm yết của công ty Disney là bao nhiêu? Bao nhiêu trong số này là nợ trung hạn?
4. Công ty Disney có các loại nợ đang lưu hành khác là gì?

Nắm vững trang web

Chỉ số thị trường chứng khoán

Không phải tất cả các chỉ số thị trường cổ phiếu đều được tạo ra giống như nhau. Người ta sử dụng các phương pháp khác nhau để tính các chỉ số khác nhau, và các chỉ số khác nhau sẽ mang lại các mức ‘tăng điểm’ khác nhau của kết quả thị trường. Sử dụng một trong các nguồn số liệu sau đây, truy xuất giá cổ phiếu của năm công ty khác nhau vào ngày giao dịch đầu tiên và cuối cùng của tháng trước.

www.nasdaq.com – Chọn một mục yết giá của một cổ phiếu, sau đó chọn Charts rồi chọn một tháng. Khi biểu đồ xuất hiện, nhấp chuột vào điểm số liệu để hiện ra số liệu cơ bản.

www.bloomberg.com – Chọn một mục yết giá, sau đó chọn biểu đồ rồi sử dụng dòng di động để xem giá đóng cửa hôm nay và một tháng trước.

finance.yahoo.com – Chọn một mục yết giá, sau đó nhấp chuột vào Historical Data và chọn khoảng thời gian.

1. Tính suất sinh lợi hàng tháng của một chỉ số bình quân trọng số giá của năm cổ phiếu.
2. Tính suất sinh lợi hàng tháng của một chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường của năm cổ phiếu.
3. So sánh hai suất sinh lợi và giải thích sự khác biệt. Giải thích cách bạn lý giải từng số đo.

Bài giải câu hỏi kiểm tra khái niệm

- 2.1. Trái phiếu niêm yết với giá bán 101:06; đây là giá bằng 101,1875% của mệnh giá hay bằng 1011,875 USD và giá mua 101:07, bằng 1012,1875 USD. Mức giá mua này tương ứng với lợi suất 4,423%. Giá mua tăng 26/32 so với ngày hôm qua, vì thế giá mua khi đó phải là 100:13 hay 1044,0625 USD.

- 2.2. Suất sinh lợi chịu thuế 6% tương ứng với suất sinh lợi sau thuế là $6(1 - 0,28) = 4,32\%$. Do đó bạn sẽ khâm khá hơn với trái phiếu chịu thuế. Suất sinh lợi chịu thuế tương đương của trái phiếu miễn thuế là $4/(1 - 0,28) = 5,55\%$. Vì thế, trái phiếu chịu thuế sẽ phải trả lợi suất 5,55 phần trăm để mang lại cùng lợi nhuận chịu thuế như trái phiếu miễn thuế có lợi suất 4 phần trăm.
- 2.3.a. Bạn có quyền được hưởng các khoản thanh toán cổ tức của công ty IBM theo tỷ lệ sở hữu và được bỏ phiếu trong bất kỳ cuộc họp cổ đông nào của công ty.
- b. Lợi tức tiềm năng của bạn không có giới hạn vì giá cổ phiếu của công ty IBM không có giới hạn trên.
- c. Chi phí của bạn là $95 \text{ USD} \times 100 = 9500 \text{ USD}$. Do trách nhiệm hữu hạn, đây là số tiền nhiều nhất mà bạn có thể thua lỗ.
- 2.4. Chỉ số bình quân trọng số giá tăng từ 62,50 $[= (100 + 25)/2]$ lên 65 $[= (110 + 20)/2]$, suất sinh lợi là 4%. Muốn đầu tư một cổ phần vào mỗi công ty, phải chi tiêu đầu tư 125 USD; mức đầu tư này sẽ tăng lên thành 130 USD, nên suất sinh lợi là 4% $(= 5/125)$; suất sinh lợi này bằng với suất sinh lợi của chỉ số bình quân trọng số giá.
- 2.5. Suất sinh lợi của chỉ số bình quân trọng số giá thị trường được tính bằng cách tính mức tăng giá trị của danh mục cổ phiếu. Danh mục hai cổ phiếu bắt đầu với giá trị ban đầu là $100 \text{ triệu USD} + 500 \text{ triệu USD} = 600 \text{ triệu USD}$, rồi giảm giá trị còn $110 \text{ triệu USD} + 400 \text{ triệu USD} = 510 \text{ triệu USD}$; mức thua lỗ là $90/600 = 0,15$ hay 15%. Suất sinh lợi của danh mục chỉ số là bình quân trọng số của các suất sinh lợi của từng cổ phiếu với các trọng số là 1/6 của XYZ và 5/6 của ABC (trọng số tỷ lệ với giá trị đầu tư tương đối). Vì suất sinh lợi của cổ phiếu XYZ là 10%, trong khi suất sinh lợi của cổ phiếu ABC là -20%, nên sinh lợi danh mục đầu tư chỉ số là $(1/6)10 + (5/6)(-20) = -15\%$, bằng với suất sinh lợi của chỉ số bình quân trọng số giá thị trường.
- 2.6. Kết quả của quyền chọn mua là $120 \text{ USD} - 110 \text{ USD} = 10 \text{ USD}$. Giá quyền chọn mua là 7,45 USD. Lợi nhuận là $10 \text{ USD} - 7,45 \text{ USD} = 2,55 \text{ USD/cổ phần}$. Quyền chọn bán có kết quả bằng không; quyền chọn sẽ bị bỏ đi, không thực hiện vào ngày đáo hạn quyền chọn vì giá cổ phiếu cao hơn giá thực hiện. Giá trị thua lỗ bằng với giá mua quyền chọn, 8,10 USD.

Chương 3

Các thị trường chứng khoán

Sau khi nghiên cứu chương này, bạn có thể:

- Mô tả vai trò của các ngân hàng đầu tư trong việc phát hành chứng khoán sơ cấp.
- Nhận diện các thị trường chứng khoán khác nhau.
- So sánh các thực hành giao dịch trên các sàn giao dịch cổ phiếu với thị trường tự doanh.
- Mô tả vai trò của các nhà môi giới.
- So sánh các cơ chế và ý nghĩa đầu tư của việc mua cổ phiếu bảo chứng và bán khống.

Chương này sẽ giới thiệu tổng quát về nhiều thị trường và những thủ tục hiện có để giao dịch chứng khoán ở Hoa Kỳ và các thị trường quốc tế. Ta sẽ xem xét nhiều cơ chế giao dịch, từ đàm phán trực tiếp giữa những người tham gia thị trường cho đến khớp lệnh hoàn toàn tự động bằng máy tính giữa các lệnh giao dịch.

Lần đầu tiên một chứng khoán được giao dịch là khi nó được phát hành ra công chúng. Do đó, chúng ta bắt đầu bằng việc xem thử bằng cách nào mà các chứng khoán được tiếp thị lần đầu trước công chúng bởi các ngân hàng đầu tư – các bà đỡ của chứng khoán. Sau đó, chúng ta chuyển sang tìm hiểu tổng quát về cách thức các chứng khoán sau khi phát hành được mua bán như thế nào giữa các nhà đầu tư, tập trung vào sự khác nhau giữa các thị trường tự doanh, thị trường điện tử, và thị trường chuyên gia. Với kiến thức nền tảng này, tiếp theo chúng ta sẽ chuyển sang các thương trường giao dịch cụ thể như Thị trường cổ phiếu New York (NYSE), Nasdaq, và một vài thị trường chứng khoán nước ngoài, xem xét sự cạnh tranh giữa các thị trường này đối với sự bảo trợ của các nhà giao dịch chứng khoán. Chúng ta xem xét các chi phí giao dịch trên các thị trường này, chất lượng thực hiện giao dịch, và việc tìm cách hội nhập giao dịch giữa các thị trường.

Sau đó, chúng ta chuyển sang những yếu tố then chốt của một số loại giao dịch cụ thể, như mua cổ phiếu bảo chứng và bán khống cổ phiếu. Chúng ta kết thúc chương này bằng việc xem xét một số khía cạnh quan trọng của các qui định quản lý việc giao dịch chứng khoán, bao gồm luật giao dịch nội gián, những bộ phận ngắt mạch, và vai trò của các thị trường chứng khoán như các tổ chức tự điều tiết.

Các trang web liên quan đến chương này có trên trang www.mhhe.com/bkm.

3.1 CÁC CÔNG TY PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN BẰNG CÁCH NÀO

Khi các công ty cần huy động vốn, họ có thể quyết định bán hay phát hành chứng khoán. Các trái phiếu hay cổ phiếu mới này, hay các chứng khoán khác, thường được tiếp thị ra công chúng bởi các ngân hàng đầu tư trên một thị trường được gọi là **thị trường sơ cấp** (primary market). Việc giao dịch những chứng khoán đã phát hành giữa các nhà đầu tư xảy ra trên **thị trường thứ cấp** (secondary market). Việc giao dịch trên thị trường thứ cấp không ảnh hưởng đến số lượng cổ phiếu đang lưu hành, mà chỉ có sự chuyển giao quyền sở hữu từ nhà đầu tư này sang nhà đầu tư khác.

Thị trường sơ cấp là thị trường phát hành các chứng khoán mới.

Có hai loại cổ phiếu phổ thông phát hành trên thị trường sơ cấp. **Cổ phiếu chào bán lần đầu ra công chúng**, hay **IPOs** (Initial public offerings), là những cổ phiếu được phát hành bởi một công ty trước đây thuộc sở hữu tư nhân, bây giờ chào bán cổ phiếu ra công chúng, nghĩa là lần đầu tiên bán cổ phiếu cho công chúng. **Cổ phiếu phát hành thêm** (seasoned equity offerings) là những cổ phiếu được phát hành thêm bởi một công ty đã có cổ phiếu lưu hành trên thị trường. Ví dụ, việc công ty IBM bán thêm các cổ phần mới sẽ tạo ra các cổ phiếu phát hành thêm.

Thị trường thứ cấp là thị trường của những trái phiếu đang tồn tại.

Trong trường hợp trái phiếu, chúng ta cũng phân biệt giữa hai dạng phát hành thị trường sơ cấp: *chào bán ra công chúng* (public offering) và *thỏa thuận riêng* (private placement). Dạng thứ nhất liên quan đến việc phát hành trái phiếu được bán cho công chúng đầu tư chung mà sau đó có thể được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Dạng thứ hai liên quan đến việc phát hành trái phiếu cho một hay một vài nhà đầu tư tổ chức và nói chung được giữ cho đến lúc đáo hạn.

Chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) là việc bán cổ phiếu lần đầu tiên của một công ty trước đây thuộc sở hữu tư nhân.

Nghệp vụ ngân hàng đầu tư

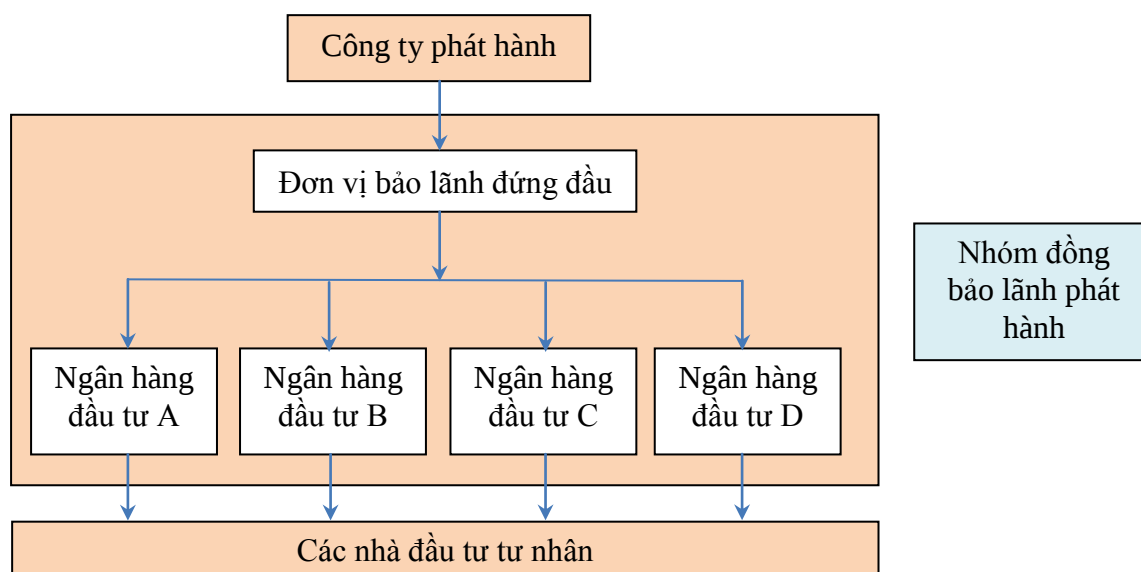
Việc chào bán những cổ phiếu và trái phiếu ra công chúng thường được tiếp thị bởi các ngân hàng đầu tư mà trong trường hợp này giữ vai trò là các **đơn vị bảo lãnh phát hành** (underwriters). Thông thường, có nhiều hơn một ngân hàng đầu tư tham gia tiếp thị chứng khoán. Một ngân hàng bảo lãnh đứng đầu sẽ thành lập một nhóm đồng bảo lãnh phát hành bao gồm các ngân hàng đầu tư khác để chia sẻ trách nhiệm phát hành cổ phiếu.

Các đơn vị bảo lãnh phát hành mua chứng khoán từ công ty phát hành rồi bán lại.

Các ngân hàng đầu tư tư vấn cho công ty về những điều khoản mà công ty sẽ dựa vào đó để bán chứng khoán. Một bản báo cáo đăng ký sơ bộ phải được nộp lên Ủy ban Chứng khoán và thị trường (SEC), trong đó mô tả việc phát hành chứng khoán và triển vọng của công ty. Bản cáo bạch sơ bộ này được gọi là ‘cáo bạch đỏ’ (red herring) vì nó bao gồm một tuyên bố được in đỏ, nêu rõ rằng công ty không cố gắng bán chứng khoán trước khi việc đăng ký được phê duyệt. Khi tuyên bố được đưa ra dưới dạng chính thức, và được SEC phê duyệt, nó được gọi là **bản cáo bạch** (prospectus). Vào lúc này, giá chào bán chứng khoán ra công chúng sẽ được công bố.

Bản cáo bạch mô tả công ty và chứng khoán mà công ty đang phát hành.

Trong một thỏa thuận bảo lãnh phát hành điển hình, các ngân hàng đầu tư mua chứng khoán từ công ty phát hành rồi bán lại cho công chúng. Công ty phát hành sẽ bán chứng khoán cho nhóm đồng bảo lãnh phát hành theo mức giá chào bán cho công chúng trừ đi một khoản chênh lệch đóng vai trò như một khoản đền bù cho các đơn vị bảo lãnh phát hành. Quy trình này được gọi là *cam kết bảo lãnh phát hành chắc chắn* (firm commitment). Ngoài khoản chênh lệch, ngân hàng đầu tư còn có thể nhận được các cổ phần phổ thông hay các chứng khoán khác của công ty. Hình 3.1 mô tả các mối quan hệ giữa công ty phát hành chứng khoán, đơn vị bảo lãnh phát hành đứng đầu, nhóm đồng bảo lãnh phát hành, và công chúng.

Hình 3.1 Mối quan hệ giữa công ty phát hành chứng khoán, các đơn vị bảo lãnh phát hành và công chúng**Đăng ký phát hành từng phần (shelf registration)**

Việc phát hành chứng khoán đã có sự đổi mới quan trọng vào năm 1982 khi SEC thông qua Điều luật 415 cho phép các công ty đăng ký chứng khoán rồi bán dần chứng khoán cho công chúng trong hai năm sau lần đăng ký ban đầu. Vì chứng khoán đã được đăng ký nên có thể được bán ra theo sau một thông báo ngắn, mà hầu như không phải thực hiện thêm nhiều công việc giấy tờ. Hơn nữa, chứng khoán có thể được bán ra theo những giá trị nhỏ mà không phát sinh thêm chi phí phát hành đáng kể. Các chứng khoán được chuẩn bị sẵn sàng ‘trên kệ’ để phát hành dần dần, vì thế dẫn đến thuật ngữ ‘shelf registration’.

Kiểm tra khái niệm 3.1

Tại sao việc đăng ký phát hành từng phần phải bị hạn chế về thời gian?

Thỏa thuận riêng

Việc chào bán cổ phiếu trên thị trường sơ cấp cũng có thể được tiến hành theo một **thỏa thuận riêng** thay vì chào bán ra công chúng. Trong trường hợp này, công ty (thông qua một ngân hàng đầu tư) bán cổ phần trực tiếp cho một nhóm các nhà đầu tư tổ chức hay các nhà đầu tư giàu có. Các thỏa thuận riêng có thể rẻ hơn nhiều so với chào bán ra công chúng. Điều này là vì Điều luật 144A của SEC cho phép các công ty thực hiện các thỏa thuận này mà không cần chuẩn bị các báo cáo đăng ký kỹ lưỡng và tốn kém được qui định cho việc chào bán ra công chúng. Mặt khác, vì các thỏa thuận riêng không dành cho công chúng, nên nói chung chúng không phù hợp lắm với những hoạt động chào bán có quy mô rất lớn. Hơn nữa, các thỏa thuận riêng không được giao dịch trên thị trường thứ cấp như trên các thị trường cổ phiếu. Điều này làm giảm tính thanh khoản và có lẽ là lý do làm giảm mức giá mà nhà đầu tư sẽ trả để mua chứng khoán.

Thỏa thuận riêng là chào bán cổ phiếu sơ cấp trong đó cổ phần được bán trực tiếp cho một nhóm nhỏ các nhà đầu tư tổ chức hay các nhà đầu tư giàu có.

Chào bán lần đầu ra công chúng

Các ngân hàng đầu tư lo liệu việc phát hành chứng khoán mới ra công chúng. Một khi SEC đã nhận xét trên báo cáo đăng ký, và bản cáo bạch sơ bộ đã được phân phát cho các nhà đầu tư có quan tâm, các ngân hàng đầu tư sẽ tổ chức những buổi ‘lưu diễn’ trong đó họ đi khắp đất nước để công bố về việc chào bán cổ phiếu sắp tới. Các buổi lưu diễn này phục vụ hai mục đích. Thứ nhất, hoạt động này tạo ra sự quan tâm cho các nhà đầu tư tiềm năng và cung cấp thông tin về việc chào bán cổ phiếu. Thứ hai, hoạt động này mang lại thông tin cho công ty phát hành và các nhà bảo lãnh phát hành về mức giá mà họ có thể tiếp thị chứng khoán. Các nhà đầu tư lớn sẽ truyền đạt với các nhà bảo lãnh phát hành về mối quan tâm của họ trong việc mua cổ phần IPO; những biểu hiện quan tâm này sẽ mang lại thông tin có giá trị cho công ty phát hành vì các nhà đầu tư tổ chức thường có những hiểu biết bổ ích về cầu thị trường đối với chứng khoán cũng như triển vọng của công ty và các đối thủ cạnh tranh. Thông thường các ngân hàng đầu tư cũng sẽ sửa đổi các ước lượng ban đầu của họ về giá chào bán chứng khoán và số lượng cổ phần chào bán dựa vào thông tin phản hồi từ cộng đồng đầu tư.

Tại sao các nhà đầu tư thành thật bày tỏ mối quan tâm của họ đối với việc chào bán cổ phần của ngân hàng đầu tư? Biết đâu họ chẳng khâm khá hơn nếu tỏ ra không quan tâm, với hy vọng rằng điều này sẽ ép mức giá chào bán xuống thấp? Thành thật là chính sách tốt hơn trong trường hợp này vì nói thật sẽ được đền đáp. Cổ phần IPO thường được phân bổ giữa các nhà đầu tư một phần dựa vào sức mạnh của mối quan tâm bộc lộ của từng nhà đầu tư đối với cổ phiếu chào bán. Nếu một công ty muốn được phân bổ nhiều hơn khi họ lạc quan về chứng khoán, họ cần bày tỏ tình thần lạc quan đó. Đổi lại, ngân hàng bảo lãnh phát hành cần chào chứng khoán với mức giá thương lượng cho các nhà đầu tư này để thu hút họ tham gia vào việc xây dựng hồ sơ và chia sẻ thông tin. Vì thế, chứng khoán IPO thường được định giá thấp so với giá có thể tiếp thị chứng khoán. Việc định giá thấp này phản ánh qua sự tăng mạnh giá xảy ra vào ngày cổ phần được giao dịch lần đầu trên thị trường đại chúng. Tình huống định giá thấp ngoạn mục nhất xảy ra vào tháng 12-1999 khi cổ phần công ty VA Linux được bán trong một đợt IPO với giá 30 USD/cổ phần và giá đóng cửa trong ngày giao dịch đầu tiên là 239,25 USD/cổ phần, suất sinh lợi 698 phần trăm chỉ trong một ngày.⁷

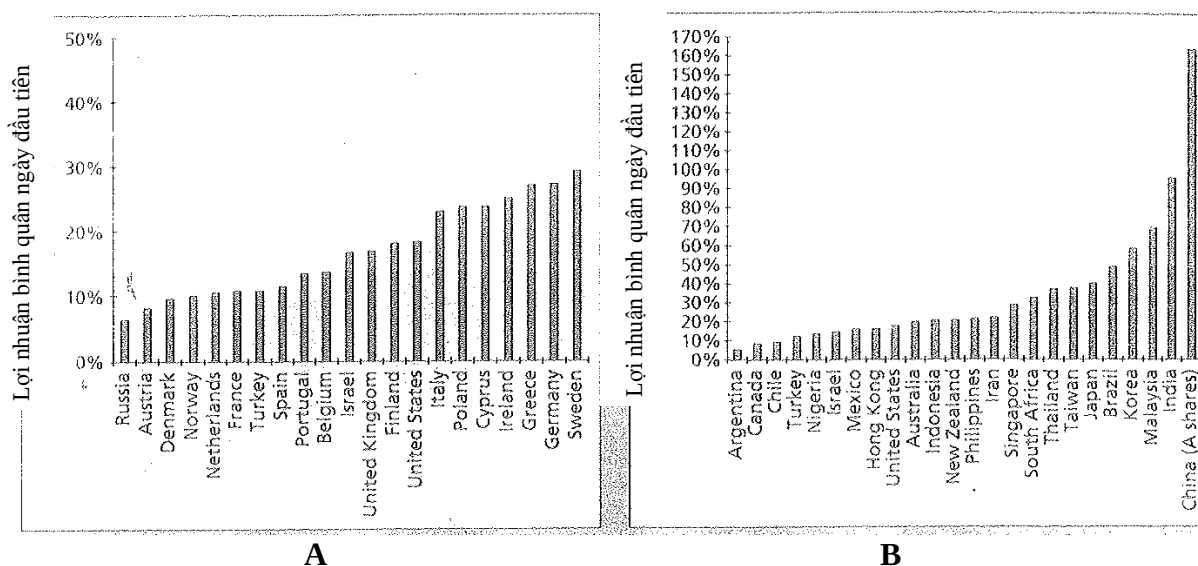
Trong khi các chi phí chính thức của một hoạt động IPO có xu hướng vào khoảng 7 phần trăm số vốn huy động, việc định giá thấp này được xem là một chi phí khác của việc phát hành. Ví dụ, nếu VA Linux bán cổ phần của mình với mức giá 239 USD mà các nhà đầu tư sẵn lòng chi trả, thì hoạt động IPO đã huy động được số vốn nhiều hơn gấp 8 lần so với thực tế đạt được. Số tiền “để lại trên bàn” trong trường hợp này vượt xa chi phí chính thức của việc phát hành cổ phiếu. Mức độ định giá quá thấp này ngoạn mục hơn nhiều so với bình thường, nhưng việc định giá thấp xem ra là một hiện tượng phổ biến.

Hình 3.2 trình bày lợi nhuận bình quân ngày đầu tiên của các cổ phiếu IPO trên khắp thế giới. Kết quả cho thấy một cách nhất quán rằng các IPO được tiếp thị cho các nhà đầu tư với những mức giá hấp dẫn. Việc định giá thấp IPO làm cho cổ phiếu trở nên thu hút đối với mọi nhà đầu tư, tuy vậy các nhà đầu tư tổ chức thường được phân bổ phần lớn chứng khoán mới. Một số người xem điều này là sự phân biệt đối xử không công bằng với các nhà đầu tư nhỏ. Tuy nhiên,

⁷ Tuy nhiên, đáng lưu ý là cho đến tháng 12-2000, cổ phần VA Linux (hiện đổi tên thành VA Software) được bán với giá không đến 9 USD/cổ phần, và đến năm 2002, chỉ còn không đến 1 USD. Đây là một ví dụ cực đoan, nhưng nhất quán với kết quả đầu tư dài hạn yếu kém nói chung của các hoạt động IPO.

phân tích cho thấy rằng việc bán chứng khoán giá thấp đối với IPO xem ra phần nào là việc thanh toán cho một dịch vụ đáng giá, nhất là thông tin được đóng góp bởi các nhà đầu tư tổ chức. Quyền phân bổ cổ phần theo cách này có thể góp phần dẫn đến hiệu quả thông qua đẩy mạnh việc thu thập và truyền bá thông tin.⁸

Hình 3.2 Suất sinh lợi bình quân ngày đầu tiên của (A) các IPO ở châu Âu và (B) các IPO ngoài châu Âu



Nguồn: Được cung cấp bởi giáo sư J. Ritter trường đại học Florida. Đây là một phiên bản cập nhật của thông tin trong nghiên cứu của T. Loughran, J. Ritter, và K. Ridqvist, 'Initial Public Offerings,' *Pacific Basin Finance Journal* 2 (1994) trang 165-199. Bản quyền năm 1994 với sự cho phép của Elsevier Science.

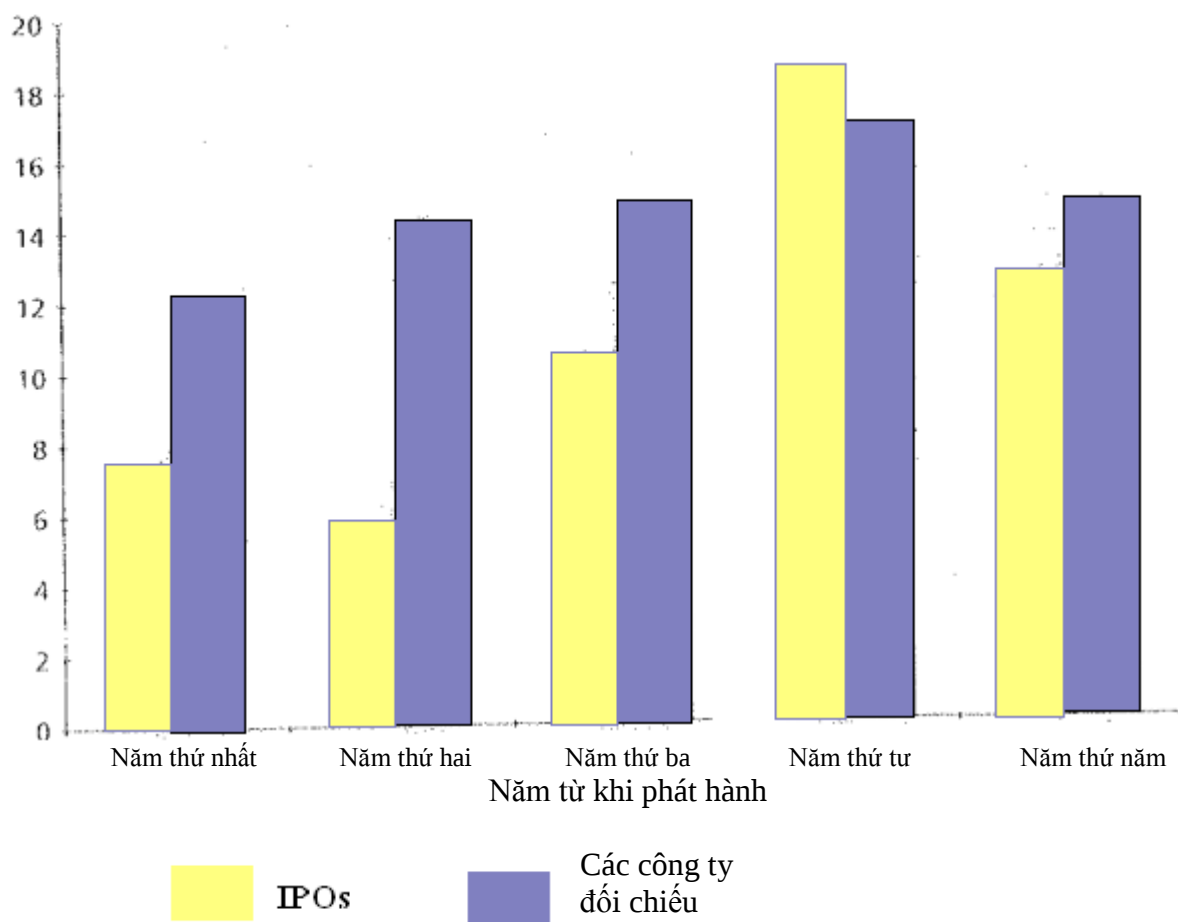
Cả hai quan điểm về việc phân bổ IPO xem ra đều có phần nào sự thật. Việc phân bổ IPO cho các tổ chức đầu tư đóng vai trò như một công cụ thu thập thông tin phục vụ cho một mục đích kinh tế đáng giá. Tuy nhiên, hệ thống có thể và quả thật đã bị lạm dụng. Một phần những vụ bê bối phổ Wall năm 2000-2002 xoay quanh chuyện phân bổ cổ phần IPO. Trong một thông lệ được gọi là 'lại quả', một số ngân hàng đầu tư sử dụng IPO phân bổ cho các lãnh đạo nội bộ công ty để xin xỏ ân huệ, thực chất là một cơ chế lại quả ngầm ẩn. Các đơn vị bảo lãnh phát hành này sẽ ban thưởng mức phân bổ IPO hậu hĩ cho giám đốc của những công ty nhất định để đổi lấy hoạt động ngân hàng đầu tư của công ty trong tương lai.

Việc định giá IPO không phải tầm thường và không phải mọi IPO hóa ra đều được định giá quá thấp. Một số thật sự tệ hơn sau khi phát hành. Vụ IPO năm 2006 của công ty Vonage là một trường hợp thất vọng nổi tiếng. Cổ phiếu mất khoảng 30 phần trăm giá trị trong bảy ngày đầu tiên sau khi giao dịch. Các vụ IPO khác thậm chí không thể bán hết trên thị trường. Các đơn vị bảo lãnh phát hành vẫn còn những chứng khoán không thể bán được, buộc phải bán lỗ trên thị trường thứ cấp. Do đó, các ngân hàng đầu tư gánh chịu rủi ro về giá của việc bảo lãnh phát hành.

⁸ Benveniste và Wilhelm (1997) giải thích tường tận quan điểm này và thảo luận hoàn chỉnh hơn về quá trình xây dựng hồ sơ.

Điều thú vị là, bất chấp kết quả đầu tư ban đầu ngoạn mục, các IPO là những vụ đầu tư dài hạn yếu kém. Hình 3.3 so sánh kết quả giá cổ phiếu của các IPO với cổ phiếu của các công ty khác có cùng qui mô qua từng năm trong thời gian năm năm sau khi phát hành IPO. Kết quả yếu kém qua các năm của IPO thật ấn tượng, cho thấy rằng, xét bình quân, công chúng đầu tư có thể quá lạc quan về triển vọng của các công ty này. Những sai số hệ thống lâu dài như vậy về phía các nhà đầu tư thật đáng ngạc nhiên. Tuy nhiên, một nghiên cứu thú vị của Brav, Geczy, và Gompers (2000) cho thấy rằng kết quả yếu kém của IPO có thể chỉ là ảo giác. Khi họ cẩn thận đối chiếu các công ty tương thích dựa vào qui mô và tỷ số thư giá trên thị giá, họ thấy rằng suất sinh lợi IPO thật ra cũng tương tự như của các công ty so sánh.

Hình 3.3 Kết quả tương đối dài hạn của các cổ phiếu IPO, 1970-2006



Nguồn: Giáo sư Jay R. Ritter, Đại học Florida, tháng 8-2008, in lại với sự cho phép.

3.2 CHỨNG KHOÁN ĐƯỢC GIAO DỊCH NHƯ THẾ NÀO

Các thị trường tài chính phát triển để đáp ứng nhu cầu của các nhà giao dịch cụ thể. Ta hãy xem thử chuyện gì sẽ xảy ra nếu các thị trường có tổ chức không tồn tại. Bất kỳ hộ gia đình nào muốn đầu tư vào một loại tài sản tài chính cụ thể cũng phải đi tìm những người khác muốn bán loại tài sản tài chính đó. Chẳng bao lâu, những nơi mà các nhà đầu tư quan tâm gặp gỡ nhau sẽ trở nên phổ biến. Cuối cùng, các thị trường tài chính sẽ ra đời từ những nơi gặp gỡ này. Vì thế, một quán rượu ở Luân Đôn ngày xưa gọi là Lloyd đã khởi đầu cho ngành bảo hiểm hàng hải. Một lễ đường Manhattan trên phố Wall đã trở nên đồng nghĩa với thế giới tài chính.

Các loại thị trường

Chúng ta có thể phân biệt bốn loại thị trường: thị trường tìm kiếm trực tiếp, thị trường môi giới, thị trường tự doanh và thị trường đấu giá.

Thị trường tìm kiếm trực tiếp. *Thị trường tìm kiếm trực tiếp* là thị trường có tổ chức đơn giản nhất. Người mua và người bán phải trực tiếp tìm đến với nhau. Ví dụ về giao dịch trên thị trường này là việc bán một chiếc tủ lạnh đã qua sử dụng, trong đó người bán đăng quảng cáo tìm người mua trên Craigslist. Đặc điểm của các thị trường này là sự tham gia không thường xuyên, hàng hóa giá thấp và không tiêu chuẩn. Với hầu hết mọi người hay công ty, việc chuyên môn hóa trên thị trường này đều không đáng bỏ công.

Thị trường môi giới. Thị trường có mức độ tổ chức nhiều hơn một chút là *thị trường môi giới*. Trên những thị trường mà việc giao dịch hàng hóa diễn ra năng động, người môi giới sẽ thấy có lời khi cung ứng dịch vụ tìm kiếm khách hàng cho người mua và người bán. Một ví dụ điển hình là thị trường bất động sản, trong đó lợi thế kinh tế theo qui mô trong việc tìm kiếm những căn nhà sẵn có và những người mua tiềm năng khiến người tham gia thị trường cảm thấy việc chi trả cho người môi giới để thực hiện công việc tìm kiếm là xứng đáng. Người môi giới trên các thị trường cụ thể phát triển hiểu biết chuyên môn về việc đánh giá tài sản giao dịch trên thị trường.

Một thị trường đầu tư môi giới quan trọng là *thị trường sơ cấp*, nơi mà chứng khoán mới phát hành được chào bán cho công chúng. Trên thị trường sơ cấp, những ngân hàng đầu tư tiếp thị chứng khoán của công ty cho công chúng đóng vai trò như những người môi giới: họ tìm kiếm các nhà đầu tư mua chứng khoán trực tiếp từ công ty phát hành.

Một thị trường môi giới khác là thị trường dành cho các giao dịch khối lượng lớn, trong đó những lô cổ phiếu lớn được mua hay bán. Các lô này lớn (hơn 10.000 cổ phần nhưng thường lớn hơn nhiều) đến mức các nhà môi giới khối lượng lớn ('block houses') thường tham gia vào việc tìm kiếm trực tiếp các nhà giao dịch lớn khác, thay vì đưa doanh vụ trực tiếp ra thị trường, nơi chỉ có những nhà đầu tư tương đối nhỏ giao dịch.

Thị trường tự doanh. Khi hoạt động giao dịch một loại tài sản cụ thể tăng lên, **thị trường tự doanh** ra đời. Các công ty tự doanh chuyên môn hóa vào những tài sản khác nhau, mua các tài sản này trên tài khoản riêng của họ, và về sau bán lại kiếm lời từ hàng tồn kho. Chênh lệch giữa giá mua và giá bán của công ty tự doanh là nguồn gốc lợi nhuận của họ. Thị trường tự doanh giúp tiết kiệm chi phí tìm kiếm của những người giao dịch vì người tham gia thị trường có thể dễ dàng tìm thấy mức giá mà họ có thể mua hay bán cho công ty tự doanh. Cần phải đạt được một khối lượng hoạt động thị trường kha khá trước khi hoạt động tự doanh trên một thị trường trở thành một nguồn thu nhập hấp dẫn. Thị trường phi tập trung (OTC) là một ví dụ về thị trường tự doanh.

Thị trường tự doanh là thị trường trong đó các nhà giao dịch chuyên môn hóa vào những tài sản cụ thể, mua và bán trên tài khoản riêng của họ.

Thị trường đấu giá. Thị trường hội nhập nhất là **thị trường đấu giá**, trong đó tất cả các nhà giao dịch tập trung vào một nơi (trên phương diện địa lý hoặc trên phương diện điện tử) để mua hay bán một tài sản. Thị trường cổ phiếu New York (NYSE) là một ví dụ về thị trường đấu giá. Một lợi thế của thị trường đấu giá so với thị trường tự doanh là người ta không cần chọn lựa giữa các công ty tự doanh để tìm kiếm mức giá tốt nhất của một hàng hóa. Nếu tất cả những

người tham gia đều gặp nhau, họ có thể đi đến mức giá có thể thỏa thuận và tiết kiệm khoản chênh lệch giá mua - giá bán.

Thị trường đấu giá là thị trường trong đó mọi người giao dịch gặp nhau tại một nơi để mua hay bán một tài sản.

Thị trường đấu giá liên tục (so với thị trường đấu giá định kỳ như trong thế giới nghệ thuật) đòi hỏi phải có giao dịch nhiều và thường xuyên để thanh toán chi phí duy trì thị trường. Vì lý do này, NYSE và các thị trường cổ phiếu khác xây dựng các qui định niêm yết, hạn chế các loại cổ phiếu được giao dịch trên thị trường trong phạm vi những công ty có khối lượng giao dịch đủ lớn.

Các sàn giao dịch cổ phiếu có tổ chức cũng là các thị trường thứ cấp. Các thị trường này được tổ chức cho các nhà đầu tư mua bán chứng khoán với nhau.

Kiểm tra khái niệm 3.2

Có nhiều loại tài sản được giao dịch trên nhiều loại thị trường cùng một lúc. Những loại thị trường nào thực hiện giao dịch những tài sản sau đây:

- a. Ô tô đã qua sử dụng
- b. Tranh ảnh
- c. Những đồng tiền hiếm.

Các loại lệnh

Trước khi so sánh các thông lệ thực hành giao dịch khác nhau và các thị trường chứng khoán cạnh tranh, ta nên bắt đầu bằng một phần tổng quan về những giao dịch mà nhà đầu tư có thể mong muốn thực hiện trên các thị trường này. Nói khái quát, có hai loại lệnh: lệnh thị trường và lệnh phụ thuộc vào giá.

Lệnh thị trường. Lệnh thị trường là các lệnh mua và bán sẽ được thi hành ngay tức thời theo giá thị trường hiện hành. Ví dụ, nhà đầu tư có thể gọi cho công ty môi giới và hỏi giá thị trường của cổ phiếu IBM. Công ty môi giới có thể đáp lại rằng **giá mua** (bid price) tốt nhất của thị trường là 90 USD và **giá bán** (ask price) tốt nhất của thị trường là 90,05 USD, có nghĩa là nhà đầu tư cần phải trả 90,05 USD để mua một cổ phần IBM, và có thể nhận được 90 USD nếu nhà đầu tư muốn bán cổ phiếu IBM. Chênh lệch giá mua giá bán trong trường hợp này là 0,05 USD. Vì thế, một lệnh mua 100 cổ phần theo giá thị trường ('buy at market') sẽ dẫn đến việc mua với giá 90,05 USD/cổ phần và lệnh bán theo giá thị trường ('sell at market') sẽ được thực hiện với giá 90 USD/cổ phần.

Giá mua (bid price) là mức giá mà tại đó công ty tự doanh hay nhà giao dịch khác sẵn lòng mua chứng khoán.

Giá bán (ask price) là mức giá mà tại đó công ty tự doanh hay nhà giao dịch khác sẵn lòng bán chứng khoán.

Chênh lệch giá mua giá bán là chênh lệch giữa giá mua và giá bán của một công ty tự

doanh.

Tình huống đơn giản này còn có một vài yếu tố phức tạp tiềm năng. Thứ nhất, giá niêm yết thật ra tiêu biểu cho việc giao dịch cho đến một số lượng cổ phần nhất định. Nếu lệnh thị trường yêu cầu nhiều hơn số lượng cổ phần này, lệnh có thể được thực hiện theo một mức giá cao hơn. Ví dụ, nếu giá bán đủ tốt đối với các lệnh lên đến 1000 cổ phần, nhưng nhà đầu tư muốn mua 1500 cổ phần, nhà đầu tư có thể phải trả một mức giá hơi cao hơn cho 500 cổ phần sau cùng. Thứ hai, một nhà giao dịch khác có thể đặt lệnh trước nhà đầu tư, có nghĩa là lệnh của nhà đầu tư sẽ được thực hiện với mức giá tệ hơn. Cuối cùng, giá niêm yết tốt nhất có thể thay đổi trước khi lệnh của nhà đầu tư được truyền đến, một lần nữa cũng dẫn đến việc thực hiện với mức giá khác hơn so với giá tại thời điểm đặt lệnh.

Lệnh phụ thuộc giá. Các nhà đầu tư cũng có thể đặt các lệnh nêu rõ mức giá mà họ sẵn lòng bán hay mua chứng khoán. **Lệnh mua giới hạn** là lệnh yêu cầu công ty môi giới mua một số cổ phần nếu và khi giá cổ phiếu IBM xuống thấp hơn hoặc bằng một mức giá nhất định. Trái lại, **lệnh bán giới hạn** là lệnh yêu cầu công ty môi giới bán nếu và khi giá cổ phiếu tăng lên trên một mức giá cụ thể. Tập hợp các lệnh giới hạn chờ thi hành được gọi là *sổ lệnh giới hạn*.

Lệnh mua (hay bán) giới hạn là lệnh nêu rõ mức giá mà nhà đầu tư sẵn lòng mua (hay bán) một chứng khoán.

Hình 3.4 là một đoạn trích từ sổ lệnh giới hạn đối với cổ phần công ty Intel lấy từ thị trường Archipelago (một trong các thị trường điện tử; ta sẽ nói thêm về các thị trường này ngay sau đây) vào một ngày trong năm 2008. Lưu ý rằng các lệnh tốt nhất nằm ở đầu danh sách: các lệnh mua với giá cao nhất và các lệnh bán với giá thấp nhất. Các lệnh mua và bán nằm ở đầu danh sách – 15,95 USD và 15,96 USD – được gọi là *yết giá nội bộ* (inside quote); đó là các lệnh mua cao nhất và lệnh bán thấp nhất. Đối với Intel, chênh lệch giá nội bộ này chỉ bằng 1 cent. Tuy nhiên, lưu ý rằng khối lượng lệnh ở mức yết giá nội bộ thường tương đối ít. Do đó, những nhà đầu tư quan tâm đến khối lượng giao dịch lớn hơn đứng trước mức chênh lệch giá *hiệu dụng* lớn hơn nhiều so với danh nghĩa vì họ không thể thực hiện toàn bộ giao dịch với mức yết giá nội bộ.

Trước năm 2001, nghĩa là trước khi thị trường Hoa Kỳ bắt đầu áp dụng việc định giá theo số thập phân, mức chênh lệch tối thiểu có thể áp dụng là ‘one tick’ mà trên thị trường cổ phiếu New York có nghĩa là 1/8 USD cho đến năm 1997 và sau đó là 1/16 USD. Với việc định giá theo số thập phân, mức chênh lệch có thể thấp hơn nhiều. Chênh lệch giá mua giá bán bình quân trên thị trường NYSE là không đến 5 cents.

Hình 3.4 Sổ lệnh giới hạn đối với cổ phiếu Intel trên thị trường Archipelago, ngày 8-10-2008

INTC Intel Corp							
							
NYSE Arca. INTC Go>>							
Bid				Ask			
ID	Price	Size	Time	ID	Price	Size	Time
ARCA	15.95	6468	12:33:36	ARCA	15.96	300	12:33:36
AUBSS	15.94	700	12:13:18	ARCA	15.97	7000	12:33:35

ARCA	15.94	7800	12:33:35	ARCA	15.98	8100	12:33:36
ARCA	15.93	8500	12:33:35	ARCA	15.99	11000	12:33:36
ARCA	15.92	10900	12:33:35	ARCA	16.00	7500	12:33:36
ARCA	15.91	8300	12:33:36	ARCA	16.01	2500	12:33:36

Nguồn: New York Stock Exchange, www.nyse.com.

Lệnh dừng cũng tương tự như lệnh giới hạn ở chỗ giao dịch không được thực hiện trừ khi giá cổ phiếu chạm một giới hạn nhất định. Với *lệnh dừng lỗ* (cắt lỗ), cổ phiếu sẽ được *bán* nếu giá giảm *xuống dưới* một mức xác định. Như tên của lệnh này cho thấy, lệnh cho phép cổ phiếu được bán để dừng lỗ thêm do lũy kế. Tương tự, *lệnh dừng mua* qui định rằng một cổ phiếu sẽ được mua vào khi giá tăng lên trên một mức giới hạn. Giao dịch này thường đi kèm với việc *bán khống* (bán những chứng khoán mà bạn không sở hữu nhưng bạn vay mượn từ công ty môi giới) và được sử dụng để hạn chế thua lỗ tiềm năng từ vị thế bán khống (vị thế đảo). Bán khống sẽ được thảo luận chi tiết hơn ở phần sau trong chương này. Hình 3.5 bố trí các loại giao dịch này trong một ma trận đơn giản.

Lệnh dừng: Giao dịch sẽ không được thực hiện trừ khi giá chạm một mức giới hạn nhất định.

Hình 3.5 Các lệnh phụ thuộc giá

		Điều kiện	
		Giá giảm dưới giới hạn	Giá tăng trên giới hạn
Hành động	Mua	Lệnh mua giới hạn	Lệnh dừng mua
	Bán	Lệnh dừng lỗ	Lệnh bán giới hạn

Kiểm tra khái niệm 3.3

Bạn sẽ đặt cho công ty môi giới loại lệnh giao dịch gì trong mỗi tình huống sau đây?

- Bạn muốn mua cổ phần Intel để đa dạng hóa danh mục đầu tư. Bạn tin rằng giá cổ phần đang xấp xỉ giá ‘công bằng’, và bạn muốn giao dịch được thực hiện nhanh chóng và rẻ.
- Bạn muốn mua cổ phần Intel, nhưng tin rằng giá hiện tại quá cao so với triển vọng của công ty. Nếu giá cổ phần có thể đạt được mức thấp hơn 5 phần trăm so với giá hiện nay, bạn sẽ mua cổ phần cho danh mục đầu tư của bạn.
- Bạn dự định mua căn hộ vào một lúc nào đó trong tháng tới nên bạn sẽ bán cổ phần Intel để lấy tiền thanh toán khoản trả trước để mua căn hộ. Tuy bạn tin rằng giá cổ phần sắp tăng trong mấy tuần tới, nhưng nếu bạn dự đoán sai và giá cổ phần giảm mạnh, bạn sẽ không thể mua được căn hộ. Do đó, bạn muốn giữ cổ phần càng lâu càng tốt, nhưng vẫn tự bảo vệ mình trước rủi ro thua lỗ lớn.

Các cơ chế giao dịch

Nói khái quát, có ba hệ thống giao dịch được triển khai ở Hoa Kỳ: thị trường tự doanh phi tập trung, mạng lưới truyền thông điện tử, và các sàn giao dịch chính thức. Các thị trường nổi tiếng nhất như Nasdaq hay Thị trường cổ phiếu New York trên thực tế sử dụng nhiều qui trình giao dịch, vì thế trước khi tìm hiểu sâu hơn về các thị trường này, chúng ta cần tìm hiểu về hoạt động cơ bản của từng loại hệ thống giao dịch.

Các thị trường tự doanh. Có khoảng 35.000 chứng khoán giao dịch trên **thị trường phi tập trung** hay thị trường OTC (over the counter). Hàng nghìn công ty môi giới đăng ký với SEC hoạt động tự doanh chứng khoán. Các công ty tự doanh yết giá mà họ sẵn lòng mua hay bán chứng khoán. Sau đó, một công ty môi giới thực hiện giao dịch thông qua tiếp xúc với công ty tự doanh nào niêm yết mức giá hấp dẫn.

Thị trường phi tập trung (OTC) là mạng lưới phi chính thức của các công ty môi giới và các công ty tự doanh thương lượng việc bán chứng khoán.

Trước năm 1971, việc yết giá OTC được thực hiện bằng phương pháp thủ công và được công bố hàng ngày trên cái gọi là các trang in. Năm 1971, Hệ thống yết giá tự động của Hiệp hội tự doanh chứng khoán quốc gia (National Association of Securities Dealers Automatic Quotations System – NASDAQ) được triển khai để liên kết các công ty môi giới và các công ty tự doanh trong một mạng lưới điện toán, trong đó giá niêm yết có thể được hiển thị và sửa đổi. Các công ty tự doanh có thể sử dụng mạng lưới để hiển thị giá mua và giá bán mà họ sẵn lòng mua và bán chứng khoán. Chênh lệch giữa hai mức giá này là nguồn lợi nhuận của công ty tự doanh. Các công ty môi giới đại diện cho khách hàng có thể xem giá yết trên mạng lưới máy tính, liên hệ với công ty tự doanh nào có giá yết tốt nhất, và thực hiện giao dịch.

Theo cách tổ chức ban đầu, Nasdaq vốn là một hệ thống yết giá chứ không phải một hệ thống giao dịch. Tuy các nhà môi giới có thể tìm hiểu giá mua và giá bán trong mạng lưới các công ty tự doanh để tìm cơ hội giao dịch tốt nhất, nhưng giao dịch thực tế đòi hỏi phải có sự thương lượng trực tiếp (thường là qua điện thoại) giữa công ty môi giới của nhà đầu tư và công ty tự doanh chứng khoán. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy ngay sau đây, Nasdaq đã tiến hóa vượt lên trên vai trò một hệ thống yết giá thuần túy. Trong khi các công ty tự doanh vẫn yết giá mua và giá bán qua mạng lưới, Nasdaq hiện nay cho phép thực hiện giao dịch bằng điện tử mà không cần thương lượng trực tiếp, và đại đa số các giao dịch được thực hiện bằng điện tử.

Các mạng lưới truyền thông điện tử (ECNs). Các mạng lưới truyền thông điện tử cho phép người tham gia đưa các lệnh thị trường và lệnh giới hạn vào mạng lưới điện toán. Sở lệnh giới hạn sẽ sẵn có đối với mọi người tham gia. Hình 3.4 trình bày một ví dụ về sở lệnh này từ Archipelago, một trong các ECN hàng đầu. Những lệnh nào tương xứng với nhau có thể được ‘khớp lệnh’ tự động mà không cần đến sự can thiệp của các nhà môi giới. Ví dụ, một lệnh mua một cổ phần với giá 50 USD hay thấp hơn sẽ được thực hiện ngay lập tức nếu có một lệnh bán hiện hành giá 50 USD. Do đó, ECN là hệ thống giao dịch thật sự, chứ không đơn thuần chỉ là hệ thống yết giá.

ECN là mạng lưới máy tính cho phép giao dịch trực tiếp mà không cần các nhà môi giới hay công ty tự doanh.

ECN có một vài điểm thu hút. Việc khớp lệnh trực tiếp mà không cần đến hệ thống các nhà môi giới – tự doanh có thể giúp loại bỏ khoản chênh lệch giá mua-giá bán đáng ra sẽ phải phát sinh. Thay vì thế, các giao dịch được tự động khớp lệnh với chi phí khiêm tốn, thường không đến 1 penny/cổ phần. ECN còn hấp dẫn nhờ vào tốc độ thực hiện giao dịch. Cuối cùng, các hệ thống này mang lại cho nhà đầu tư tình trạng nặc danh đáng kể trong các giao dịch của họ.

Các thị trường chuyên gia. Trên các sàn giao dịch cổ phiếu chính thức như Thị trường cổ phiếu New York, việc giao dịch từng loại chứng khoán được quản lý bởi một **chuyên gia** được phân công trách nhiệm về chứng khoán đó. Những nhà môi giới muốn mua hay bán cổ phần đại diện cho khách hàng phải điều hướng giao dịch đến vị trí của chuyên gia trên sàn giao dịch.

Chuyên gia là một nhà giao dịch giúp tạo lập thị trường cho các cổ phần của một hay nhiều công ty và duy trì một ‘thị trường công bằng và trật tự’ bằng cách tự doanh trên thị trường.

Mỗi chứng khoán được phân công cho một chuyên gia, nhưng mỗi công ty chuyên gia – hiện có không đến 10 công ty chuyên gia trên Thị trường cổ phiếu New York – kiến tạo một thị trường của nhiều chứng khoán. Nhiệm vụ này có thể đòi hỏi công ty chuyên gia phải hành động hoặc như một người môi giới, hoặc như một đơn vị tự doanh. Là một nhà môi giới, vai trò của chuyên gia chỉ đơn thuần thực hiện lệnh của các nhà môi giới khác. Các chuyên gia cũng có thể mua hay bán cổ phần trên danh mục riêng của họ, trong vai trò này họ hành động như một nhà tự doanh. Khi không có nhà giao dịch nào tham gia vào phía bên kia của một giao dịch, các chuyên gia sẽ tham gia, thậm chí nếu làm như thế có nghĩa là họ phải mua hay bán từ tài khoản riêng của họ. Các công ty chuyên gia hưởng thu nhập từ hoa hồng quản lý lệnh (như những nhà môi giới ngầm) và từ chênh lệch giá mà họ mua và bán chứng khoán (như các nhà tự doanh ngầm).

Một phần công việc của các chuyên gia trên cương vị môi giới chỉ đơn thuần là công việc ghi chép. Chuyên gia duy trì một sổ lệnh giới hạn của tất cả các lệnh giới hạn chưa thi hành đang lưu hành được nhập vào bởi các nhà môi giới đại diện cho khách hàng. Khi các lệnh giới hạn có thể được thực hiện theo giá thị trường, chuyên gia thi hành lệnh, hay ‘khớp lệnh’ giao dịch.

Theo qui định, chuyên gia phải sử dụng giá chào mua đang lưu hành cao nhất và giá chào bán đang lưu hành thấp nhất khi khớp lệnh. Do đó, hệ thống chuyên gia dẫn đến một thị trường đấu giá, có nghĩa là tất cả các lệnh mua và bán được đưa đến một địa điểm, và những lệnh tốt nhất sẽ ‘giành được’ giao dịch. Trong vai trò này, chuyên gia chỉ hành động như một người điều phối.

Một chức năng thú vị hơn nữa của chuyên gia là duy trì một ‘thị trường công bằng và trật tự’ thông qua hành động như một nhà tự doanh cổ phiếu. Để đòi lấy đặc quyền tạo lập thị trường trong một cổ phiếu cụ thể trên sàn giao dịch, sàn giao dịch qui định rằng chuyên gia phải duy trì một thị trường trật tự thông qua mua và bán cổ phần từ tài khoản chứng khoán tồn quỹ riêng của họ. Các chuyên gia duy trì danh mục cổ phiếu riêng của họ và niêm yết giá mua và giá bán mà họ có nghĩa vụ phải đáp ứng chỉ ít một khối lượng giới hạn của các lệnh thị trường.

Thông thường, trong một thị trường mua bán sôi động, các chuyên gia có thể khớp các lệnh mua và bán mà không cần sử dụng đến tài khoản riêng của họ. Nghĩa là, chứng khoán tồn quỹ riêng của chuyên gia không nhất thiết là phương tiện cơ bản để thực hiện giao dịch. Tuy nhiên, đôi khi, giá mua và giá bán của các chuyên gia tốt hơn giá chào của bất kỳ một người tham gia thị trường nào khác. Do đó, vào một thời điểm bất kỳ, giá bán hiệu dụng trên thị trường sẽ là mức giá thấp hơn khi ta so sánh giữa giá bán của chuyên gia và giá thấp nhất của các lệnh bán

giới hạn chưa thi hành. Tương tự, giá mua hiệu dụng sẽ là giá cao nhất khi ta so sánh giữa các lệnh mua giới hạn chưa thi hành và giá mua của chuyên gia. Các quy trình này giúp bảo đảm rằng chuyên gia sẽ mang lại tính thanh khoản cho thị trường. Trong thực tế, các chuyên gia tham gia xấp xỉ một phần tư các giao dịch trên NYSE.

Các chuyên gia cố gắng duy trì một mức chênh lệch hẹp giữa giá mua-giá bán với ít nhất hai lý do. Thứ nhất, một nguồn thu nhập của chuyên gia là sự giao dịch thường xuyên tại mức giá mua và giá bán, với chênh lệch giữa hai mức giá này chính là lợi nhuận giao dịch. Một khoản chênh lệch quá lớn sẽ làm cho giá niêm yết của các chuyên gia trở nên không cạnh tranh với các lệnh giới hạn đặt ra bởi các nhà giao dịch khác. Nếu yết giá mua và yết giá bán của chuyên gia luôn luôn tệ hơn so với các nhà giao dịch đại chúng, chuyên gia sẽ không thể tham gia vào bất kỳ giao dịch nào và sẽ mất khả năng kiếm lời từ chênh lệch giá mua-giá bán.

Một lý do quan trọng không kém của chênh lệch giá mua-giá bán thấp là các chuyên gia có nghĩa vụ phải mang lại *tính liên tục giá* cho thị trường. Để minh họa tính liên tục giá, hãy giả sử rằng lệnh mua giới hạn cao nhất của một cổ phiếu là 30 USD, trong khi lệnh bán giới hạn thấp nhất là 32 USD. Khi có một lệnh mua thị trường xuất hiện, lệnh mua đó sẽ được khớp với lệnh bán giới hạn tốt nhất là 32 USD. Một lệnh bán thị trường khi xuất hiện sẽ được khớp với lệnh mua giới hạn tốt nhất là 30 USD. Khi các lệnh mua thị trường và lệnh bán thị trường đến sàn giao dịch một cách ngẫu nhiên, giá cổ phiếu sẽ dao động giữa 30 USD và 32 USD. Sàn giao dịch sẽ xem xét sự dao động thái quá, và chuyên gia dự kiến sẽ can thiệp với các mức giá bán và/hoặc giá mua nằm giữa hai giá trị này để giảm chênh lệch giá mua giá bán xuống một mức độ có thể chấp nhận được, thường là dưới 0,05 USD đối với các công ty lớn. Khi một công ty mới niêm yết trên thị trường, các công ty chuyên gia sẽ tích cực cạnh tranh nhau để được hưởng quyền duy trì thị trường của các cổ phần này. Vì các chuyên gia được đánh giá một phần dựa vào kết quả hoạt động quá khứ của họ trong việc duy trì tính liên tục giá, họ có động cơ đáng kể thôi thúc họ duy trì chênh lệch giá mua-giá bán thật chặt.

3.3. CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HOA KỲ

Chúng ta đã phác thảo ngắn gọn ba cơ chế giao dịch chính được áp dụng ở Hoa Kỳ: thị trường tự doanh phi tập trung, giao dịch trên sàn được quản lý bởi các chuyên gia, và giao dịch trực tiếp giữa các nhà môi giới hay các nhà đầu tư qua các mạng lưới điện tử. Về mặt lịch sử, Nasdaq từng là thị trường tự doanh quan trọng nhất ở Hoa Kỳ, và Thị trường cổ phiếu New York là sàn giao dịch cổ phiếu chính thức quan trọng nhất. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy, các thị trường này đã tiến hóa để đáp ứng trước công nghệ thông tin mới và cả hai đều gia tăng đáng kể các cam kết của mình đối với các giao dịch điện tử tự động.

Nasdaq

Trong khi một chứng khoán bất kỳ có thể được giao dịch trong mạng lưới phi tập trung của các nhà môi giới chứng khoán và các công ty tự doanh, thì không phải tất cả các chứng khoán đều được bao gồm trong Hệ thống yết giá tự động của Hiệp hội tự doanh chứng khoán quốc gia (Nasdaq). Hệ thống đó, ngày nay được gọi là **Thị trường cổ phiếu Nasdaq**, niêm yết khoảng 3.200 công ty và cung ứng ba phương án niêm yết. Thị trường chọn lọc toàn cầu Nasdaq là thị trường dành cho những công ty lớn nhất, được giao dịch sôi động nhất; Thị trường toàn cầu Nasdaq dành cho các công ty cấp độ kế tiếp; và Thị trường vốn Nasdaq dành cho cấp độ thứ ba của các công ty niêm yết. Một số qui định về tiêu chuẩn niêm yết ban đầu được trình bày trong bảng 3.1. Đối với những công ty nhỏ hơn không đủ tiêu chuẩn để niêm yết hay những công ty

muốn tránh các yêu cầu cáo bạch gắn liền với việc niêm yết trên các thị trường có điều tiết, Pink Sheet LLC cung ứng dịch vụ yết giá cổ phiếu theo thời gian thực trên trang www.pinksheets.com, cũng như Pink Link, một dịch vụ đàm phán giao dịch và thông điệp điện tử.

Thị trường cổ phiếu Nasdaq là hệ thống yết giá nối mạng máy tính đối với thị trường OTC.

Bảng 3.1 Một số qui định để niêm yết ban đầu trên các thị trường Nasdaq

	Thị trường toàn cầu Nasdaq	Thị trường vốn Nasdaq
Vốn sở hữu của cổ đông	15 triệu USD	5 triệu USD
Số cổ phần trong tay công chúng	1,1 triệu	1 triệu
Giá trị thị trường của cổ phần giao dịch công chúng	8 triệu USD	5 triệu USD
Giá tối thiểu của cổ phiếu	5 USD	4 USD
Thu nhập trước thuế	1 triệu USD	750.000 USD
Số cổ đông	400	300

Nguồn: Thị trường cổ phiếu Nasdaq, www.nasdaq.com, tháng 10-2008.

Vì Nasdaq không sử dụng chuyên gia, nên các giao dịch OTC không đòi hỏi phải có một sàn giao dịch tập trung như các cổ phiếu niêm yết trên các sàn giao dịch chính thức. Các công ty tự doanh có thể tọa lạc ở bất cứ nơi nào mà họ có thể giao dịch một cách hiệu quả với những người mua và người bán khác.

Nasdaq có ba cấp độ thuê bao sử dụng. Cấp độ thuê bao cao nhất, cấp độ 3, dành cho những công ty tự doanh chứng khoán OTC, hay những công ty ‘tạo lập thị trường’. Các công ty tạo lập thị trường này duy trì mức tồn quỹ của một chứng khoán và liên tục ở vị thế sẵn sàng mua hay bán cổ phần với công chúng theo mức giá mua và giá bán niêm yết. Họ hưởng lợi nhuận từ chênh lệch giá mua giá bán. Các thuê bao sử dụng cấp độ 3 có thể được nhập vào mạng lưới điện toán giá mua và giá bán mà họ sẵn lòng mua hay bán cổ phiếu và có thể cập nhật các mức giá này như ý muốn.

Các thuê bao cấp độ 2 nhận các giá mua và giá bán được niêm yết, nhưng không thể nhập vào hệ thống các yết giá của riêng họ. Các thuê bao này có xu hướng là các công ty môi giới, chuyên thực hiện giao dịch cho khách hàng nhưng không tích cực tự doanh cổ phiếu trên tài khoản riêng của họ. Các nhà môi giới mua hay bán cổ phần sẽ giao dịch với công ty tạo lập thị trường (thuê bao cấp độ 3) nào hiển thị giá yết tốt nhất.

Các thuê bao cấp độ 1 chỉ nhận được giá yết nội bộ (nghĩa là giá mua cao nhất và giá bán thấp nhất đối với từng cổ phiếu). Thuê bao cấp độ 1 có xu hướng là những nhà đầu tư không tích cực mua và bán chứng khoán nhưng muốn biết thông tin về giá chứng khoán hiện hành.

Như đã lưu ý, Nasdaq thoạt đầu là một hệ thống yết giá chứ không phải một hệ thống giao dịch. Nhưng điều đó đã thay đổi. Ngày nay các nhà đầu tư (thông qua các công ty môi giới của họ) thường tiếp cận giá mua và giá bán bằng điện tử mà không cần tương tác giữa người với người. Nasdaq dần dần đã du nhập các nền tảng giao dịch điện tử tinh vi hơn bao giờ hết, mà ngày nay đang xử lý đại đa số các giao dịch. Hệ thống mới nhất gọi là Trung tâm thị trường

Nasdaq, được đưa vào hoạt động năm 2004 và hợp nhất tất cả các thị trường điện tử trước đây của Nasdaq thành một hệ thống tích hợp.

Trung tâm thị trường là phản ứng có tính cạnh tranh của Nasdaq trước sự phổ biến ngày càng tăng của ECN, vốn đã thu hút một thị phần lớn dòng lệnh. Thông qua việc hỗ trợ thực hiện giao dịch một cách tự động, Trung tâm thị trường cho phép Nasdaq vận hành như một ECN. Thêm vào đó, Nasdaq đã mua lại Instinet, là tổ chức vận hành mạng lưới truyền thông điện tử INET, nhằm thu hút một thị phần lớn hơn của thị trường giao dịch điện tử. Tuy nhiên, các lệnh lớn hơn vẫn có thể được thương lượng giữa các nhà môi giới và các công ty tự doanh, vì thế Nasdaq vẫn giữ lại một số đặc điểm của một thị trường tự doanh thuần túy.

Thị trường cổ phiếu New York

Thị trường cổ phiếu New York cho đến giờ là **sàn giao dịch cổ phiếu** lớn nhất ở Hoa Kỳ. Cổ phần của khoảng 2.800 công ty giao dịch ở đây, với giá trị vốn hóa thị trường tổng hợp vào đầu năm 2008 khoảng 14 nghìn tỷ USD. Lượng giao dịch hàng ngày trên NYSE thường vượt hơn 3 triệu cổ phần vào năm 2008, với giá trị bằng tiền xấp xỉ hơn 150 tỷ USD.

Sàn giao dịch cổ phiếu là thị trường thứ cấp nơi các chứng khoán đã phát hành được mua và bán bởi các thành viên.

Một nhà đầu tư muốn giao dịch cổ phần trên NYSE sẽ đặt lệnh với một công ty môi giới, công ty này gửi lệnh đến sàn giao dịch thông qua mạng lưới điện toán hay liên hệ với nhà môi giới của công ty trên sàn giao dịch để ‘xử lý’ lệnh. Các lệnh nhỏ hơn gần như luôn luôn được gửi bằng điện tử để thi hành tự động, trong khi những lệnh lớn hơn vốn có thể đòi hỏi phải thương lượng hay phán đoán thì có xu hướng được chuyển đến nhà môi giới trên sàn. Nhà môi giới trên sàn nhận lệnh giao dịch sẽ đưa lệnh đến vị trí chuyên gia. Tại vị trí chuyên gia là một màn hình được gọi là Sổ hiển thị (Display Book), trình bày các lệnh hiện hành từ những nhà giao dịch muốn mua hay bán những số lượng cổ phần nhất định tại các mức giá khác nhau. Chuyên gia có thể khớp lệnh của nhà giao dịch này với lệnh của một nhà môi giới khác nếu khả thi, hay khớp lệnh bằng cách sử dụng chứng khoán tồn quỹ trong tài khoản riêng của chuyên gia. Các nhà môi giới cũng có thể tìm những nhà giao dịch sẵn lòng tham gia vào một bên của giao dịch với mức giá tốt hơn giá hiện đang hiển thị trên Sổ hiển thị. Nếu họ có thể làm được điều này, họ sẽ đưa giao dịch đã thỏa thuận đến gặp chuyên gia để thực hiện giao dịch sau cùng.

Các nhà môi giới phải mua quyền giao dịch trên sàn của NYSE. Thoạt đầu, NYSE được tổ chức như một công ty phi lợi nhuận thuộc sở hữu của các thành viên hay ‘những người có ghế.’ Ví dụ, năm 2005, có 1.366 thành viên có ghế của NYSE. Mỗi ghế cho phép người sở hữu đưa một nhà môi giới lên sàn giao dịch, ở đó nhà môi giới có thể thực hiện các giao dịch. Các công ty thành viên có thể thu tiền các nhà đầu tư để thực hiện giao dịch đại diện cho họ, làm cho ghế của thành viên trở thành một tài sản đáng giá. Hoa hồng mà các thành viên có thể nhận được thông qua giao dịch đại diện cho khách hàng xác định giá trị thị trường của ghế thành viên, vốn có thể được mua và bán như bất kỳ một tài sản nào khác. Giá ghế thành viên dao động mạnh, từ mức thấp khoảng 4.000 USD (vào năm 1878) cho đến mức cao như 4 triệu USD (năm 2005).

Gần đây hơn, hầu hết các sàn giao dịch đã chuyển từ hình thức tổ chức chung, trong đó các thành viên có ghế là các chủ sở hữu liên kết, chuyển sang hình thức công ty giao dịch đại chúng thuộc sở hữu của các cổ đông. Năm 2006, NYSE sáp nhập với Sàn giao dịch Archipelago để thành lập một công ty cổ phần đại chúng gọi là Tập đoàn NYSE (NYSE Group). (Năm 2007,

Tập đoàn NYSE sáp nhập với Euronext tạo thành NYSE-Euronext.) Là một công ty cổ phần đại chúng, giá cổ phần của công ty chứ không phải giá ghế trên sàn đã trở thành chỉ báo tốt nhất về sức khỏe tài chính của công ty. Mỗi ghế trên sàn được thay thế bằng một giấy phép hàng năm cho phép các nhà giao dịch thực hiện công việc kinh doanh trên sàn giao dịch.

Phong trào niềm yết đại chúng của các sàn giao dịch đã lan rộng. Những sàn giao dịch khác gần đây trở thành các công ty cổ phần đại chúng gồm có Thị trường giao dịch hàng hóa Chicago (Chicago Mercantile Exchange, gọi tắt CME, giao dịch tài sản phái sinh, 2002), Thị trường chứng khoán quốc tế (International Securities Exchange, giao dịch quyền chọn, 2005), và Hội đồng giao dịch Chicago (Chicago Board of Trade, giao dịch tài sản phái sinh, 2005), mà từ lúc đó đã sáp nhập với CME. Sàn giao dịch quyền chọn Chicago (Chicago Board Options Exchange) nghe nói cũng đang xem xét việc chào bán cổ phần ra công chúng.

Bảng 3.2 trình bày một số qui định niêm yết ban đầu đối với NYSE. Các qui định này bảo đảm rằng một công ty phải có khối lượng giao dịch đáng kể trước khi NYSE sẽ phân bổ phương tiện để cổ phiếu công ty được giao dịch trên sàn chứng khoán. Nếu một công ty niêm yết bị sa sút và không đáp ứng các tiêu chí trong bảng 3.2, cổ phiếu công ty có thể bị dừng niêm yết.

Bảng 3.2 Một số qui định niêm yết ban đầu trên sàn giao dịch NYSE

Thu nhập trước thuế hàng năm tối thiểu trong hai năm trước	2.000.000 USD
Doanh thu	100.000.000 USD
Giá trị thị trường của cổ phiếu công chúng đang nắm giữ	100.000.000 USD
Số cổ phần công chúng đang nắm giữ	1.100.000 USD
Số người giữ 100 cổ phần hay nhiều hơn	2.200

Nguồn: Số liệu từ Thị trường cổ phiếu New York- Euronext, www.nyse.com, tháng 10-2008.

Các sàn giao dịch khu vực cũng bảo lãnh giao dịch một số công ty được mua bán trên sàn giao dịch quốc gia. Việc niêm yết trên hai sàn này giúp các công ty môi giới chứng khoán địa phương giao dịch cổ phần của các công ty lớn mà không cần phải mua tư cách thành viên trên sàn NYSE.

Khoảng 75 phần trăm khối lượng cổ phần được giao dịch trong các chứng khoán được niêm yết trên sàn NYSE thật sự được thực hiện tại NYSE. Thị phần của NYSE nếu đo lường theo số giao dịch (chứ không phải theo khối lượng cổ phần) thì tương đối thấp, vì các lệnh mua bán lẻ nhỏ hơn có thể được thực hiện bên ngoài sàn. Tuy nhiên, NYSE vẫn là nơi chọn lựa của các giao dịch lớn.

Bán khối lượng lớn. Các nhà đầu tư tổ chức thường giao dịch hàng chục nghìn cổ phần. Các **giao dịch khối lượng lớn** (là những giao dịch trên 10.000 cổ phần, nhưng thường lớn hơn nhiều) thường quá lớn nên các chuyên gia không thể xử lý, vì họ không muốn giữ những giá trị lớn cổ phiếu trong quỹ.

Giao dịch khối lượng lớn là những giao dịch trong đó ít nhất 10.000 cổ phần của một cổ phiếu được mua hay bán.

Các ‘công ty môi giới khối lượng lớn’ đã tiến hóa để giúp bố trí các giao dịch khối lượng lớn. Đây là những công ty môi giới chuyên tìm ghép giữa người mua và người bán khối lượng lớn. Một khi đã tìm được người mua và người bán tương xứng, lô chứng khoán được gửi đến sàn giao

dịch để các chuyên gia thực hiện giao dịch. Nếu không thể tìm thấy người mua, công ty môi giới khối lượng lớn này có thể mua toàn bộ hay một phần lớn trên tài khoản riêng của họ. Sau đó họ có thể bán lại cổ phần cho công chúng.

Bạn có thể quan sát trong Bảng 3.3 rằng giao dịch cổ phần khối lượng lớn lên đến đỉnh điểm vào giữa thập niên 90, nhưng từ đó đã giảm mạnh. Điều này phản ánh sự thay đổi thông lệ thực hành giao dịch từ khi các thị trường điện tử ra đời. Các giao dịch lớn hiện có thể được chia nhỏ thành nhiều giao dịch nhỏ và được thực hiện bằng điện tử. Việc thiếu chiều sâu trên các sàn giao dịch điện tử củng cố diễn biến này: vì các yết giá nội bộ trên các sàn này chỉ có hiệu lực đối với các giao dịch nhỏ, nên nói chung người ta thích mua hay bán một vị thế cổ phiếu lớn thành một chuỗi các giao dịch nhỏ hơn.

Bảng 3.3 Các giao dịch khối lượng lớn trên Thị trường cổ phiếu New York

Năm	Số cổ phần (triệu)	% khối lượng báo cáo	Số giao dịch khối lượng lớn bình quân một ngày
1965	48	03,1	9
1970	451	15,4	68
1975	779	16,6	136
1980	3311	29,2	528
1985	14222	51,7	2139
1990	19682	69,6	3333
1995	49737	57,0	7793
2000	135772	51,7	21941
2002	161075	44,4	25300
2004	116926	31,9	17000
2005	112027	27,7	17445
2006	97576	21,3	14360
2007	57079	10,7	7332

Nguồn: Số liệu từ Thị trường cổ phiếu New York- Euronext, www.nyse.com, tháng 10-2008.

Giao dịch điện tử trên NYSE. NYSE gần đây đã đẩy mạnh cam kết giao dịch điện tử. SuperDot là một hệ thống gửi lệnh điện tử giúp các công ty môi giới gửi các lệnh thị trường và lệnh giới hạn một cách trực tiếp cho các chuyên gia qua đường truyền máy tính. SuperDot đặc biệt hữu ích cho các nhà giao dịch chương trình. **Giao dịch chương trình** là việc mua hay bán kết hợp toàn bộ danh mục cổ phiếu.

Giao dịch chương trình là việc mua hay bán kết hợp toàn bộ danh mục cổ phiếu.

Tuy SuperDot chỉ đơn thuần chuyển lệnh đến vị trí chuyên gia bằng điện tử, NYSE cũng xây dựng một hệ thống thi hành lệnh tự động gọi là DirectPlus hay Direct+. Hệ thống này khớp các lệnh dựa vào giá mua hay giá bán nội bộ với thời gian thực hiện chỉ bằng một phần nhỏ của một giây. Direct+ đã thu tóm được một tỷ trọng giao dịch lớn chưa từng thấy trên sàn NYSE. Ngày nay, đại đa số các giao dịch được truyền bằng điện tử, nhưng các giao dịch này có xu hướng là những lệnh nhỏ. Các lệnh lớn vẫn có nhiều khả năng đi qua một chuyên gia hơn.

Thanh toán giao dịch. Các lệnh được thi hành trên sàn giao dịch phải được thanh toán trong vòng ba ngày làm việc. Qui định này được gọi là T + 3, nghĩa là ngày giao dịch cộng 3 ngày.

Người mua phải giao tiền mặt và người bán phải giao cổ phiếu cho công ty môi giới của người bán rồi tiếp đến chuyển sang công ty môi giới của người mua. Thông thường, khách hàng của một công ty môi giới sẽ giữ chứng khoán dưới *tên công ty*, có nghĩa là công ty môi giới đại diện cho khách hàng nắm giữ cổ phần đăng ký dưới tên của công ty. Thông lệ này giúp tăng tốc độ chuyển giao chứng khoán. Quy định thanh toán T + 3 làm cho cách bố trí này trở nên quan trọng hơn: Người bán chứng khoán khó mà hoàn tất việc giao hàng cho người mua trong vòng ba ngày nếu cổ phiếu được cất trong một chiếc hộp ký gửi bảo đảm.

Việc thanh toán giao dịch còn được tinh giản hơn thông qua sự hiện diện của một đơn vị thanh toán bù trừ. Giao dịch của tất cả các thành viên trên sàn được ghi nhận mỗi ngày, với giá trị còn lại sau khi bù trừ được ghi nhận, sao cho mỗi thành viên chỉ cần giao hay nhận số lượng cổ phần ròng bán ra hay mua vào ngày hôm đó mà thôi. Khi đó, một công ty môi giới sẽ thanh toán với đơn vị thanh toán bù trừ thay vì thanh toán lẻ tẻ với mọi công ty mà họ thực hiện giao dịch.

Các mạng lưới truyền thông điện tử

ECN là các mạng lưới máy tính tự nhân trực tiếp kết nối người mua với người bán. Khi nhận được một lệnh, hệ thống sẽ xác định liệu có một lệnh tương xứng hay không, nếu có, giao dịch sẽ được thực hiện tức thời. Những công ty môi giới có quan hệ với ECN sẽ được tiếp cận hệ thống và có thể nhập lệnh vào sổ lệnh giới hạn. Hơn nữa, các công ty môi giới này cũng có thể cho phép các công (để truy cập Internet) của họ được kết nối trực tiếp với các nhà giao dịch cá nhân để có thể nhập vào hệ thống các lệnh riêng của họ. Hiện nay, hai ECN lớn nhất là INET, hình thành từ sự sáp nhập Island và Instinet, và Archipelago.

Như đã lưu ý, NYSE và Archipelago sáp nhập vào năm 2006. Trên nguyên tắc, công ty sáp nhập có thể nhanh chóng thi hành các lệnh đơn giản mà không cần đến sự tương tác con người thông qua sàn giao dịch Archipelago (gọi tắt ArcaEx), và thi hành những lệnh lớn phức tạp sử dụng các nhà giao dịch trên sàn của NYSE. Đồng thời, Nasdaq đã mua mạng lưới hàng đầu còn lại, Instinet, vốn là tổ chức vận hành INET. Vì thế, các thị trường chứng khoán xem ra đang được hợp nhất và mỗi thị trường sẽ cung cấp nhiều cơ sở giao dịch, chỉ ít trong một thời gian. Nhưng xu hướng hướng tới giao dịch điện tử vẫn tiếp tục không hề bị giảm sút.

Hệ thống thị trường quốc gia

Luật chứng khoán sửa đổi năm 1975 giao cho Ủy ban Chứng khoán và thị trường (SEC) tổ chức thực hiện một thị trường chứng khoán quốc gia cạnh tranh. Thị trường này sẽ dẫn đến việc ghi nhận tập trung các giao dịch và một hệ thống yết giá tập trung, với mục đích đẩy mạnh cạnh tranh giữa các nhà tạo lập thị trường.

Năm 1975, hệ thống hợp nhất Consolidated Tape bắt đầu ghi nhận các giao dịch trên NYSE, Amex, và các sàn giao dịch khu vực lớn, cũng như giao dịch của các cổ phiếu niêm yết trên Nasdaq. Năm 1977, Hệ thống yết giá hợp nhất Consolidated Quotation Service bắt đầu yết giá mua và giá bán để chứng khoán NYSE cũng được giao dịch trên các sàn giao dịch khác. Năm 1978, Hệ thống giao dịch liên thị trường (ITS) được thực hiện. ITS hiện kết nối 9 sàn giao dịch bằng điện toán: NYSE, Amex, Boston, National (trước đây là Cincinnati), Pacific, Philadelphia, Chicago, Nasdaq, và CME. Hệ thống cho phép các nhà môi giới và các nhà kiến tạo thị trường hiển thị và xem yết giá của tất cả các thị trường và thực hiện giao dịch chéo giữa các thị trường khi Hệ thống yết giá hợp nhất cho thấy giá tốt hơn trên các thị trường khác. Tuy nhiên, ITS chỉ

thành công hạn chế. Các lệnh cần được điều hướng tới các thị trường khác bởi những người tham gia có thể thấy bất tiện hay không có lời khi làm thế.

Tuy nhiên, sự tăng trưởng của giao dịch điện tử tự động đã làm cho việc hội nhập thị trường trở nên khả thi hơn. Ủy ban Chứng khoán và thị trường khẳng định lại *qui tắc giao dịch xuyên suốt* vào năm 2005. Quy định Hệ thống thị trường quốc gia (NMS) của Ủy ban yêu cầu rằng lệnh của các nhà đầu tư phải được thi hành với mức giá tốt nhất có thể thực hiện ngay tức thời, ngay cả nếu mức giá đó có sẵn trên một thị trường khác.

Mục đích của qui tắc giao dịch xuyên suốt là nhằm cải thiện tốc độ thi hành lệnh và đẩy mạnh sự hòa nhập các thị trường cổ phiếu cạnh tranh. Việc kết nối các thị trường bằng điện tử thông qua một sổ lệnh thống nhất hiển thị tất cả các lệnh giới hạn sẽ là sự mở rộng logic của Hệ thống giao dịch liên thị trường, giúp thực hiện giao dịch xuyên suốt các thị trường. Nhưng mức độ hòa nhập này vẫn chưa hiện thực hóa. Quy định NMS chỉ yêu cầu rằng các yết giá nội bộ của từng thị trường phải được chia sẻ với công chúng. Vì yết giá nội bộ hay yết giá tốt nhất thường chỉ có sẵn cho một số lượng cổ phần nhỏ, vẫn không có gì bảo đảm rằng một nhà đầu tư sẽ nhận được mức giá sẵn có tốt nhất cho toàn bộ giao dịch, nhất là các giao dịch lớn.

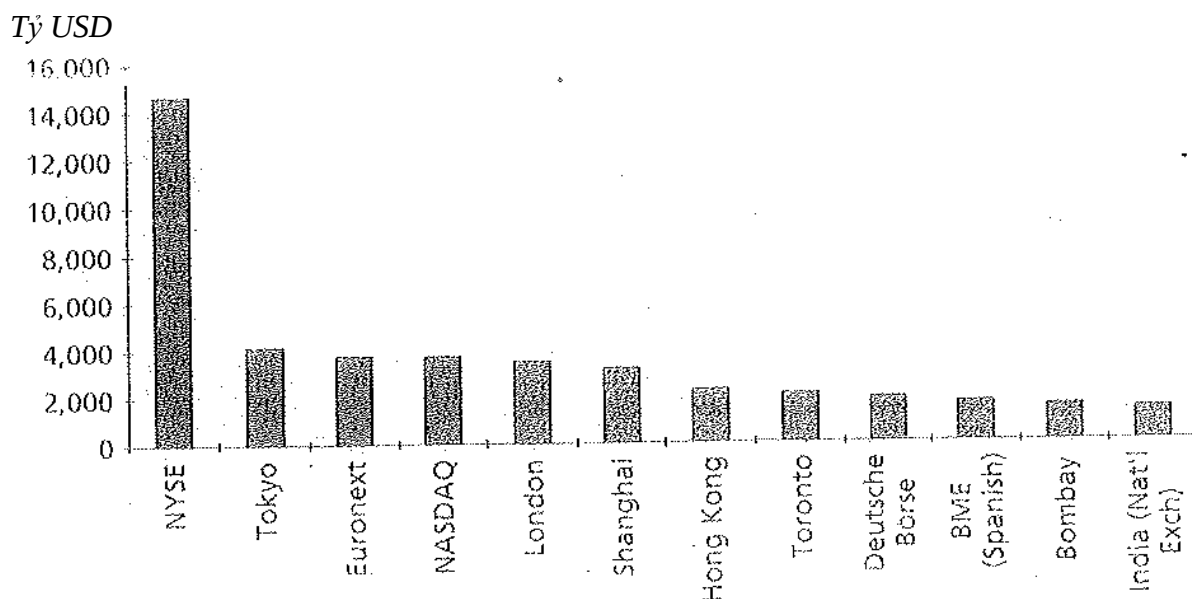
Giao dịch trái phiếu

Năm 2006, NYSE nhận được quy định chuẩn y việc mở rộng hệ thống giao dịch trái phiếu để bao gồm các chứng khoán nợ của bất kỳ công ty nào niêm yết trên sàn NYSE. Trong quá khứ, mỗi trái phiếu đều cần phải đăng ký trước khi niêm yết; quy định này quá nặng nề không thể lý giải cho việc niêm yết hầu hết các trái phiếu. Gắn liền với việc niêm yết mới này, NYSE đã mở rộng cơ sở giao dịch trái phiếu điện tử, hiện được gọi là NYSE Bond, và là thị trường trái phiếu tập trung lớn nhất của bất kỳ một sàn giao dịch nào.

Tuy nhiên, đại đa số hoạt động giao dịch trái phiếu vẫn diễn ra trên thị trường OTC giữa các nhà giao dịch trái phiếu, ngay cả đối với những trái phiếu đã thật sự được niêm yết trên NYSE. Thị trường này là một mạng lưới các nhà giao dịch trái phiếu như Merrill Lynch (hiện là Bank of America), Salomon Smith Barney (một bộ phận của Citigroup), hay Goldman, Sachs, được kết nối bằng một hệ thống yết giá điện toán. Tuy nhiên, vì các nhà giao dịch này không giữ hàng tồn quỹ nhiều loại trái phiếu đã được phát hành ra công chúng, nên họ không thể chào bán trái phiếu từ hàng tồn quỹ cho khách hàng hay thậm chí mua trái phiếu cho tài khoản tồn quỹ riêng của họ. Thay vì thế, họ có thể tìm kiếm một nhà đầu tư sẵn lòng tham gia vào phía bên kia của giao dịch. Tuy nhiên, trên thực tế, thị trường trái phiếu công ty thường khá ‘mỏng’, trong đó có thể chỉ có ít nhà đầu tư quan tâm đến việc giao dịch một trái phiếu vào một thời điểm bất kỳ. Như một hệ quả, thị trường trái phiếu chịu một loại rủi ro thanh khoản, vì xem ra người ta khó mà bán trái phiếu đang nắm giữ một cách nhanh chóng khi nhu cầu phát sinh.

3.4 CƠ CẤU THỊ TRƯỜNG Ở CÁC NƯỚC KHÁC

Cơ cấu thị trường chứng khoán ở các nước rất khác nhau. Việc so sánh các nước vượt ra ngoài phạm vi quyển sách này. Do đó, thay vì thế, chúng ta sẽ xem xét tổng quan ba trong số các thị trường cổ phiếu lớn nhất bên ngoài nước Mỹ: các sàn giao dịch Luân Đôn, Euronext, và Tokyo. Hình 3.6 trình bày giá trị vốn hóa thị trường của những công ty giao dịch trên các thị trường cổ phiếu chính.

Hình 3.6 Giá trị vốn hóa thị trường của các sàn giao dịch cổ phiếu lớn trên thế giới

Nguồn: New York Stock Exchange, www.nyse.com, 20-1-2009.

Luân Đôn

Thị trường cổ phiếu Luân Đôn sử dụng một hệ thống giao dịch điện tử gọi là SETS (Stock Exchange Electronic Trading Service). Đây là một hệ thống giao dịch điện tử tương tự như ECN, trong đó các lệnh mua và bán được truyền qua mạng lưới máy tính và những lệnh mua và bán bất kỳ tương xứng với nhau có thể được khớp lệnh một cách tự động. Tuy nhiên, những cổ phần kém thanh khoản hơn được giao dịch trên một thị trường tự doanh truyền thống hơn gọi là hệ thống SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) trong đó các nhà tạo lập thị trường nhập vào các giá mua và giá bán mà họ sẵn lòng giao dịch. Các doanh vụ này có thể dẫn đến sự truyền thông trực tiếp giữa các nhà môi giới và các nhà tạo lập thị trường. Chỉ số cổ phiếu chính của Luân Đôn là chỉ số FTSE 100 (Financial Times Stock Exchange, phát âm là 'footsie').

Euronext

Euronext ra đời năm 2000 thông qua sự sáp nhập của các sàn giao dịch Paris, Amsterdam và Brussels, và chính nó lại sáp nhập với NYSE Group vào năm 2007. Euronext, cũng như hầu hết các sàn giao dịch châu Âu, sử dụng một hệ thống giao dịch điện tử. Hệ thống này được gọi là NSC (Nouveau Système de Cotation, nghĩa là hệ thống yết giá mới), hoàn toàn tự động khớp lệnh và thi hành. Trên thực tế, các nhà đầu tư có thể trực tiếp nhập lệnh mà không cần liên hệ với các nhà môi giới. Một lệnh truyền vào hệ thống sẽ được thi hành ngay tức thời nếu nó tương xứng với một lệnh trong sổ lệnh giới hạn chung; nếu không được thi hành, nó sẽ được đưa vào sổ lệnh giới hạn.

Euronext đã có các thỏa thuận giao dịch chéo với một số sàn giao dịch châu Âu khác như Helsinki hay Luxembourg. Năm 2002, Euronext cũng mua LIFEE, sàn giao dịch hợp đồng tương lai và quyền chọn tài chính quốc tế Luân Đôn.

Tokyo

Thị trường cổ phiếu Tokyo (TSE) là một trong số những sàn giao dịch lớn nhất trên thế giới, tính theo khối lượng giao dịch cũng như theo giá trị vốn hóa thị trường của khoảng 2.400 công ty niêm yết. Thị trường này minh họa cho nhiều xu hướng chung mà chúng ta đã thấy ảnh hưởng đến các thị trường cổ phiếu trên khắp thế giới. Năm 1999, thị trường này đóng sàn giao dịch và chuyển sang giao dịch hoàn toàn bằng điện tử. Thị trường cũng chuyển từ hình thức tổ chức theo tư cách thành viên sang hình thức tổ chức công ty vào năm 2001.

TSE có ba mảng thị trường. Mảng thứ nhất dành cho các công ty lớn; mảng thứ hai dành cho các công ty qui mô vừa; và mảng ‘bà mẹ’ dành cho các cổ phiếu mới nổi và tăng trưởng cao. Khoảng ba phần tư các công ty niêm yết được giao dịch trong mảng thứ nhất và khoảng 200 công ty giao dịch trong mảng ‘bà mẹ’.

Hai chỉ số thị trường cổ phiếu chính của TSE là chỉ số Nikkie 225, chỉ số bình quân trọng số giá của 225 công ty Nhật Bản hàng đầu, và chỉ số TOPIX, chỉ số bình quân trọng số giá trị thị trường của các công ty trong mảng thứ nhất.⁹

Toàn cầu hóa và hợp nhất các thị trường cổ phiếu

Trong những năm gần đây, tất cả các thị trường cổ phiếu đều chịu sức ép ngày càng tăng để thực hiện các liên minh quốc tế hay sáp nhập. Phần lớn áp lực này là do tác động của giao dịch điện tử. Với mức độ ngày càng tăng, các nhà giao dịch xem thị trường cổ phiếu như những mạng lưới kết nối họ với các nhà giao dịch khác và ngày càng có ít giới hạn hơn đối với các chứng khoán trên khắp thế giới mà họ có thể mua bán. Dựa trên bối cảnh này, điều quan trọng hơn là các sàn giao dịch phải làm sao để mang lại cơ chế hiệu quả nhất và rẻ nhất qua đó các giao dịch có thể được thực hiện và được thanh toán. Điều này biện hộ cho việc thành lập các liên minh toàn cầu giúp tạo điều kiện thuận lợi cho những nhân tố cốt lõi của việc giao dịch xuyên biên giới và có thể hưởng lợi từ lợi thế kinh tế theo qui mô. Hơn nữa, đứng trước sự cạnh tranh từ các mạng lưới điện tử, các sàn giao dịch lâu đời cảm thấy cuối cùng họ phải tạo ra những thị trường toàn cầu 24 giờ. Cuối cùng, các công ty muốn có thể vượt qua biên giới khi họ muốn huy động vốn.

Các áp lực này dẫn đến một xu hướng chung hướng tới hợp nhất thị trường. Trong thập niên vừa qua, hầu hết các vụ sáp nhập là sáp nhập ‘địa phương’, nghĩa là liên quan đến các sàn giao dịch hoạt động trong cùng một châu lục. Ở Hoa Kỳ, NYSE sáp nhập với mạng lưới truyền thông điện tử Archipelago năm 2006, và năm 2008 tiếp quản Thị trường cổ phiếu Mỹ. Nasdaq thôn tính Instinet (đơn vị vận hành một mạng lưới truyền thông điện tử khác, INET) vào năm 2005 và tiếp quản Thị trường cổ phiếu Boston năm 2007. Trên thị trường tài sản phái sinh, sàn giao dịch Chicago Mercantile Exchange tiếp quản Chicago Board of Trade năm 2007. Ở châu Âu, Euronext ra đời từ sự sáp nhập các sàn giao dịch Paris, Brussels, Lisbon và Amsterdam rồi ngay sau đó mua lại LIFEE, sàn giao dịch tài sản phái sinh ở Luân Đôn. Năm 2007, Thị trường cổ phiếu Luân Đôn (LSE) sáp nhập với Borsa Italiane, đơn vị điều hành sàn giao dịch Milan.

⁹ Như chúng ta đã lưu ý trong chương 2, hầu hết các chỉ số trọng số giá trị thị trường ngày nay đều dựa vào giá trị cổ phần được giao dịch tự do giữa các nhà đầu tư chứ không phải tổng giá trị cổ phần. Giá trị các cổ phần được giao dịch tự do không bao gồm những cổ phần được nắm giữ bởi các gia đình sáng lập hay chính phủ. Điều này cũng đúng với chỉ số TOPIX.

Cũng có một làn sóng hợp nhất quốc tế. NYSE Group và Euronext sáp nhập năm 2007. NYSE đã mua 5 phần trăm Thị trường cổ phiếu quốc gia Ấn Độ và ký kết thỏa thuận hợp tác với Thị trường cổ phiếu Tokyo. Vào tháng 3-2006, Nasdaq đề nghị tiếp quản Thị trường cổ phiếu Luân Đôn (LSE), nhưng LSE bác bỏ đề nghị này. Tuy nhiên, Nasdaq cuối cùng cũng đã đặt chân vào châu Âu năm 2007 khi liên kết với Börse Dubai để tiếp quản sàn giao dịch OMX của Thụy Điển. Năm 2007, Eurex tiếp quản International Securities Exchange Holdings (ISE), và ISE công bố rằng họ sẽ phát động một thị trường tài sản phái sinh mới hợp danh với Thị trường cổ phiếu Toronto.

3.5 CÁC CHI PHÍ GIAO DỊCH

Một phần chi phí giao dịch của một chứng khoán rất rõ ràng và công khai. Công ty môi giới của bạn phải được trả một khoản hoa hồng. Các cá nhân có thể chọn từ hai loại môi giới: môi giới toàn bộ dịch vụ hay môi giới chiết khấu. Những công ty môi giới toàn bộ dịch vụ, cung ứng nhiều loại dịch vụ, thường được gọi là nhà điều hành tài khoản hay nhà tư vấn tài chính.

Ngoài việc thực hiện các dịch vụ cơ bản như thi hành lệnh, lưu ký chứng khoán, cung ứng các khoản vay bảo chứng, và tạo điều kiện thuận lợi cho việc bán khống, các nhà môi giới còn cung cấp thông tin và tư vấn về các phương án đầu tư.

Các công ty môi giới toàn bộ dịch vụ thường phụ thuộc vào bộ phận nhân viên nghiên cứu chuyên phân tích và dự báo tình hình kinh tế chung cũng như tình hình của ngành và công ty đồng thời đưa ra các kiến nghị mua bán cụ thể. Một số khách hàng còn có một niềm tin tối hậu đối với nhà môi giới và cho phép nhà môi giới toàn bộ dịch vụ được quyền ra quyết định mua hay bán cho họ thông qua thiết lập một *tài khoản tùy ý*. Trong tài khoản này, công ty môi giới có thể mua và bán các chứng khoán định trước bất kỳ khi nào họ thấy có vẻ phù hợp. (Dù vậy, công ty môi giới không thể rút tiền.) Hành động này đòi hỏi phải có một mức độ tin cậy khác thường từ khách hàng vì một nhà môi giới vô liêm sỉ có thể trục lợi tài khoản, nghĩa là giao dịch chứng khoán quá nhiều với mục đích duy nhất là tạo ra hoa hồng.

Mặt khác, các công ty môi giới chiết khấu chỉ cung ứng những dịch vụ đơn giản ‘không màu mè’. Họ mua và bán chứng khoán, lưu ký chứng khoán, cung ứng các khoản vay bảo chứng, tạo điều kiện thuận lợi cho việc bán khống, và chỉ thế thôi. Thông tin duy nhất họ cung ứng về những chứng khoán họ quản lý là giá niêm yết. Dịch vụ môi giới chiết khấu đã trở nên ngày càng phổ biến trong những năm gần đây. Nhiều ngân hàng, các tổ chức tiết kiệm, và các công ty quản lý quỹ hỗ trợ hiện cung ứng các dịch vụ này cho công chúng đầu tư như một phần của một xu hướng chung tạo ra một ‘siêu thị trường tài chính’ gói gọn trong một cửa. Phí giao dịch cổ phiếu đã giảm đều trong thập niên vừa qua, và các công ty môi giới chiết khấu như Schwab, E*Trade, hay Ameritrade hiện chào mức hoa hồng không đến 15 USD, hay thậm chí dưới 10 USD cho những khách hàng ưu đãi.

Ngoài phần chi phí giao dịch công khai – hoa hồng môi giới – còn có phần chi phí ngầm ẩn – chênh lệch giá mua giá bán của công ty tự doanh. Đôi khi nhà môi giới cũng là công ty tự doanh đối với chứng khoán đang được giao dịch và không lấy hoa hồng nhưng thay vì thế, họ thu phí toàn bộ dưới hình thức chênh lệch giá mua giá bán. Một khoản phí giao dịch ngầm ẩn khác mà một số nhà quan sát sẽ phân biệt là sự nhượng bộ giá mà một số nhà đầu tư buộc phải chấp nhận để giao dịch số lượng lớn hơn so với số lượng gắn liền với một mức giá mua hay giá bán niêm yết.

Cuộc tranh cãi hiện đang tiếp diễn giữa NYSE và các đối thủ cạnh tranh là về mức độ thực hiện giao dịch tốt hơn trên NYSE bù trừ cho chi phí giao dịch công khai nhìn chung thấp hơn trên các thị trường khác. NYSE tin rằng nhiều nhà đầu tư quá chú trọng đến những chi phí mà họ có thể nhìn thấy, bất chấp sự kiện là ‘chất lượng thực hiện’ có thể quan trọng hơn nhiều so với tổng chi phí giao dịch. Một phần chất lượng thực hiện liên quan đến khả năng của một thị trường lớn như NYSE có thể thực hiện các giao dịch lớn mà không đứng trước tác động lớn đối với giá chứng khoán. Một phần khác là độ lớn của khoản chênh lệch giá mua-giá bán hiệu dụng. Cuối cùng, NYSE nhấn mạnh khả năng ‘cải thiện giá’ trên thị trường. Điều này phản ánh khả năng các giao dịch được khớp lệnh ‘bên trong khoảng chênh lệch giá niêm yết.’ Để minh họa, ta giả sử cổ phiếu IBM đang được giao dịch với giá mua niêm yết là 98,03 USD và giá bán niêm yết là 98,07 USD. Một nhà môi giới nhận được một lệnh mua thị trường có thể gặp một nhà môi giới có lệnh bán thị trường, và thỏa thuận mức giá 98,05 USD. Thông qua gặp nhau với mức giá nằm bên trong khoảng chênh lệch niêm yết, cả người mua và người bán đều được ‘cải thiện về giá’ nghĩa là giá giao dịch tốt hơn so với giá niêm yết tốt nhất. Những cuộc ‘gặp gỡ’ giữa các nhà môi giới như thế này không chỉ là tình cờ. Vì mọi giao dịch đều diễn ra tại các vị trí của chuyên gia, nên các nhà môi giới trên sàn biết chỗ để tìm các đối tác giao dịch.

3.6 MUA BẢO CHỨNG

Khi mua chứng khoán, các nhà đầu tư có thể dễ dàng tiếp cận một nguồn huy động nợ gọi là *cho vay bảo chứng của nhà môi giới*. Hành động tranh thủ khoản vay bảo chứng của nhà môi giới này được gọi là *mua bảo chứng*.

Mua cổ phiếu bảo chứng có nghĩa là nhà đầu tư vay một phần giá mua cổ phiếu từ nhà môi giới. **Tiền bảo chứng** trong tài khoản là một phần của giá mua mà nhà đầu tư góp vào; phần còn lại được vay từ nhà môi giới. Tiếp đến, các nhà môi giới lại vay tiền từ ngân hàng theo lãi suất bảo chứng để tài trợ cho việc mua chứng khoán này; sau đó họ thu lại từ khách hàng lãi suất bảo chứng (được định nghĩa trong chương 2), cộng với một khoản phí dịch vụ cho khoản vay. Tất cả các chứng khoán mua bảo chứng phải được giữ trong tài khoản dưới tên công ty môi giới, vì chứng khoán là tài sản thế chấp của khoản vay.

Hội đồng thống đốc của Hệ thống dự trữ liên bang có qui định hạn chế mức độ tài trợ cho việc mua chứng khoán bằng khoản vay bảo chứng. *Qui định tỷ lệ bảo chứng ban đầu* hiện nay là 50 phần trăm, nghĩa là nhà đầu tư phải trả bằng tiền mặt ít nhất 50 phần trăm giá mua chứng khoán, phần còn lại mới đi vay.

Mua bảo chứng thể hiện việc chứng khoán được mua bằng tiền vay mượn một phần từ công ty môi giới. Tiền bảo chứng là giá trị ròng của tài khoản của nhà đầu tư.

Ví dụ 3.1 Mua bảo chứng

Tỷ lệ bảo chứng được định nghĩa là tỷ lệ của giá trị ròng, hay ‘giá trị vốn sở hữu’ của tài khoản, trên giá trị thị trường của chứng khoán. Để minh họa, ta giả sử rằng một nhà đầu tư ban đầu trả 6.000 USD để mua cổ phiếu trị giá 10.000 USD (100 cổ phần với giá 100 USD/cổ phần), vay mượn 4.000 USD còn lại từ công ty môi giới. Bảng cân đối kế toán ban đầu của nhà đầu tư như sau:

Tài sản	Nợ và vốn sở hữu
Giá trị cổ phiếu 10.000 USD	Vay từ công ty môi giới 4.000 USD Vốn tự có 6.000 USD

Tỷ lệ bảo chứng ban đầu là:

$$\text{Tỷ lệ bảo chứng} = \frac{\text{Vốn tự có trong tài khoản}}{\text{Giá trị cổ phiếu}} = \frac{6000 \text{ USD}}{10000 \text{ USD}} = 0,6 \text{ hay } 60\%$$

Nếu giá giảm xuống còn 70 USD/cổ phần, bảng cân đối kế toán trở thành:

Tài sản	Nợ và vốn sở hữu
Giá trị cổ phiếu 7.000 USD	Vay từ công ty môi giới 4.000 USD Vốn tự có 3.000 USD

Mức giảm giá trị tài sản trong tài khoản bằng với mức giảm giá trị cổ phiếu, và vốn tự có cũng giảm giá trị hết như vậy. Tỷ lệ bảo chứng bây giờ là:

$$\text{Tỷ lệ bảo chứng} = \frac{\text{Vốn tự có trong tài khoản}}{\text{Giá trị cổ phiếu}} = \frac{3000 \text{ USD}}{7000 \text{ USD}} = 0,43 \text{ hay } 43\%$$

Nếu giá trị cổ phiếu trong Ví dụ 3.1 giảm xuống dưới 4.000 USD, vốn tự có sẽ trở nên âm, có nghĩa là giá trị của cổ phiếu không đủ để làm tài sản thế chấp cho khoản vay từ công ty môi giới nữa. Để phòng ngừa khả năng này, công ty môi giới ấn định một *tỷ lệ bảo chứng duy trì*. Nếu tỷ lệ bảo chứng giảm xuống dưới mức duy trì, công ty môi giới sẽ phát hành một *lệnh nộp tiền bảo chứng*, yêu cầu nhà đầu tư phải nộp thêm tiền mặt hay chứng khoán vào tài khoản bảo chứng. Nếu nhà đầu tư không hành động, công ty môi giới có thể bán chứng khoán từ tài khoản để trả bớt khoản vay nhằm phục hồi tỷ lệ bảo chứng ở mức độ có thể chấp nhận.

Ví dụ 3.2 Tỷ lệ bảo chứng duy trì

Giả sử tỷ lệ bảo chứng duy trì là 30 phần trăm (tiếp theo Ví dụ 3.1). Giá cổ phiếu có thể giảm bao nhiêu trước khi nhà đầu tư nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?

Gọi P là giá cổ phiếu. Khi đó, giá trị của 100 cổ phần của nhà đầu tư là 100P, và vốn tự có trong tài khoản là 100P – 4000 USD. Tỷ lệ bảo chứng là (100P – 4000)/100P. Giải phương trình sau đây, chúng ta tìm được mức giá cổ phiếu mà tại đó tỷ lệ bảo chứng bằng tỷ lệ bảo chứng duy trì 0,3:

$$\frac{100P - 4000}{100P} = 0,3$$

Giải ra ta tìm được $P = 57,14$ USD. Nếu giá cổ phiếu giảm xuống dưới 57,14 USD/cổ phần, nhà đầu tư sẽ nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng.

Kiểm tra khái niệm 3.4

Giả sử tỷ lệ bảo chứng duy trì trong Ví dụ 3.2 là 40 phần trăm. Giá cổ phiếu có thể giảm bao nhiêu trước khi nhà đầu tư nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?

Tại sao các nhà đầu tư mua chứng khoán bảo chứng? Họ làm thế khi họ muốn đầu tư một giá trị nhiều hơn so với số tiền riêng của họ cho phép. Vì thế, họ có thể đạt được tiềm năng lợi nhuận nhiều hơn khi cổ phiếu lên giá, nhưng họ cũng liên lụy với thua lỗ nhiều hơn khi cổ phiếu xuống giá.

Để hiểu lý do, hãy giả sử một nhà đầu tư dự đoán lạc quan rằng giá cổ phiếu IBM sẽ tăng từ mức giá hiện nay là 100 USD/cổ phần. Nhà đầu tư có số vốn 10.000 USD và dự kiến giá IBM sẽ tăng thêm 30 phần trăm trong năm tới. Bỏ qua cổ tức, suất sinh lợi dự kiến sẽ là 30 phần trăm nếu nhà đầu tư mua 100 cổ phần với số tiền 10.000 USD.

Nhưng bây giờ giả sử nhà đầu tư vay thêm 10.000 USD từ công ty môi giới và cũng đầu tư số tiền này vào cổ phiếu IBM. Tổng giá trị đầu tư vào cổ phiếu IBM là 20.000 USD (mua được 200 cổ phần). Giả sử lãi suất khoản vay bảo chứng là 9%/năm, suất sinh lợi của nhà đầu tư bây giờ là bao nhiêu (một lần nữa, chúng ta cũng bỏ qua cổ tức), nếu giá cổ phiếu IBM tăng 30 phần trăm vào cuối năm?

Giá trị của 200 cổ phần sẽ là 26.000 USD. Trả bớt vốn vay và lãi vay bảo chứng, nhà đầu tư sẽ còn lại 15.100 USD (tức là 26.000 USD – 10.900 USD). Lợi nhuận trong trường hợp này sẽ là:

$$\frac{15.100 \text{ USD} - 10.000 \text{ USD}}{10.000 \text{ USD}} = 51\%$$

Nhà đầu tư đã đánh cược mức tăng 30 phần trăm giá cổ phiếu thành suất sinh lợi 51 phần trăm từ giá trị đầu tư 10.000 USD.

Tuy nhiên, làm như thế cũng phóng đại rủi ro khi giá giảm. Giả sử, thay vì tăng 30 phần trăm, giá cổ phiếu IBM giảm 30 phần trăm chỉ còn 70 USD/cổ phần. Trong trường hợp này, giá trị của 200 cổ phần sẽ là 14.000 USD, và nhà đầu tư chỉ còn lại 3.100 USD sau khi trả bớt 10.900 USD vốn gốc và lãi vay bảo chứng. Kết quả là một mức lợi nhuận thảm hại:

$$\frac{3.100 \text{ USD} - 10.000 \text{ USD}}{10.000 \text{ USD}} = -69\%$$

Bảng 3.4 tóm tắt các kết quả khả dĩ của giao dịch giả định này. Nếu giá cổ phiếu IBM không thay đổi, nhà đầu tư sẽ lỗ 9 phần trăm, chi phí của khoản vay bảo chứng.

Bảng 3.4 Minh họa mua cổ phiếu bảo chứng

Thay đổi giá cổ phiếu	Giá trị cổ phần cuối năm (USD)	Thanh toán vốn gốc và lãi vay bảo chứng* (USD)	Suất sinh lợi của nhà đầu tư (%)
Tăng 30%	26.000	10.900	51
Không thay đổi	20.000	10.900	-9
Giảm 30%	14.000	10.900	-69

* Giả sử nhà đầu tư mua 20.000 USD cổ phiếu thông qua vay mượn 10.000 USD với lãi suất 9%/năm.

Ứng dụng Excel: Mua cổ phiếu bảo chứng

Mô hình bảng tính Excel dưới đây giúp chúng ta dễ dàng phân tích tác động của các mức bảo chứng khác nhau và của sự biến động giá cổ phiếu. Mô hình cũng cho phép bạn so sánh lợi nhuận từ đầu tư giữa một giao dịch đầu tư bảo chứng và một giao dịch đầu tư không sử dụng vốn vay.

	A	B	C	D	E	F	G	H
1								
2			Hành động hay	Giá cổ phiếu	Suất sinh lợi		Giá cổ phiếu	Suất sinh lợi khi
3			công thức cột B	cuối kỳ	từ đầu tư		cuối kỳ	không vay bảo chứng
4	Đầu tư vốn sở hữu ban đầu	\$10000.00	Nhập số liệu		-42.00%			-19.00%
5	Giá trị vay mượn	\$10000.00	(B4/B10) – B4	\$20.00	-122.00%		\$20.00	-59.00%
6	Giá cổ phiếu ban đầu	\$50.00	Nhập số liệu	25.00	-102.00%		25.00	-49.00%
7	Số cổ phần mua vào	400	(B4/B10)/B6	30.00	-82.00%		30.00	-39.00%
8	Giá cổ phiếu cuối kỳ	\$40.00	Nhập số liệu	35.00	-62.00%		35.00	-29.00%
9	Cổ tức trong kỳ nắm giữ	\$0.50	Nhập số liệu	40.00	-42.00%		40.00	-19.00%
10	Tỷ lệ bảo chứng ban đầu	50.00%	Nhập số liệu	45.00	-22.00%		45.00	-9.00%
11	Tỷ lệ bảo chứng duy trì	30.00%	Nhập số liệu	50.00	-2.00%		50.00	1.00%
12				55.00	13.00%		55.00	11.00%
13	Lãi suất vay bảo chứng	8.00%	Nhập số liệu	60.00	38.00%		60.00	21.00%
14	Kỳ nắm giữ (tháng)	6	Nhập số liệu	65.00	58.00%		65.00	31.00%
15				70.00	78.00%		70.00	41.00%
16	Sinh lợi từ đầu tư			75.00	98.00%		75.00	51.00%
17	Lợi tức vốn từ cổ phiếu	-\$4000.00	B7*(B8 – B6)	80.00	118.00%		80.00	61.00%
18	Cổ tức	\$200.00	B7*B9					
19	Lãi vay bảo chứng	\$400.00	B5*(B14/12)*B13					
20	Thu nhập ròng	-\$4200.00	B17 + B18 – B19					
21	Đầu tư ban đầu	\$10000.00	B4					
22	Suất sinh lợi đầu tư	-42.00%	B20/B21					

LEGEND:
Nhập số liệu
Giá trị tính toán

Kiểm tra khái niệm 3.5

Giả sử trong ví dụ mua cổ phiếu IBM trên đây, nhà đầu tư chỉ vay 5.000 USD với cùng mức lãi suất 9%/năm. Suất sinh lợi sẽ bằng bao nhiêu nếu giá cổ phiếu IBM tăng thêm 30 phần trăm? Nếu giá cổ phiếu giảm 30 phần trăm? Nếu giá cổ phiếu không đổi?

3.7 BÁN KHÔNG

Thông thường, trước tiên nhà đầu tư sẽ mua một cổ phiếu rồi mới bán. Với bán không, thứ tự ngược lại. Bạn bán trước rồi bạn mới mua sau. Trong cả hai trường hợp, bạn đều bắt đầu rồi kết thúc mà không có cổ phiếu.

Bán không (short sale) cho phép các nhà đầu tư hưởng lợi từ sự giảm sút giá chứng khoán. Nhà đầu tư vay một cổ phần từ công ty môi giới rồi bán đi. Sau đó, người bán không phải mua

cổ phần của cùng cổ phiếu đó để thay thế cho cổ phần đã vay.¹⁰ Hành động này được gọi là *tất toán vị thế bán khống* (*covering the short position*). Bảng 3.5 so sánh việc mua cổ phiếu với việc bán khống.

Bán khống là việc bán những cổ phần nhà đầu tư không sở hữu mà vay mượn thông qua nhà môi giới, rồi sau đó mua vào để hoàn trả cổ phần đã vay.

Bảng 3.5 Ngân lưu từ việc mua cổ phiếu so với việc bán khống cổ phiếu

Mua cổ phiếu		
Thời đoạn	Hành động	Ngân lưu*
0	Mua cổ phần	– Giá ban đầu
1	Nhận cổ tức, bán cổ phần $\text{Lợi nhuận} = (\text{Giá cuối kỳ} + \text{Cổ tức}) - \text{Giá ban đầu}$	Giá cuối kỳ + Cổ tức
Bán khống cổ phiếu		
Thời đoạn	Hành động	Ngân lưu*
0	Mượn cổ phần, bán đi	+ Giá ban đầu
1	Hoàn trả cổ tức và mua cổ phần để hoàn trả cho cổ phần đã vay mượn ban đầu $\text{Lợi nhuận} = \text{Giá ban đầu} - (\text{Giá cuối kỳ} + \text{Cổ tức})$	– (Giá cuối kỳ + Cổ tức)

* Ngân lưu âm ngụ ý dòng tiền ra.

Người bán khống dự đoán giá cổ phiếu sẽ giảm, nên họ có thể mua cổ phần sau này với giá thấp hơn so với giá ban đầu họ đã bán; nếu thế, người bán khống sẽ có lời. Người bán khống không chỉ hoàn trả cổ phần mà còn trả cho người cho vay chứng khoán bất kỳ cổ tức nào được chi trả trong thời gian bán khống.

Trên thực tế, cổ phần đi vay để bán khống thường được cung ứng bởi công ty môi giới của người bán khống, vốn nắm giữ nhiều loại chứng khoán của các nhà đầu tư khác dưới tên công ty (nghĩa là công ty môi giới đại diện cho khách hàng nắm giữ cổ phần của khách hàng nhưng được đăng ký dưới tên công ty). Chủ sở hữu của cổ phần không cần biết rằng cổ phần đã được cho người bán khống vay. Nếu chủ sở hữu muốn bán cổ phần, công ty môi giới chỉ cần vay cổ phần từ một nhà đầu tư khác. Do đó, việc bán khống có thể có một thời hạn không xác định. Tuy nhiên, nếu công ty môi giới không thể tìm được cổ phần mới để thay thế cho cổ phần đã bán, người bán khống sẽ phải hoàn trả khoản vay tức thời bằng cách mua cổ phần trên thị trường và hoàn trả cho công ty môi giới để tất toán việc vay mượn.

Cuối cùng, nguyên tắc của sàn giao dịch qui định rằng tiền thu được từ việc bán khống phải được giữ trên tài khoản với công ty môi giới. Người bán khống không thể đầu tư tiền này để tạo thu nhập, cho dù các nhà đầu tư lớn hay các nhà đầu tư tổ chức thường nhận được một phần thu nhập từ tiền bán khống được giữ tại công ty môi giới. Người bán khống cũng được yêu cầu phải

¹⁰ *Bán khống suông* (*naked short selling*) là một biến thể của bán khống thông thường. Trong bán khống suông, người giao dịch bán những cổ phần chưa vay, cho rằng họ có thể mua cổ phần và giao hàng bất kỳ khi nào việc bán khống cần được tất toán.

nộp tiền bảo chứng (tiền mặt hay chứng khoán) với công ty môi giới để thanh toán thua lỗ nếu giá chứng khoán tăng trong doanh vụ bán khống.

Ví dụ 3.3 Bán khống

Để minh họa cơ chế bán khống, giả sử bạn đang đầu tư với dự đoán giá giảm (bi quan) về cổ phiếu Dot Bomb, và giá thị trường của cổ phiếu này hiện là 100 USD/cổ phần. Bạn yêu cầu công ty môi giới bán khống 1.000 cổ phần. Công ty môi giới vay 1.000 cổ phần hoặc từ tài khoản của khách hàng khác, hoặc từ một nhà môi giới khác.

Khoản tiền mặt 100.000 USD từ việc bán khống được ghi có vào tài khoản của bạn. Giả sử công ty môi giới quy định tỷ lệ bảo chứng 50 phần trăm đối với các doanh vụ bán khống. Điều này có nghĩa là bạn phải có tiền mặt hay chứng khoán khác trong tài khoản của bạn trị giá ít nhất 50.000 USD để làm bảo chứng cho doanh vụ bán khống.

Giả sử bạn có tín phiếu kho bạc trị giá 50.000 USD. Tài khoản của bạn với công ty môi giới sau doanh vụ bán khống sẽ là:

Tài sản		Nợ và vốn tự có	
Tiền mặt	100.000 USD	Vị thế bán khống (vị thế đoản) cổ phiếu Dot Bomb (nợ 1.000 cổ phần)	100.000 USD
Tín phiếu kho bạc	50.000 USD	Vốn tự có	50.000 USD

Tỷ lệ bảo chứng ban đầu của bạn là tỷ số của vốn sở hữu trong tài khoản (50.000 USD) trên giá trị cổ phần hiện hành mà bạn đã vay và sau cùng phải được hoàn trả (100.000 USD):

$$\text{Tỷ lệ bảo chứng} = \frac{\text{Vốn tự có}}{\text{Giá trị cổ phần vay mượn}} = \frac{50.000 \text{ USD}}{100.000 \text{ USD}} = 0,50$$

Giả sử bạn dự đoán đúng và giá cổ phiếu Dot Bomb giảm còn 70 USD/cổ phần. Bây giờ bạn có thể tắt toán vị thế bán khống với một khoản lợi nhuận. Để tắt toán vị thế bán khống, bạn mua 1.000 cổ phần để hoàn trả số cổ phần đã vay. Vì giá cổ phần bây giờ là 70 USD/cổ phần, chi phí mua chỉ có 70.000 USD.¹¹ Vì tài khoản của bạn đã được ghi có 100.000 USD khi vay cổ phần rồi bán đi, nên lợi nhuận của bạn là 30.000 USD. Lợi nhuận bằng với mức giảm giá cổ phần nhân cho số lượng cổ phần đã bán khống.

Cũng giống như những nhà đầu tư mua cổ phiếu bảo chứng, người bán khống cũng phải lo lắng về lệnh nộp tiền bảo chứng. Nếu giá cổ phiếu tăng, tỷ lệ bảo chứng trong tài khoản sẽ giảm; nếu tỷ lệ bảo chứng giảm xuống mức bảo chứng duy trì, người bán khống sẽ nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng.

¹¹ Lưu ý rằng khi mua cổ phiếu bảo chứng, bạn vay một số tiền từ công ty môi giới, vì thế giá trị khoản vay không phụ thuộc vào giá cổ phần. Trái lại, khi bán khống, bạn vay một số lượng cổ phần nhất định mà phải được hoàn trả. Do đó, khi giá cổ phần thay đổi, giá trị khoản vay cũng thay đổi.

Ví dụ 3.4 Lệnh nộp tiền bảo chứng đối với vị thế bán khống

Giả sử công ty môi giới qui định tỷ lệ bảo chứng duy trì là 30 phần trăm đối với các doanh vụ bán khống. Điều này có nghĩa là vốn tự có trong tài khoản của bạn ít nhất phải bằng 30 phần trăm giá trị của vị thế bán khống vào mọi thời điểm. Giá cổ phiếu Dot Bomb có thể tăng bao nhiêu trước khi bạn nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?

Gọi P là giá cổ phiếu Dot Bomb. Khi đó, giá trị cổ phần bạn phải hoàn trả là 1.000P, và vốn sở hữu trong tài khoản của bạn là 150.000 – 1000P. Tỷ lệ bảo chứng vị thế bán khống của bạn bằng vốn sở hữu/giá trị cổ phần = (150.000 – 1.000P)/1.000P. Như vậy, giá trị tới hạn của P là:

$$\frac{\text{Vốn tự có}}{\text{Giá trị cổ phần vay mượn}} = \frac{150.000 - 1.000P}{1.000P} = 0,3$$

Giải ra ta được P = 115,38 USD/cổ phần. Nếu giá cổ phiếu Dot Bomb tăng lên trên 115,38 USD/cổ phần, bạn sẽ nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng, và bạn sẽ phải nộp thêm tiền mặt vào hoặc bạn phải tắt toán vị thế bán khống bằng cách mua cổ phiếu để hoàn trả cổ phiếu đã vay.

Kiểm tra khái niệm 3.6

- Lập bảng cân đối kế toán nếu giá cổ phiếu Dot Bomb tăng đến 110 USD.
- Nếu tỷ lệ bảo chứng duy trì vị thế bán khống trong ví dụ 3.4 là 40 phần trăm, giá cổ phiếu có thể tăng lên bao nhiêu trước khi nhà đầu tư nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?

Bây giờ bạn có thể hiểu lý do khiến lệnh dừng mua thường đi kèm với việc bán khống. Hãy tưởng tượng bạn bán khống cổ phiếu Dot Bomb khi giá cổ phiếu đang là 100 USD/cổ phần. Nếu giá cổ phiếu giảm, bạn sẽ có lời từ việc bán khống. Mặt khác, nếu giá cổ phiếu tăng, ví dụ như tăng đến 130 USD, bạn sẽ lỗ 30 USD/cổ phần. Nhưng giả sử khi bạn bắt đầu bán khống, bạn cũng đặt lệnh dừng mua với giá 120 USD. Lệnh dừng mua sẽ được thi hành nếu giá vượt mức 120 USD, qua đó hạn chế thua lỗ của bạn ở mức 20 USD/cổ phần mà thôi. (Nếu giá cổ phiếu giảm, lệnh dừng mua sẽ không bao giờ được thực hiện.) Như vậy, lệnh dừng mua giúp bảo vệ người bán khống nếu giá cổ phần lên cao.

Việc bán khống vẫn định kỳ xảy ra trong những đợt tấn công, nhất là trong tình trạng nguy kịch tài chính khi giá cổ phần giảm. Những gì xảy ra trong mấy năm gần đây cũng không nằm ngoài thông lệ đó, và hộp dưới đây xem xét cuộc tranh luận xoay quanh việc bán khống một cách chi tiết hơn.

Trên thương trường**Bán khống lại xảy ra trong cơn dầu sôi lửa bỏng**

Việc bán khống từ lâu đã bị xem xét với nhiều hoài nghi, nếu không muốn nói là kịch liệt chống đối. Nước Anh đã cấm bán khống suốt một thời gian dài vào thế kỷ 18. Napoleon gọi bán khống là kẻ thù của nhà nước. Ở Hoa Kỳ, bán khống bị nhiều người cho là góp phần dẫn đến đổ vỡ thị trường hồi năm 1929, và vào năm 2008, bán khống bị xem là nguyên nhân dẫn

đến sự sụp đổ của các ngân hàng đầu tư Bear Stearns và Lehman Brothers. Với giá cổ phần của các công ty tài chính khác sụp đổ vào tháng 9-2008, Ủy ban Chứng khoán và thị trường ra lệnh tạm thời cấm thời bán khống khoảng 800 công ty trong số những công ty này. Tương tự, cơ quan điều tiết tài chính ở Anh, Financial Services Authority, cấm bán khống khoảng 30 công ty tài chính, và Úc cấm bán khống hoàn toàn.

Động cơ của việc cấm bán khống này là bởi các doanh vụ bán khống gây áp lực giảm giá đối với giá cổ phần mà trong một số trường hợp có thể không đảm bảo: những lời đồn thổi đầy dẫy của những nhà đầu tư đầu tiên gán cho việc bán khống rồi sau đó lan truyền những tin đồn tiêu cực về công ty làm đẩy giá xuống. Tuy nhiên, thông thường, việc bán khống là một vụ cá cược ngậy thơ rằng giá cổ phần hiện quá cao và do đó sẽ giảm. Thế nhưng, trong tình trạng căng thẳng thị trường cuối năm 2008, cảm giác phổ biến là ngay cả nếu vị thế bán khống là chính đáng đi chăng nữa, các cơ quan điều tiết vẫn nên làm những gì họ có thể làm để chống đỡ cho những tổ chức bị ảnh hưởng.

Sự chống đối bán khống có thể xuất phát từ sự lẫn lộn giữa những tin xấu và những người mang tin xấu đó. Bán khống cho phép những nhà đầu tư mà việc phân tích của họ cho thấy một công ty đang được định giá quá cao có hành động ứng với niềm tin đó và hưởng lợi nếu niềm tin đó đúng. Thay vì làm cho giá cổ phiếu giảm, bán khống có thể chỉ đơn thuần là sự *dự đoán* cổ phiếu sẽ giảm giá. Việc bán khống của họ chỉ đơn thuần buộc thị trường phải phản ánh những triển vọng xấu đi của những công ty đang gặp trục trặc sớm hơn so với thông thường. Nói cách khác, bán khống là một phần của quá trình qua đó toàn bộ mọi thông tin và ý kiến – bị quan cũng như lạc quan – được đưa vào phản ánh qua giá cổ phiếu.

Ví dụ, những người bán khống đã nắm giữ vị thế đầu tư âm lớn trong những công ty như WorldCom, Enron, và Tyco thậm chí từ trước khi những công ty này được các cơ quan điều tiết can thiệp. Trên thực tế, người ta có thể lập luận rằng các vị thế bán khống đang nổi lên này giúp các cơ quan điều tiết nhận ra những vụ bê bối không được phát hiện trước đó. Và cuối cùng, Lehman và Bear Stearns bị sụp đổ bởi những thua lỗ hết sức thực tế của họ trong những vụ đầu tư liên quan đến nợ thế chấp bất động sản, chứ không phải bởi những tin đồn vô căn cứ.

Các nghiên cứu học thuật cũng xác nhận phỏng đoán rằng bán khống góp phần ‘phát hiện giá’ hiệu quả. Ví dụ, nhu cầu bán khống đối với một cổ phiếu càng cao, sinh lợi tương lai của cổ phiếu đó có xu hướng càng thấp; hơn nữa, những công ty tấn công những người bán khống với sự đe dọa sẽ có hành động luật pháp hay bêu xấu có xu hướng có sinh lợi tương lai đặc biệt kém¹². Việc cấm bán khống cuối cùng xem ra không gì hơn là một hành động trong cơn phản kích có thể hiểu được, nhưng gây hiểu lầm, là ‘nã súng vào những người đưa tin’.

¹² Ví dụ, xem nghiên cứu của C. Jones và O. A. Lamont, ‘Short Sale Constraints and Stock Returns,’ *Journal of Financial Economics*, tháng 11-2002, trang 207-39 hay O. A. Lamont, ‘Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms,’ *Yale ICF Working Paper No. 04-20*, tháng 7-2004.

Ứng dụng Excel: Bán khống

Mô hình bảng tính Excel dưới đây được xây dựng từ ví dụ về cổ phiếu Dot Bomb trong bài. Mô hình cho phép bạn phân tích các ảnh hưởng của suất sinh lợi, lệnh nộp tiền bảo chứng, cũng như các mức bảo chứng ban đầu và bảo chứng duy trì khác nhau. Mô hình cũng bao gồm phân tích độ nhạy đối với giá cổ phiếu cuối kỳ và suất sinh lợi từ đầu tư.

	A	B	C	D	E
1					
2			Hành động hay	Giá cổ phiếu	Suất sinh lợi
3			công thức cột B	cuối kỳ	từ đầu tư
4	Đầu tư ban đầu	\$50000.00	Nhập số liệu		60.00%
5	Giá cổ phiếu ban đầu	\$100.00	Nhập số liệu	\$170.00	-140.00%
6	Số cổ phần bán khống	1000	$(B4/B9)/B5$	160.00	-120.00%
7	Giá cổ phiếu cuối kỳ	\$70.00	Nhập số liệu	150.00	-100.00%
8	Cổ tức mỗi cổ phần	\$0.00	Nhập số liệu	140.00	-80.00%
9	Tỷ lệ bảo chứng ban đầu	50.00%	Nhập số liệu	130.00	-60.00%
10	Tỷ lệ bảo chứng duy trì	30.00%	Nhập số liệu	120.00	-40.00%
11				110.00	-20.00%
12	Sinh lợi từ bán khống			100.00	0.00%
13	Lợi tức vốn từ cổ phiếu	\$30000.00	$B6*(B5 - B7)$	90.00	20.00%
14	Cổ tức đã chia	\$0.00	$B8*B6$	80.00	40.00%
15	Thu nhập ròng	\$30000.00	$B13 - B14$	70.00	60.00%
16	Đầu tư ban đầu	\$50000.00	$B4$	60.00	80.00%
17	Suất sinh lợi từ đầu tư	60.00%	$B15/B16$	50.00	100.00%
18				40.00	120.00%
19	Vị thế bảo chứng			30.00	140.00%
20	Bảo chứng dựa vào giá cuối kỳ	114.29%	$(B4 + (B5*B6) - B14 - (B6*B7))/(B6*B7)$	20.00	160.00%
21				10.00	180.00%
22	Giá phải nhận lệnh nộp tiền bảo chứng	\$115.38	$(B4 + (B5*B6) - B14)/(B6*(1 + B10))$		
23				LEGEND:	
24				Nhập số liệu	
25				Giá trị tính toán	

3.8 ĐIỀU TIẾT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ được điều tiết bởi vô số luật lệ. Những luật chính bao gồm Luật Chứng khoán năm 1933 và Luật Thị trường chứng khoán năm 1934. Luật năm 1933 qui định phải cáo bạch đầy đủ thông tin phù hợp liên quan đến việc phát hành chứng khoán mới. Đây là bộ luật qui định việc đăng ký chứng khoán mới và phát hành một bản cáo bạch nêu chi tiết các triển vọng tài chính của công ty. Việc SEC phê duyệt bản cáo bạch hay báo cáo tài chính không có nghĩa là SEC xác nhận rằng chứng khoán đó là một đầu tư tốt. SEC chỉ quan tâm đến việc cáo bạch những sự kiện phù hợp; còn các nhà đầu tư phải tự đánh giá về giá trị của chứng khoán.

Luật năm 1934 thành lập Ủy ban Chứng khoán và thị trường để quản lý thực hiện các qui định của Luật năm 1933. Luật này cũng mở rộng nguyên tắc cáo bạch trong Luật năm 1933 thông qua qui định cáo bạch định kỳ các báo cáo tài chính phù hợp của những công ty có chứng khoán đang lưu hành trên thị trường thứ cấp.

Luật năm 1934 cũng trao quyền cho SEC đăng ký và điều tiết các sàn giao dịch chứng khoán, hoạt động giao dịch OTC, các công ty môi giới và công ty tự doanh. Tuy là cơ quan quản lý chịu trách nhiệm giám sát chung các thị trường chứng khoán, SEC cũng chia sẻ trách nhiệm với các cơ quan điều tiết khác. Ủy ban giao dịch hợp đồng tương lai hàng hóa (CFTC) điều tiết hoạt

động giao dịch trên thị trường hợp đồng tương lai, trong khi Cục dự trữ liên bang chịu trách nhiệm chung về tình trạng lành mạnh của hệ thống tài chính. Với trách nhiệm này, Cục dự trữ liên bang ban hành các qui định về tỷ lệ bảo chứng đối với chứng khoán và quyền chọn chứng khoán, đồng thời điều tiết hoạt động cho vay của ngân hàng đối với những người tham gia thị trường chứng khoán.

Luật Bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán năm 1970 thành lập Công ty Bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán (SIPC) để bảo vệ các nhà đầu tư không bị thua lỗ nếu công ty môi giới thất bại. Cũng giống như Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang bảo vệ người gửi tiền trước thất bại của ngân hàng, SIPC đảm bảo rằng mọi nhà đầu tư đều nhận được chứng khoán nắm giữ trong tài khoản của họ dưới tên công ty môi giới nếu công ty môi giới đó thất bại trong phạm vi giới hạn 500.000 USD đối với mỗi khách hàng. SIPC được tài trợ bằng ‘phí bảo hiểm’ thu từ công ty môi giới tham gia hay thành viên.

Ngoài các qui định liên bang, việc giao dịch chứng khoán còn phụ thuộc vào các luật tiểu bang, được gọi chung là *luật trời xanh* (blue sky laws) vì những bộ luật này nhằm mục đích mang lại cho nhà đầu tư một nhận thức rõ ràng hơn về các triển vọng đầu tư. Các luật tiểu bang nhằm cấm gian lận trong việc bán chứng khoán đã có từ trước Luật chứng khoán năm 1933. Luật của các tiểu bang khác nhau có phần nào không thống nhất khi nhiều tiểu bang áp dụng các phần của Luật Chứng khoán đồng nhất, được ban hành vào năm 1956.

Tự điều tiết

Ngoài sự điều tiết của chính phủ, còn có sự điều tiết đáng kể của các thị trường chứng khoán. Tổ chức giám sát quan trọng nhất trên phương diện này là Cơ quan điều tiết ngành tài chính (FINRA), vốn là cơ quan điều tiết phi chính phủ lớn nhất của tất cả các công ty chứng khoán ở Hoa Kỳ. FINRA ra đời năm 2007 thông qua sự hợp nhất của Hiệp hội tự doanh chứng khoán quốc gia (NASD) và bộ phận tự điều tiết của Thị trường cổ phiếu New York. Sứ mệnh tổng quát của tổ chức này là nâng cao sự bảo vệ các nhà đầu tư và tính nguyên vẹn của thị trường. Tổ chức xem xét các công ty chứng khoán, ký phát và cưỡng chế thi hành các qui tắc liên quan đến thông lệ thực hành giao dịch, và quản lý diễn đàn giải quyết tranh chấp cho các nhà đầu tư và các công ty đăng ký.

Cũng có sự tự điều tiết giữa cộng đồng các chuyên gia đầu tư. Ví dụ, viện CFA đã xây dựng các tiêu chuẩn đạo đức nghề nghiệp quản lý hành vi của các thành viên với tước hiệu Nhà phân tích tài chính điều lệ (Chartered Financial Analysts), thường được gọi là CFA. Hộp dưới đây trình bày phác thảo vắn tắt về các nguyên tắc này.

Trên thương trường

Trích từ các tiêu chuẩn của Viện CFA về đạo đức nghề nghiệp

I. Phẩm chất chuyên môn

- Am hiểu luật pháp. Các thành viên phải tìm hiểu kiến thức và tuân thủ tất cả các bộ luật, qui tắc và qui định có thể áp dụng, trong đó có Luật đạo đức và Các tiêu chuẩn đạo đức nghề nghiệp.
- Độc lập và khách quan. Các thành viên phải duy trì sự độc lập và khách quan trong các hoạt động chuyên môn của mình.
- Trình bày sai. Các thành viên không được trình bày sai lạc một cách cố ý thức về các

phân tích đầu tư, kiến nghị, hay các hoạt động chuyên môn khác.

II. Sự nguyên vẹn của các thị trường tài chính

- Thông tin nội bộ. Các thành viên không được khai thác các thông tin nội bộ vật chất.
- Thao túng thị trường. Các thành viên không được ra sức làm biến dạng giá cả hay khối lượng giao dịch với ý định đánh lừa những người tham gia thị trường.

III. Nhiệm vụ đối với khách hàng

- Trung thành, thận trọng và quan tâm. Các thành viên phải đặt quyền lợi của khách hàng lên trước quyền lợi cá nhân và đại diện họ hành động với sự quan tâm hợp lý.
- Đối xử công bằng. Các thành viên phải đối xử một cách công bằng và khách quan với khách hàng khi đưa ra các kiến nghị đầu tư hay thực hiện hành động.
- Phù hợp. Các thành viên nên tìm hiểu hợp lý về tình huống tài chính của khách hàng, kinh nghiệm đầu tư, và mục đích đầu tư trước khi đưa ra các kiến nghị đầu tư thích hợp.
- Trình bày kết quả. Các thành viên phải cố gắng bảo đảm rằng kết quả đầu tư được trình bày công bằng, chính xác và đầy đủ.
- Bảo mật. Các thành viên phải bảo mật thông tin khách hàng trừ khi khách hàng cho phép bộc lộ.

IV. Nhiệm vụ đối với công ty tuyển dụng

- Trung thành. Các thành viên phải hành động vì lợi ích của công ty tuyển dụng.
- Đền bù khen thưởng. Các thành viên không được nhận sự đền bù từ những nguồn tạo ra sự xung đột quyền lợi với quyền lợi của công ty tuyển dụng nếu không có sự đồng ý bằng văn bản của tất cả các bên liên quan.
- Giám sát. Các thành viên phải thực hiện những nỗ lực hợp lý để truy tìm và ngăn chặn sự vi phạm những luật lệ và qui định có thể áp dụng của bất kỳ ai chịu sự giám sát của họ.

V. Phân tích đầu tư và kiến nghị

- Chuyên cần. Các thành viên phải làm việc chuyên cần và có nền tảng hợp lý về phân tích đầu tư, kiến nghị, hay hành động.
- Truyền thông. Các thành viên phải phân biệt giữa các sự kiện thực tế và các ý kiến khi trình bày phân tích và phải trình bày những nguyên tắc chung của các quá trình đầu tư sử dụng trong phân tích.

VI. Xung đột quyền lợi

- Cáo bạch xung đột. Các thành viên phải cáo bạch tất cả những vấn đề mà có thể dự kiến một cách hợp lý là sẽ tác hại đến tính khách quan hay can thiệp vào các nhiệm vụ khác của họ.
- Ưu tiên giao dịch. Các giao dịch với khách hàng và công ty tuyển dụng phải ưu tiên hơn so với các giao dịch về quyền lợi của một thành viên.

VII. Trách nhiệm với tư cách là thành viên của Viện CFA

- Đạo đức. Các thành viên không được có hành vi làm hại đến danh tiếng hay tính nguyên vẹn của Viện CFA hay tước hiệu CFA.

Nguồn: Trích từ Các tiêu chuẩn đạo đức nghề nghiệp của Viện CFA.

Các phản ứng luật pháp trước những vụ bê bối gần đây

Những vụ bê bối năm 2000-2002 nhìn chung tập trung xung quanh ba cách thực hành chung: phân bổ cổ phần trong các vụ chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng, những vụ nghiên cứu chứng khoán tai tiếng và kiến nghị đưa ra cho công chúng, và có lẽ quan trọng hơn cả, các thông lệ kế toán và báo cáo tài chính đánh lừa. Phản ứng của luật pháp trước những vấn đề này vẫn còn đang hoàn thiện, nhưng hiện đã có một số phát động. Nhiều phát động này bao gồm trong Luật Sarbanes Oxley được Quốc hội thông qua năm 2002. Có những cải cách chủ yếu như:

- Thành lập một Ủy ban giám sát kế toán công ty đại chúng để giám sát việc kiểm toán các công ty đại chúng.
- Các qui tắc đòi hỏi phải có các chuyên gia tài chính độc lập phục vụ trong các ủy ban kiểm toán của các hội đồng quản trị công ty.
- Các giám đốc điều hành và giám đốc tài chính công ty phải chứng nhận cá nhân rằng các báo cáo tài chính của công ty ‘trình bày công bằng về các hoạt động và tình hình tài chính của công ty trên mọi phương diện,’ và chịu trừng phạt cá nhân nếu các báo cáo này hóa ra là đánh lừa. Việc tuân thủ các qui định GAAP có thể là một thông lệ thực hành kế toán cần thiết, nhưng không còn đủ nữa.
- Các tổ chức kiểm toán không được cung ứng các dịch vụ khác cho khách hàng. Điều này là nhằm ngăn không để cho lợi nhuận tiềm năng từ việc tư vấn làm ảnh hưởng đến chất lượng kiểm toán của họ.
- Hội đồng quản trị phải bao gồm các ủy viên độc lập và tổ chức các buổi họp thường kỳ của các ủy viên quản trị, trong đó ban giám đốc công ty không có mặt (và do đó không thể cản trở hay ảnh hưởng đến việc thảo luận).

Gần đây hơn, đã có nhiều phản hồi về Luật Sarbanes Oxley. Nhiều nhà quan sát tin rằng chi phí tuân thủ gắn liền với luật quá phiền hà, nhất là đối với các doanh nghiệp nhỏ, và sự giám sát luật pháp nặng nề mang lại cho các địa phương nước ngoài một lợi thế bất công đối với Hoa Kỳ khi các công ty quyết định chọn nơi niêm yết chứng khoán. Hơn nữa, hiệu quả của qui định của một nước cũng đang được kiểm chứng trước hiện tượng toàn cầu hóa ngày càng tăng và sự dễ dàng lưu thông dòng vốn giữa biên giới các nước.

Một trong những vấn đề gây tranh cãi nhất trong các qui định điều tiết liên quan đến ‘luật lệ’ so với ‘nguyên tắc’. Các qui định dựa vào luật lệ cố gắng trình bày cụ thể những cách thực hành nào được phép và những cách thực hành nào không được phép. Nói chung, đây là cách tiếp cận của Hoa Kỳ, nhất là ở SEC. Trái lại, các qui định dựa vào nguyên tắc thì trông cậy vào một hệ thống tri thức được định nghĩa kém công khai hơn về sự chấp nhận rủi ro, các mục tiêu của qui định và các loại thông lệ thực hành tài chính được phép. Đây là cách tiếp cận chủ yếu ở Anh, và xem ra là mô hình phổ biến hơn đối với các cơ quan điều tiết trên khắp thế giới.

Giao dịch nội gián

Các qui định cũng cấm giao dịch nội gián. Bất kỳ ai giao dịch chứng khoán để hưởng lợi từ các **thông tin nội bộ** đều được xem là bất hợp pháp; thông tin nội bộ là những thông tin riêng của giám đốc, ủy viên quản trị, hay các cổ đông chính mà chưa được tiết lộ cho công chúng. Nhưng định nghĩa nội bộ có thể khá mơ hồ. Trong khi rõ ràng là giám đốc tài chính của công ty là người nội bộ, người ta không chắc nhà cung ứng vật tư lớn nhất cho công ty có phải là một người nội bộ hay không. Tuy nhiên, một nhà cung ứng có thể suy luận ra triển vọng ngắn hạn của công ty

dựa vào sự thay đổi các đơn hàng. Điều này mang lại cho nhà cung ứng một hình thức thông tin nội bộ độc đáo, thế nhưng về mặt kỹ thuật thì nhà cung ứng không phải là một người trong nội bộ công ty. Sự mơ hồ này ảnh hưởng đến các nhà phân tích chứng khoán, mà công việc của họ là khám phá càng nhiều thông tin càng tốt liên quan đến triển vọng dự kiến của công ty. Sự phân biệt giữa thông tin nội bộ hợp pháp và thông tin nội bộ bất hợp pháp có thể mù mờ.

Thông tin nội bộ là những kiến thức nội bộ về công ty có được bởi các giám đốc công ty, các chủ sở hữu chính, hay các cá nhân khác có đặc quyền tiếp cận thông tin về công ty.

SEC qui định rằng các giám đốc, ủy viên quản trị, và các cổ đông chính phải báo cáo tất cả các giao dịch cổ phiếu của công ty. Một danh mục các giao dịch nội bộ được công bố hàng tháng trong *Tóm tắt chính thức về các giao dịch chứng khoán và lượng cổ phần nắm giữ* của SEC. Ý tưởng của việc làm này là thông báo cho công chúng về bất kỳ biểu hiện ngầm ẩn nào về lòng tin hay mất lòng tin của những người trong nội bộ công ty.

Người trong nội bộ công ty *quả thật* có khai thác hiểu biết của họ. Có ba dạng bằng chứng xác nhận cho nhận định này. Thứ nhất, đã có những vụ cáo buộc được công bố rộng rãi của những người ủy quyền trong các kế hoạch giao dịch nội gián.

Thứ hai, có những bằng chứng đáng kể về sự ‘rò rỉ’ thông tin hữu ích cho một số nhà giao dịch trước khi có công bố chính thức về thông tin đó. Ví dụ, giá cổ phần của những công ty công bố tăng cổ tức (mà thị trường lý giải là tin tốt liên quan đến triển vọng của công ty) thường tăng giá trị vài ngày *trước khi* có công bố chính thức về việc tăng cổ tức đó. Rõ ràng, một số nhà đầu tư đã hành động dựa vào tin tốt trước khi tin đó được công bố cho công chúng. Tuy nhiên, giá cổ phần vẫn tăng đáng kể vào ngày công bố tin tốt, cho thấy rằng các nhà giao dịch nội gián hay các đồng sự của họ, đã không đưa giá cổ phiếu công ty lên mức tương xứng với tin tức.

Dạng bằng chứng thứ ba về giao dịch nội gián liên quan đến lợi nhuận nhận được sau các giao dịch của những người trong nội bộ công ty. Các nhà nghiên cứu đã nghiên cứu bản tóm tắt giao dịch nội bộ của SEC để đo lường kết quả của những người trong nội bộ công ty. Một trong những nghiên cứu nổi tiếng nhất thuộc loại này, Jaffe (1974) xem xét lợi nhuận khác thường của các cổ phiếu trong những tháng sau khi xảy ra việc mua hay bán của những người trong nội bộ công ty. Trong những tháng sau khi số vụ mua nội bộ cổ phiếu công ty cao hơn số vụ bán nội bộ là ba vụ hay nhiều hơn, cổ phiếu có lợi nhuận cao bất thường trong tám tháng tiếp theo khoảng 5 phần trăm. Hơn nữa, khi số vụ bán nội bộ cao hơn số vụ mua nội bộ, giá cổ phiếu có xu hướng có kết quả kém.

Tóm tắt

- Các công ty phát hành chứng khoán để huy động vốn cần thiết nhằm tài trợ cho việc đầu tư. Các ngân hàng đầu tư tiếp thị chứng khoán cho công chúng trên thị trường sơ cấp. Các ngân hàng đầu tư nói chung hành động như những đơn vị bảo lãnh phát hành, mua cổ phiếu từ công ty rồi bán lại cho công chúng với một khoản chênh lệch. Trước khi chứng khoán được bán cho công chúng, công ty phải công bố một bản cáo bạch với sự phê duyệt của SEC, cung cấp thông tin về triển vọng của công ty.
- Các chứng khoán đã phát hành được giao dịch trên thị trường thứ cấp, nghĩa là trên các thị trường cổ phiếu có tổ chức; thị trường phi tập trung; và thông qua thương lượng trực tiếp đối với các giao dịch lớn. Chỉ những công ty được cấp phép mới được giao dịch trên

sàn. Các công ty môi giới có giấy phép giao dịch trên sàn sẽ cung ứng dịch vụ cho các cá nhân, tính tiền hoa hồng khi thực hiện giao dịch đại diện cho họ.

- Các giao dịch có thể diễn ra trên các thị trường tự doanh, thông qua các mạng lưới truyền thông điện tử, hay trên các thị trường chuyên gia. Trên các thị trường tự doanh, các công ty tự doanh chứng khoán yết giá mua và giá bán mà tại đó họ sẵn lòng giao dịch. Các công ty môi giới cho các cá nhân sẽ thực hiện giao dịch ứng với mức giá tốt nhất hiện có. Trên các thị trường điện tử, sổ lệnh giới hạn hiện có sẽ cho biết những điều khoản mà tại đó các giao dịch có thể được thực hiện. Các lệnh có thể thỏa thuận giữa hai bên để mua hay bán chứng khoán được khớp lệnh tự động bằng hệ thống máy tính hoạt động trên thị trường. Trên các thị trường chuyên gia, chuyên gia hành động để duy trì một thị trường trật tự với sự liên tục giá. Các chuyên gia duy trì một sổ lệnh giới hạn, nhưng cũng bán hay mua từ tài khoản chứng khoán tồn quỹ riêng của họ. Vì thế, tính thanh khoản trên các thị trường chuyên gia xuất phát từ sổ lệnh giới hạn cũng như từ chứng khoán tồn quỹ của chuyên gia.
- Theo truyền thống, Nasdaq là một thị trường tự doanh, trong đó một mạng lưới các công ty tự doanh trực tiếp thương lượng về việc bán chứng khoán. Theo truyền thống, NYSE là một thị trường chuyên gia. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, cả hai thị trường này đều tăng mạnh cam kết giao dịch điện tử và tự động. Hầu hết các giao dịch ngày nay là giao dịch điện tử.
- Chi phí giao dịch bao gồm một khoản hoa hồng chính thức cũng như chênh lệch giá mua giá bán. Cuộc tranh cãi hiện nay giữa các thị trường là liên quan đến chi phí giao dịch chung, bao gồm ảnh hưởng của chênh lệch giá mua giá bán. NYSE lập luận rằng nơi giao dịch rẻ nhất là khi chất lượng thực hiện giao dịch được công nhận (bao gồm tác động đối với giá và khả năng cải thiện giá).
- Mua chứng khoán bảo chứng có nghĩa là vay tiền từ một công ty môi giới để mua nhiều chứng khoán hơn so với mức có thể mua được bằng tiền riêng của mình. Thông qua mua chứng khoán bảo chứng, nhà đầu tư phóng đại lợi nhuận tiềm năng khi tăng giá và rủi ro thua lỗ tiềm năng khi giảm giá. Nếu vốn sở hữu trong một tài khoản bảo chứng giảm xuống dưới mức duy trì bắt buộc, nhà đầu tư sẽ nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng từ công ty môi giới.
- Bán khống là việc bán chứng khoán mà người bán không sở hữu. Người bán khống vay mượn chứng khoán thông qua một công ty môi giới và có thể được yêu cầu phải tất toán vị thế bán khống vào bất kỳ thời điểm nào được yêu cầu. Tiền mặt thu được từ doanh vụ bán khống được công ty môi giới giữ trong tài khoản, và công ty thường qui định rằng người bán khống phải ký gửi thêm tiền mặt hay chứng khoán để bảo chứng (tài sản cầm cố) cho doanh vụ bán khống.
- Hoạt động giao dịch chứng khoán được điều tiết bởi Ủy ban Chứng khoán và thị trường, bởi các cơ quan chính phủ khác và thông qua sự tự điều tiết của các sàn giao dịch. Có nhiều qui định quan trọng liên quan đến việc cáo bạch đầy đủ thông tin phù hợp về chứng khoán đang xem xét. Các qui tắc giao dịch nội gián cũng cấm các nhà giao dịch không được ra sức kiếm lời từ các thông tin nội bộ.

Thuật ngữ then chốt

Ask price	Giá bán (niêm yết của công ty tự doanh)
Auction market	Thị trường đấu giá
Bid-ask spread	Chênh lệch giá mua giá bán
Bid price	Giá mua (niêm yết của công ty tự doanh)
Block transaction	Giao dịch khối lượng lớn
Dealer market	Thị trường tự doanh
Electronic communication networks (ECN)	Các mạng lưới truyền thông điện tử
Initial public trading (IPO)	Chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng
Inside information	Thông tin nội bộ
Limit buy (sell) order	Lệnh mua (bán) nội bộ
Margin	Bảo chứng
NASDAQ stock market	Thị trường cổ phiếu NASDAQ
Over-the-counter (OTC) market	Thị trường phi tập trung
Primary market	Thị trường sơ cấp
Private placement	Thỏa thuận riêng
Program trade	Giao dịch chương trình
Prospectus	Bản cáo bạch
Secondary market	Thị trường thứ cấp
Short sale	Bán khống
Specialist	Chuyên gia
Stock exchange	Sàn giao dịch cổ phiếu, thị trường cổ phiếu
Stop order	Lệnh dừng
Underwriters	Các đơn vị bảo lãnh phát hành

Bài tập**Cơ bản**

1. Khác biệt giữa chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) và phát hành thêm vốn cổ phần (SEO) là gì?
2. Một số cấu phần khác nhau của chi phí mua hay bán cổ phần hiệu dụng là gì?
3. Khác biệt giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp là gì?
4. Các công ty chuyên gia kiếm lợi nhuận như thế nào?
5. Trong những tình huống nào, các thỏa thuận riêng có nhiều khả năng được sử dụng hơn so với chào bán cổ phần ra công chúng?
6. Khác biệt giữa lệnh dừng lỗ, lệnh bán giới hạn, và lệnh thị trường là gì?
7. Lệnh khối lượng lớn là gì, và tại sao tỷ lệ giao dịch thực hiện trong các lệnh khối lượng lớn giảm xuống trong những năm gần đây?
8. Vai trò của một đơn vị bảo lãnh phát hành là gì? Bản cáo bạch là gì?
9. Các giao dịch bảo chứng làm phóng đại lợi nhuận tiềm năng khi tăng giá và rủi ro thua lỗ khi giảm giá của danh mục đầu tư như thế nào?

Trung cấp

10. Giả sử bạn bán khống 100 cổ phần IBM hiện đang có giá 120 USD/cổ phần.
 - a. Mức thua lỗ tối đa khả dĩ của bạn là bao nhiêu?

- b. Điều gì xảy ra cho mức thua lỗ tối đa nếu bạn đồng thời cũng đặt lệnh dừng mua ở mức 128 USD/cổ phần?
11. Bạn hãy gọi một công ty môi giới toàn bộ dịch vụ và một công ty môi giới chiết khấu và tìm hiểu chi phí giao dịch để thực hiện các chiến lược như sau:
- Mua 100 cổ phần IBM bây giờ và bán ra vào sáu tháng sau.
 - Đầu tư một giá trị tương đương vào quyền chọn mua bất thuận nghịch thời hạn 6 tháng của cổ phiếu IBM bây giờ và bán ra vào sáu tháng sau.
12. Công ty DRK Inc vừa bán 100.000 cổ phần trong một đợt chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Chi phí công khai của đơn vị bảo lãnh phát hành là 60.000 USD. Giá chào bán cổ phần là 40 USD nhưng ngay lập tức sau khi phát hành, giá nhảy vọt lên 44 USD.
- Dự đoán tốt nhất của bạn về tổng chi phí của DRK để phát hành chứng khoán là bao nhiêu?
 - Toàn bộ chi phí bảo lãnh phát hành như một nguồn lợi nhuận của đơn vị bảo lãnh phát hành là bao nhiêu?
13. Nhà giao dịch Dee mở một tài khoản với công ty môi giới, và mua 300 cổ phần của công ty Internet Dreams với giá 40 USD/cổ phần. Cô vay 4.000 USD từ công ty môi giới để giúp thanh toán cho việc mua cổ phần. Lãi suất của khoản vay là 8 phần trăm.
- Tỷ lệ bảo chứng trong tài khoản của Dee là bao nhiêu khi cô mua cổ phiếu ban đầu?
 - Nếu giá cổ phiếu giảm xuống còn 30 USD/cổ phần vào cuối năm, tỷ lệ bảo chứng còn lại trong tài khoản của cô là bao nhiêu? Nếu qui định tỷ lệ bảo chứng duy trì là 30 phần trăm, cô có nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng không?
 - Suất sinh lợi từ đầu tư của cô là bao nhiêu?
14. Nhà giao dịch Old Economy mở một tài khoản để bán khống 1.000 cổ phần của công ty Internet Dreams trong bài tập trên. Qui định tỷ lệ bảo chứng ban đầu là 50 phần trăm. (Tài khoản bảo chứng không được hưởng lãi.) Một năm sau, giá cổ phiếu Internet Dreams tăng từ 40 USD lên 50 USD, và cổ phiếu được hưởng cổ tức 2 USD/cổ phần.
- Tỷ lệ bảo chứng còn lại trong tài khoản là bao nhiêu?
 - Nếu qui định tỷ lệ bảo chứng duy trì là 30 phần trăm, Old Economy có nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng hay không?
 - Suất sinh lợi từ đầu tư là bao nhiêu?
15. Hãy xem sổ lệnh giới hạn sau đây của một chuyên gia. Giao dịch cuối cùng đối với cổ phiếu xảy ra với giá 50 USD.

Lệnh mua giới hạn		Lệnh bán giới hạn	
Giá (USD)	Số lượng cổ phần	Giá (USD)	Số lượng cổ phần
49,75	500	50,25	100
49,50	800	51,50	100
49,25	500	54,75	300
49,00	200	58,25	100
48,50	600		

- Nếu một lệnh mua thị trường 100 cổ phần xuất hiện, lệnh đó sẽ được thực hiện với mức giá nào?
 - Lệnh mua thị trường kế tiếp sẽ được thực hiện với mức giá nào?
 - Nếu bạn là một chuyên gia, bạn sẽ muốn tăng hay giảm hàng tồn kho cổ phiếu này?
16. Bạn đang lạc quan về giá cổ phiếu công ty Telecom. Giá thị trường hiện nay là 50 USD/cổ phần, và bạn có số vốn riêng 5.000 USD để đầu tư. Bạn vay thêm 5.000 USD từ công ty môi giới với lãi suất 8 phần trăm một năm và đầu tư 10.000 USD vào cổ phiếu này.
- Suất sinh lợi của bạn là bao nhiêu nếu giá cổ phiếu Telecom tăng thêm 10 phần trăm trong năm tới? (Bỏ qua cổ tức kỳ vọng.)

- b. Giá cổ phiếu Telecom phải giảm bao nhiêu thì bạn mới nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng nếu tỷ lệ bảo chứng duy trì là 30 phần trăm? Giả định việc giảm giá cổ phiếu diễn ra ngay tức thời.
17. Bạn đang bị quan về giá cổ phiếu Telecom và quyết định bán không 100 cổ phần với giá thị trường hiện hành 50 USD/cổ phần.
- a. Bạn phải đặt bao nhiêu tiền mặt hay chứng khoán vào tài khoản với công ty môi giới nếu qui định tỷ lệ bảo chứng ban đầu là 50 phần trăm giá trị vị thế bán không?
- b. Giá cổ phiếu có thể tăng lên bao nhiêu trước khi bạn nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng nếu tỷ lệ bảo chứng duy trì là 30 phần trăm giá trị vị thế bán không?
18. Đây là thông tin giá thị trường của cổ phiếu Marriott:

	Giá mua	Giá bán
Marriott	19,95	20,05

Bạn đã đặt lệnh dừng lỗ để bán cổ phiếu này với giá 20 USD. Bạn đang nói gì với công ty môi giới? Ứng với giá thị trường, lệnh của bạn có được thực hiện không?

19. Đây là thông tin giá cổ phiếu công ty Fincorp. Trước hết giả sử rằng cổ phiếu Fincorp giao dịch trên một thị trường tự doanh.

Giá mua của thị trường tự doanh	Giá bán của thị trường tự doanh
55,25	55,50

- a. Giả sử bạn đã đặt lệnh cho công ty môi giới để mua theo giá thị trường. Giao dịch của bạn sẽ được thực hiện theo mức giá nào?
- b. Giả sử bạn đã đặt lệnh bán theo giá thị trường. Giao dịch của bạn sẽ được thực hiện theo mức giá nào?
- c. Giả sử bạn đã đặt lệnh bán giới hạn ở mức 55,62 USD. Điều gì sẽ xảy ra?
- d. Giả sử bạn đã đặt lệnh mua giới hạn ở mức 55,37 USD. Điều gì sẽ xảy ra?
20. Bây giờ xem lại bài tập trên với giả định rằng cổ phiếu Fincorp được bán trên một sàn giao dịch như NYSE.
- a. Có bất kỳ cơ hội nào để cải thiện giá trong các lệnh thị trường xem xét trong các câu (a) và (b) hay không?
- b. Có bất kỳ cơ hội nào để giao dịch tức thời ở mức giá 55,37 cho lệnh mua giới hạn trong câu (d) hay không?
21. Bạn đã vay bảo chứng 20.000 USD để mua cổ phiếu Disney, hiện đang bán với giá 40 USD/cổ phần. Tài khoản của bạn bắt đầu với tỷ lệ bảo chứng ban đầu là 50 phần trăm. Tỷ lệ bảo chứng duy trì là 35 phần trăm. Hai ngày sau, giá cổ phiếu giảm còn 35 USD/cổ phần.
- a. Bạn có nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng hay không?
- b. Giá cổ phiếu Disney có thể giảm bao nhiêu trước khi bạn nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?
22. Vào ngày 1-1, bạn bán không một lô chẵn cổ phiếu Lowe (nghĩa là lô 100 cổ phần) với giá 21 USD/cổ phần. Vào ngày 1-3, cổ phiếu được chia cổ tức 3 USD/cổ phần. Vào ngày 1-4, bạn tắt toán vị thế bán không bằng cách mua cổ phiếu với giá 15 USD/cổ phần. Bạn trả tiền hoa hồng 50 cent cho mỗi giao dịch. Giá trị tài khoản của bạn vào ngày 1-4 là bao nhiêu?

Thử thách

23. Giả sử cổ phần Intel hiện đang bán với giá 40 USD/cổ phần. Bạn mua 500 cổ phần bằng số tiền riêng 15.000 USD, vay số tiền còn thiếu của giá mua từ công ty môi giới. Lãi suất khoản vay bảo chứng là 8 phần trăm.

- a. Giá trị ròng trên tài khoản của bạn với công ty môi giới sẽ tăng bao nhiêu phần trăm nếu giá cổ phiếu Intel *ngay lập tức* thay đổi thành: (i) 44 USD; (ii) 40 USD; (iii) 36 USD? Mỗi quan hệ giữa suất sinh lợi của bạn (tỷ lệ phần trăm) và phần trăm thay đổi giá cổ phiếu Intel là như thế nào?
 - b. Nếu tỷ lệ bảo chứng duy trì là 25 phần trăm, giá cổ phiếu Intel có thể giảm đến mức nào trước khi bạn nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?
 - c. Câu trả lời của bạn trong câu (b) sẽ thay đổi như thế nào nếu bạn đã tài trợ cho việc mua cổ phiếu ban đầu chỉ bằng 10.000 USD tiền vốn riêng?
 - d. Suất sinh lợi từ vị thế mua bảo chứng của bạn là bao nhiêu (giả sử bạn đầu tư 15.000 USD vốn riêng) nếu *sau một năm*, giá cổ phiếu Intel là (i) 44 USD; (ii) 40 USD; (iii) 36 USD? Mỗi quan hệ giữa suất sinh lợi của bạn và phần trăm thay đổi giá cổ phiếu Intel là như thế nào? Giả sử Intel không chi trả cổ tức.
 - e. Tiếp tục giả định rằng một năm đã trôi qua. Giá Intel có thể giảm đến mức nào trong khi bạn nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?
24. Giả sử bạn bán khống 500 cổ phần Intel hiện có giá 40 USD/cổ phần, và nộp cho công ty môi giới 15.000 USD để thiết lập tài khoản bảo chứng.
- a. Nếu bạn không hưởng lãi trên số tiền trong tài khoản bảo chứng, suất sinh lợi của bạn là bao nhiêu sau một năm nếu giá cổ phiếu Intel là: (i) 44 USD; (ii) 40 USD; (iii) 36 USD? Giả sử công ty Intel không chi trả cổ tức.
 - b. Nếu tỷ lệ bảo chứng duy trì là 25 phần trăm, giá cổ phiếu Intel có thể tăng đến mức nào trước khi bạn nhận được lệnh nộp tiền bảo chứng?
 - c. Làm lại câu (a) và (b), nhưng bây giờ giả định rằng Intel cũng đã trả cạnh tranh cuối năm là 1 USD/cổ phần. Giá trong câu (s) nên được lý giải là giá sau cổ tức, nghĩa là giá sau khi cổ tức đã được chia.

Bài tập CFA

1. Nếu bạn đặt lệnh dừng lỗ để bán 100 cổ phần với giá 55 USD khi giá hiện tại là 62 USD, bạn sẽ nhận được bao nhiêu ứng với mỗi cổ phần nếu giá giảm còn 50 USD?
 - a. 50 USD.
 - b. 55 USD.
 - c. 54,87 USD.
 - d. Không thể biết được từ những thông tin đã cho.
2. Bạn muốn bán khống 100 cổ phần công ty XYZ. Nếu hai giao dịch cuối cùng xảy ra với mức giá 34,12 USD rồi tiếp đến là 34,25 USD, bạn chỉ có thể bán khống trong giao dịch tiếp theo với mức giá
 - a. 34,12 USD hay cao hơn.
 - b. 34,25 hay cao hơn.
 - c. 34,25 hay thấp hơn.
 - d. 34,12 hay thấp hơn.
3. Các chuyên gia trên Thị trường cổ phiếu New York làm tất cả mọi việc sau đây *ngoại trừ*:
 - a. Hành động như các công ty tự doanh trên các tài khoản riêng của họ.
 - b. Thực hiện các lệnh giới hạn.
 - c. Giúp mang lại tính thanh khoản cho thị trường.
 - d. Hành động như các nhà tự doanh lô nhỏ.

Standard & Poor's

Sử dụng số liệu từ cơ sở dữ liệu Standard & Poor's Market Insight Database ở trang web www.mhhe.com/edumarketinsight để trả lời các câu hỏi sau đây.

1. Chọn tab Company rồi nhập vào mã chứng khoán (ký hiệu công ty) 'T' và nhấp chuột vào 'GO'. Công ty AT&T sẽ xuất hiện. Nhấp chuột vào phần Compustat Reports và tìm đường dẫn đến hồ sơ công ty. Trụ sở chính của công ty nằm ở đâu? Cổ phiếu công ty chủ yếu giao dịch trên sàn giao dịch nào?
2. Quay trở lại phần Compustat Reports, nhấp chuột vào Ticker History. Tóm tắt ngắn gọn những gì bạn tìm thấy về lịch sử công ty liên quan đến tên công ty và mã chứng khoán.
3. Kết nối với phần Financial Highlights trong Compustat Reports. Công ty nào là nhà kiểm toán chính của các báo cáo tài chính của AT&T? Ý kiến của cơ quan kiểm toán có đủ tư cách trong mọi trường hợp hay không?
4. Lập lại quá trình này cho cổ phiếu GM và so sánh ý kiến kiểm toán của hai công ty.

Nắm vững trang web

Chọn một công ty môi giới

Có một số yếu tố nên xem xét khi bạn chọn công ty môi giới nào để thực hiện các giao dịch của bạn. Cũng có nhiều dịch vụ xác nhận việc kiến nghị khách quan các công ty môi giới. Nhiều dịch vụ thật sự được bảo trợ bởi chính các công ty môi giới.

Lên trang web www.consumersearch.com/online-brokers/reviews và đọc thông tin trong mục 'Our sources'. Sau đó theo đường dẫn đến xếp hạng của Barron. Ở đây bạn có thể đọc khảo sát điều tra thường niên của Barron về các công ty môi giới và tải xuống báo cáo 'How The Brokers Stacks Up' trong đó có một danh mục các khoản phí. Giả sử bạn có 3.000 USD để đầu tư và muốn đặt vào một tài khoản không phải tài khoản hưu trí cá nhân (non-IRA).

1. Có phải tất cả các công ty môi giới đều phù hợp nếu bạn muốn mở một tài khoản tiền mặt? Tất cả đều phù hợp nếu bạn muốn mở một tài khoản bảo chứng?
2. Chọn hai công ty môi giới được liệt kê. Giả sử bạn muốn mua 200 cổ phần LLY bằng một lệnh thị trường. Nếu lệnh được thực hiện với giá 42 USD/cổ phần, hoa hồng cho hai công ty là bao nhiêu nếu bạn đặt lệnh trực tuyến?
3. Có phí duy trì gắn liền với tài khoản ở mỗi công ty môi giới này hay không?
4. Bây giờ giả sử bạn có một tài khoản bảo chứng và số dư là 3.000 USD. Tính lãi suất bạn phải trả nếu bạn vay tiền để mua cổ phiếu.

Bài giải kiểm tra khái niệm

- 3.1. Việc đăng ký phát hành chứng khoán dần dần có giới hạn về thời gian được áp dụng là do sự đánh đổi thuận lợi giữa tiết kiệm chi phí phát hành chứng khoán và việc thực hiện cáo bạch thông tin. Cho phép đăng ký dần dần không giới hạn sẽ dẫn đến tránh né các luật 'trời xanh' nhằm cáo bạch thỏa đáng khi tình hình tài chính của công ty thay đổi theo thời gian.

3.2.

- Ô tô đã qua sử dụng giao dịch trên các thị trường tự doanh (các bãi xe đã qua sử dụng hay các nhà buôn) và trên các thị trường tìm kiếm trực tiếp khi các cá nhân quảng cáo trên báo chí địa phương hay đăng trên internet.
- Tranh ảnh giao dịch trên thị trường môi giới khi khách hàng ủy thác cho các công ty môi giới để mua hay bán tranh ảnh nghệ thuật cho họ, trên thị trường tự doanh tại các phòng triển lãm nghệ thuật, và trên thị trường đấu giá.
- Đồng tiền hiếm được giao dịch trên thị trường tự doanh, ví dụ trong các cửa hàng tiền xưa hay triển lãm, nhưng cũng giao dịch trên thị trường đấu giá và trên thị trường tìm kiếm trực tiếp khi các cá nhân quảng cáo họ muốn mua hay bán tiền hiếm.

3.3.

- Bạn nên đặt lệnh thị trường cho công ty môi giới. Lệnh này sẽ được thực hiện ngay tức thời và là loại lệnh rẻ nhất về phí môi giới.
- Bạn nên đặt lệnh mua giới hạn cho công ty môi giới; lệnh này chỉ được thực hiện nếu có thể mua được cổ phần với giá thấp hơn khoảng 5 phần trăm so với giá hiện hành.
- Bạn nên đặt lệnh dừng lỗ cho công ty môi giới; lệnh này chỉ được thực hiện nếu giá cổ phần bắt đầu giảm. Giá dừng hay giá giới hạn nên gần với mức giá hiện hành để tránh khả năng thua lỗ lớn.

3.4. Giải bài toán:

$$\frac{100P - 4.000}{100P} = 0,4$$

Ta được $P = 66,67$ USD/cổ phần.

3.5. Nhà đầu tư sẽ mua 150 cổ phần với suất sinh lợi như sau:

Thay đổi giá vào cuối năm	Giá trị các cổ phần vào cuối năm (USD)	Hoàn trả lãi và vốn vay (USD)	Suất sinh lợi của nhà đầu tư (%)
30%	19.500	5.450	40,5
Không thay đổi	15.000	5.450	-4,5
-30%	10.500	5.450	-49,5

3.6.

- Khi cổ phiếu Dot Bomb tăng đến 110 USD, bảng cân đối kế toán của bạn sẽ là:

Tài sản		Nợ và vốn chủ sở hữu	
Tiền mặt	100.000	Vị thế bán khống cổ phiếu Dot Bomb	110.000
Tín phiếu kho bạc	50.000	Vốn sở hữu	40.000

- Giải bài toán:

$$\frac{150.000 \text{ USD} - 1.000P}{1.000P} = 0,4$$

Ta được $P = 107,14$ USD/cổ phần.