

LỰA CHỌN MÔ HÌNH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÙ HỢP VỚI ĐIỀU KIỆN CỦA VIỆT NAM

LTS : Tháng 1.1993 Viện kinh tế TP.HCM đưa ra dự thảo đề án tổ chức mô hình thị trường "Trung tâm giao dịch chứng khoán tại TP.HCM" do một nhóm chuyên viên đang nghiên cứu, giảng dạy và hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng thực hiện.

Tòa soạn tạp chí PTKT mời ông **TRẦN TÔ TỬ** - thành viên của nhóm nghiên cứu trên - giới thiệu với độc giả phần nghiên cứu của ông về "Lựa chọn mô hình thị trường chứng khoán phù hợp với điều kiện của Việt Nam", gồm 7 vấn đề:

- Vai trò của Nhà nước trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Lựa chọn các thành viên (membership) của thị trường chứng khoán (TTCK).
- Hệ thống kinh doanh (trading system).
- Thanh toán và giao hoán (clearing & settlement).
- Sử dụng máy vi tính (computer).
- Tiêu chuẩn đăng ký (listing).
- Các loại chứng khoán được giao dịch tại TTCK.

Việc lựa chọn mô hình thông qua 7 vấn đề xác định nêu trên nhằm đảm bảo mục tiêu là VN sẽ có được một TTCK đúng đường lối kinh tế mở của Nhà nước, phù hợp với hoàn cảnh VN, thông lệ và chuẩn mực của quốc tế, khuyến khích được đầu tư trong và ngoài nước, bảo đảm cho sự kiểm soát tài chính cơ bản và những lúc có các chuyển biến kinh tế quan trọng.

Dưới đây là 7 vấn đề của ông **Trần Tô Tử** viết trong dự thảo nói trên.

PTKT



Ảnh : **HÒA TẤN**

VAI TRÒ CỦA NHÀ NƯỚC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1. CƠ QUAN PHÁP CHẾ VÀ QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VỀ TTCK

Có 2 quan điểm cực đoan thường tranh luận:

* Một quan điểm đòi hỏi phải theo thị trường mà cụ thể là sở giao dịch chứng khoán (sở GDCK), một tổ chức theo dạng công ty cổ phần của những nhà môi giới được quyền tự chế định hoàn toàn các quy tắc hoạt động (self-regulation).

Ý kiến chỉ trích quan điểm này cho rằng việc tự chế định hoàn toàn của thị trường sẽ không đảm bảo yêu cầu bảo vệ đầy đủ các quyền lợi của nhà đầu tư trong và ngoài nước.

* Một quan điểm khác đòi hỏi phải có sự can dự và kiểm soát độ quyền của nhà nước vào TTCK.

Tuy nhiên, biện pháp này cũng tỏ ra không hiệu quả, không hoàn hảo, dễ bị quan liêu hóa và khiến cho thị trường kém sinh động.

Giải pháp được các chuyên gia về TTCK khuyến cáo cơ quan pháp chế và quản lý nhà nước TTCK gồm 3 yếu tố:

- Các quy tắc phải đơn giản, dễ hiểu.
- Thi hành luật lệ một cách nghiêm túc.
- Các hình thức thưởng phạt phải nghiêm minh và có ý nghĩa.

Qua so sánh đối chiếu giữa các TTCK trên thế giới, VN có thể áp dụng

một cơ quan trung ương tập trung quyền pháp chế hóa nhưng không hoàn toàn độc quyền. Theo đó:

* Việt Nam sẽ có một hội đồng chứng khoán quốc gia (state securities commission) là cơ quan ban hành toàn bộ các văn bản pháp quy cho các TTCK địa phương dựa vào đó để thực hiện Hội đồng chứng khoán quốc gia (HĐCKQG) không chỉ giám sát các hoạt động của TTCK, quy định những yêu cầu về thông báo công khai, ngắ

lặn những thủ đoạn gian lận về
ứng khoán (CK) và giao dịch CK,
ĐCKQG còn ấn định trực tiếp những
yêu cầu đối với mọi đối tượng có tham
gia vào TTCK phải tuân thủ.

* Tại các địa phương có sở GDCK,
nếu sở GDCK có thể tự pháp chế hóa,
thực hành các quy chế bổ sung chi tiết
trên, nhưng không được trái với những
quy định chung của HĐCKQG.

Áp dụng theo nguyên tắc này,
TTCK tại TP.HCM - cho dù sau này
được tổ chức theo dạng công ty cổ phần
của những thành viên giao dịch CK -
cũng phải hoạt động trong khuôn khổ
áp chế được quy định từ HĐCKQG.

CHỌN NGƯỜI SỞ HỮU (OWNERSHIP) TTCK

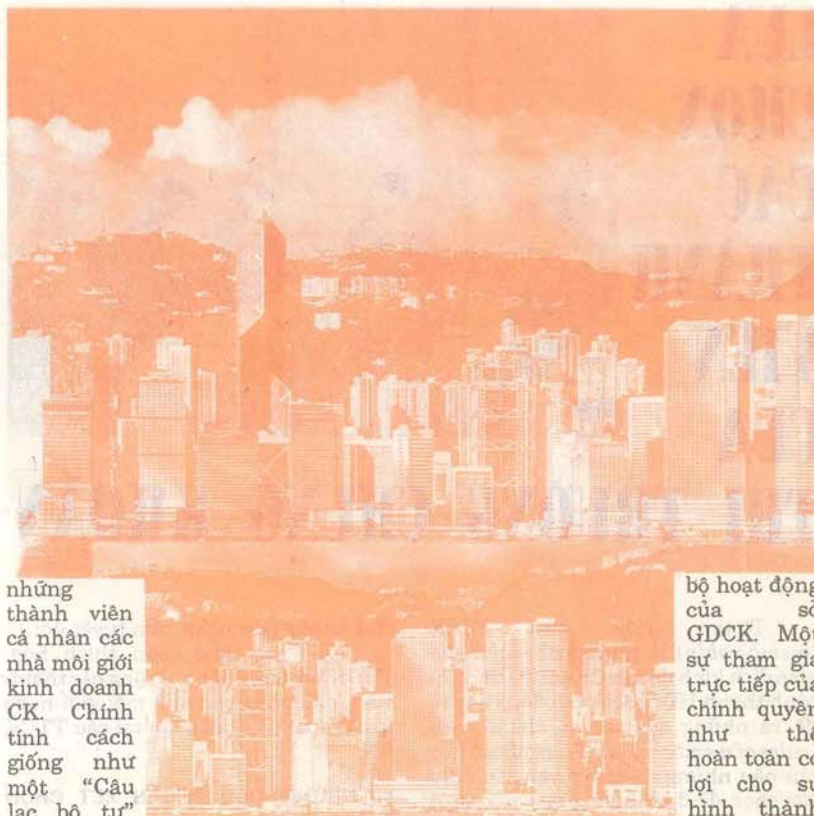
* Theo giáo sư Didier Martean -
nhà học thương mại Paris, Pháp - về
bản chất, các TTCK trên thế giới có
thể chia làm 3 loại:

- Những TTCK công cộng theo
nhân thân của mô hình Pháp theo Luật
Napoleon, những TTCK loại này là
hững thể chế công cộng, mà ở đó các
nhà đại lý môi giới giao dịch CK nói
chung nắm độc quyền mua bán do
nhà nước cho phép (cuộc cải
cách gần đây ở Pháp trong lãnh vực
CK đã hướng vào việc giảm mạnh sự
độc quyền này nhờ thay thế các nhà
đại lý môi giới này bằng các công ty môi
giới CK là những công ty thương mại
có quyền phổ thông). Thuộc vào nhóm
này là những TTCK của Pháp, Bỉ, Tây
Ban Nha, Italia, Hy Lạp và một số
TTCK Nam Mỹ.

- Những TTCK kiểu ngân hàng là
hững TTCK mà ở đó chủ yếu là các
ngân hàng hoạt động. Chúng có thể
tồn tại với các nhà đại lý môi giới
hưng cũng có thể trực tiếp thực hiện
liệu mua bán trao đổi. Những TTCK
theo mô hình này của Đức gồm có:
Huy Sĩ, Áo, Amsterdam.

- Những TTCK tư nhân được tổ
chức một cách tự do và không hề
uống bất cứ một sự độc quyền nào
trong việc mua bán CK. Chẳng hạn
như TTCK London hay những TTCK
ở Mỹ là những tổ chức tư, tự ban
hành các quy chế hoạt động riêng của
mình và có thể trở thành đối tượng
quản tranh từ phía các định chế tương
ự khác (tất nhiên quyền tự do thành
lập này không loại trừ sự giám sát lúc
ban thiết của chính quyền). Những
quốc đi theo mô hình này nằm trong
vùng ảnh hưởng của Anh - Mỹ như:
Canada, Nam Phi, Australia, Nhật
Bản.

Đặc biệt là ở Mỹ, sở GDCK - về
bản chất pháp lý - không phải là một công
ty vô danh, thậm chí cũng chẳng phải
là một công ty hợp doanh. Nó chẳng
qua chỉ là một hiệp hội tự nguyện gồm



những
thành viên
cá nhân các
nhà môi giới
kinh doanh
CK. Chính
tính cách
giống như
một "Câu
 lạc bộ tư"

này của tổ chức điều hành TTCK là
điều đôi lúc làm cho Ủy ban chứng
khoán và giao dịch nhà nước quan tâm
lo lắng nhiều nhất.

III. VIỆT NAM NÊN HƯỚNG THEO KIỂU TTCK NÀO?

Cũng theo ý kiến của giáo sư
Didier Martean, do tình hình kinh tế
xã hội VN trong một tương lai gần chắc
chắn vẫn còn biến động, các phương
pháp và cách thức quản lý chủ yếu vẫn
còn mang tính chất nhà nước, tâm lý
lo ngại và sự thiếu lòng tin còn phổ biến
trong số những người có tiền tiết kiệm,
mà đa số họ chưa biết gì nhiều về "Văn
minh chứng khoán", do đó ông
Marteau đề nghị VN nên đi theo mô
hình một TTCK công cộng.

Tuy nhiên theo cộng ty tư vấn
chứng khoán quốc tế ISC
(International Securities Consultancy)
cho rằng VN chưa có sẵn các nhà môi
giới, các công ty CK cho nên rất khó
thành lập một TTCK tư nhân. Hơn
nữa, hệ thống ngân hàng của VN cũng
chưa được hoàn thiện để đảm nhận
điều hành TTCK theo kiểu của Đức. Vì
thế, ISC đề nghị VN nên chọn theo mô
hình của Trung Quốc tại TTCK
Thượng Hải và Thẩm Quyển.

- Bước đầu, nhà nước cấp thành
phố sẽ là người sở hữu TTCK, tức là
người trực tiếp tổ chức điều hành toàn

bộ hoạt động
của sở
GDCK. Một
sự tham gia
trực tiếp của
chính quyền
như thế
hoàn toàn có
lợi cho sự
hình thành

và phát triển của TTCK.

- Sau đó, một khi TTCK đã hoạt
động trôi chảy, các nhóm môi giới đã
hình thành và hoạt động tốt, các định
chế tài chính trung gian đã đủ mạnh,
nhà nước sẽ đa dạng hóa quyền sở hữu
TTCK cho các thành viên TTCK thuộc
các thành phần kinh tế. Lúc đó, nhà
nước sẽ đứng lùi lại vị trí của người
giám sát và bảo trợ cho TTCK phát
triển.

Theo nhóm nghiên cứu nhận
định, đề nghị của ISC là giải pháp hợp
lý hơn cả và chỉ bổ sung thêm ý kiến
vào giai đoạn đầu, ngay trong quá trình
hình thành những cá nhân và tổ chức
môi giới kinh doanh CK, Nhà nước
cũng nên khuyến khích và thúc đẩy
thành lập một "Hiệp hội kinh lý" (*the
brokerage association*) bao gồm tất cả
những cá nhân, tổ chức hành nghề môi
giới đang là thành viên hoặc chưa là
thành viên của sở GDCK.

Một tập hợp dưới dạng hiệp hội tự
nguyện như vậy sẽ giúp cho nhà nước
có nhiều thuận lợi trong việc quản lý
TTCK thông qua những cuộc thảo luận
định kỳ thường xuyên về những vấn đề
ổn định và phát triển TTCK. Vào giai
đoạn sau, có thể cũng chính hiệp hội
kinh lý này sẽ được nhà nước cấp
thành phố đề nghị HĐCKQG cấp giấy
phép chính thức cho hiệp hội đóng vai
trò người tổ chức, quản trị, điều hành
toàn bộ hoạt động của sở GDCK.

LỰA CHỌN CÁC THÀNH VIÊN CỦA

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN



Thành viên của TTCK (membership) là những nhà môi giới giao dịch kinh doanh CK tại TTCK. Khi hình thành HĐQTQG, hội đồng này sẽ đề ra những quy tắc về thành viên (rules of membership). Trong đề án này chỉ nêu những điểm nguyên tắc được lựa chọn để định hướng cho việc soạn thảo quy tắc chi tiết về sau này:

I. CÁC THÀNH VIÊN CÓ THỂ LÀ THỂ NHÂN HOẶC PHÁP NHÂN

Để khuyến khích các tổ chức hoặc cá nhân thuộc mọi thành phần kinh tế, có năng lực hành nghề môi giới CK tại TTCK, nhà nước cần cho phép bất cứ ai - dù là danh nghĩa cá nhân (thể nhân) hoặc danh nghĩa một tổ chức có tư cách pháp nhân (pháp nhân) đều có thể tham gia vào TTCK nếu hội đủ điều kiện và trải qua một cuộc trắc nghiệm đạt những yêu cầu về năng lực chuyên môn.

II. CÁC THÀNH VIÊN LÀ NGƯỜI NƯỚC NGOÀI

Tại các TTCK ở các nước trên thế giới trong suốt thời gian dài trước đây đều chỉ cho phép người trong nước mới được hành nghề môi giới tại TTCK của họ. Mãi đến những năm gần đây với trào lưu quốc tế hóa TTCK, một số thị trường lớn mới mở rộng đón nhận những nhà môi giới nước ngoài.

Tại VN, trong giai đoạn đầu thành lập TTCK, cũng cần giới hạn người nước ngoài tham gia hoạt động môi giới kinh doanh CK. Tuy nhiên, do VN đang có chính sách thu hút mạnh vốn đầu tư nước ngoài cho nên sự hạn chế này chỉ nên ở mức độ cho phép họ liên doanh (joint - venture) hoặc hợp vốn (partnership) với các nhà môi giới VN

chứ không nên ngăn cấm tuyệt đối.

Đến một giai đoạn thích hợp, TTCK VN cũng nên mở rộng các thành viên, cho phép các nhà môi giới nước ngoài hoạt động độc lập tại các TTCK VN.

III. NHỮNG TIÊU CHUẨN XÉT CHỌN THÀNH VIÊN

Thành viên của TTCK là một trong những nhân tố cơ bản bảo đảm cho TTCK hoạt động một cách trôi chảy, công bằng, có trật tự và hiệu quả. Do đó, trên mọi TTCK đều kiểm soát nghiêm ngặt việc đăng ký hành nghề môi giới, xét chọn vào thành viên TTCK và việc giám sát các hoạt động của các nhà môi giới.

Những tiêu chuẩn xét chọn thành viên TTCK được đề nghị là:

1. Những điều kiện hành nghề môi giới

a. Có hạnh kiểm, tư cách, đạo đức tốt, không can án và không có tiền án.

b. Có kiến thức kinh tế - tài chính - ngân hàng đạt trình độ đại học và đã tốt nghiệp một khóa huấn luyện chuyên nghiệp về TTCK và hành nghề môi giới.

c. Có đủ năng lực tài chính được thể hiện bằng một trong ba hình thức:

- Hoặc ký quỹ một số tiền.
- Hoặc thế chấp tài sản tại một cơ quan được chỉ định.
- Hoặc được sự bảo lãnh của một ngân hàng hay công ty tài chính.

d. Được HĐQTQG cấp giấy phép hành nghề - phải đăng ký kinh doanh tại một cơ quan chức năng địa phương - cam kết chấp hành đầy đủ các luật lệ, quy tắc có liên quan đến hoạt động kinh doanh CK.

Những nhà môi giới nếu hội đủ

những điều kiện trên có thể hành nghề tự do hoặc đăng ký vào thành viên của TTCK.

2. Những tiêu chuẩn xét chọn vào thành viên TTCK

a. Cá nhân nhà môi giới hoặc người đại diện công ty môi giới về TTCK phải hội đủ 4 điều kiện hành nghề nêu trên.

b. Tán thành điều lệ của TTCK. Điều lệ sẽ quy định chẳng hạn:

- Số vốn tối thiểu của mỗi thành viên: 500 triệu đồng.
- Thái độ hành vi hoạt động trong TTCK.

- Các biện pháp kỷ luật đối với các thành viên.
- Lệ phí mà mỗi thành viên phải đóng góp:

- + Lần đầu (để mua chỗ ngồi tại TTCK) có thể là 100 triệu đồng.
- + Hàng tháng, có thể là 1 triệu đồng/tháng (chỗ ngồi của thành viên có thể sang nhượng được và các mức phí này sẽ gia tăng về sau này, tương ứng theo khối lượng giao dịch gia tăng).

Mức hoa hồng môi giới (brokerage rates) có thể là 1% trên giá trị giao dịch - mức tối thiểu cho một cuộc giao dịch là 50.000 đ. Tỷ lệ hoa hồng này sẽ được ấn định ngày càng giảm tương ứng theo khối lượng giao dịch ngày càng gia tăng.

c. Nhà môi giới có kinh nghiệm và có doanh số giao dịch đạt cao nhất với các nhà môi giới dự tuyển về thành viên TTCK.

Đối với đợt tuyển chọn thành viên đầu tiên cho TTCK thí điểm, tiêu chuẩn này có thể thay bằng "kết quả thực tập môi giới trong thời gian nhất là 3 tháng ở một TTCK nước ngoài".

IV. SỐ THÀNH VIÊN ĐƯỢC TUYỂN CHỌN VÀO TTCK

Trong giai đoạn khởi đầu, số thành viên cho TTCK thí điểm cần khoảng 8 - 10 thành viên, chủ yếu là những công ty môi giới CK sẽ được phép thành lập hoặc là những ngân hàng thương mại, công ty tài chính có chức năng môi giới kinh doanh CK.

Về sau, một khi TTCK chính thức ra đời và đi dần vào giai đoạn tăng trưởng, số thành viên cũng sẽ gia tăng hàng năm tùy theo số chủng loại CK, khối lượng CK và khối lượng giao dịch gia tăng.

Nguyên tắc ấn định số thành viên cần bảo đảm phù hợp theo khối lượng CK, tránh quá nhiều sẽ gây rối loạn thị trường, nhưng cũng tránh quá ít dễ làm suy yếu tính cạnh tranh khiến cho thị trường kém sinh động.

Trên một TTCK có 3 dịch vụ cơ bản: Hệ thống kinh doanh CK (*trading system*) - Hệ thống giao hoán và thanh toán - Hệ thống các tiêu chuẩn xét chọn mỗi loại CK được đăng ký vào danh mục giao dịch trên TTCK có tổ chức (gọi tắt là "việc đăng ký" - *listing*).

Qua nghiên cứu, TTCK ở các nước trên thế giới thường áp dụng 1 trong 2 hệ thống kinh doanh CK cơ bản là:

* Đầu giá theo các lệnh đặt hàng (*order driven system*): Ở Pháp, Trung Quốc (Thẩm Quyển).

* Báo giá và dò tìm (*quote driven system*): Ở New York, London, Hong Kong, Australia.

Mỗi hệ thống này đều có những ưu nhược điểm riêng.

QUAN ĐIỂM 1

Theo ông Claire Barnes - giám đốc nghiên cứu của Ngân hàng Barclays De Zoete Wedd (Asia) Ltd, cho rằng: Để thiết lập một hệ thống kinh doanh tốt đẹp, chúng ta có thể chọn những điểm tốt nhất của các TTCK trên thế giới, học các lỗi của những TTCK khác. Việc thiết lập 1 hệ thống kinh doanh CK và thanh toán - giao hoán CK cần đạt 2 yêu cầu: đơn giản, hiệu quả.

Cũng theo ông Barnes, một hệ thống kinh doanh CK thích hợp sẽ cho phép các cuộc giao dịch có trật tự, rapi-đi được những người cần mua với những người cần bán.

Giá của 1 loại CK mà 1 người cần mua hoặc cần bán sẽ được ghi trên bảng. Những mức giá trả sẽ được phối kết với giá rao khi đạt đến đỉnh cao của chuỗi lệnh mua hay lệnh bán và các nhà môi giới có thể không cần thương lượng thêm. Quá trình này có thể được tự động hóa hoàn toàn trên máy vi tính. Đa số các TTCK đều khởi đầu bằng hệ thống viết tay và sau đó "vi tính hóa" (*computerize*) hệ thống này. Cũng có thể theo một tiến trình như vậy nhưng thật ra không cần thiết. Giá trần cứng của máy vi tính đã hạ xuống và hệ thống computer đã được hiện đại hóa đến mức độ chỉ cần nhập 1 hệ thống mẫu "vi tính hóa" từ 1 trong những TTCK đã hoạt động hữu hiệu. Hiện hình là hệ thống kinh doanh CK mang tên CLOB (*the Cental Limit Order Book*) tại Singapore. Hệ thống kinh doanh CK tại Thái Lan cũng hoạt động khá tốt. Cả 2 hệ thống này rất gần gũi trong tâm tay của những TTCK mới thành lập.

Theo hệ thống CLOB, một nhà đầu tư gọi nhà môi giới để đặt lệnh mua hay bán 1 số lượng CK nào đó. Nhà môi giới sẽ đưa lệnh này vào computer - máy vi tính này là 1 phần trong mạng

lưới hệ thống xử lý lệnh đặt hàng của TTCK. Sau đó, computer sẽ dò tìm đầu mối mua hoặc đầu mối bán để phối kết thành một cuộc giao dịch thích hợp. Nếu lệnh đặt hàng của nhà đầu tư có đối tác, computer sẽ xác nhận ngay với nhà môi giới. Nếu lệnh mua trả giá quá thấp hay lệnh bán chào giá quá cao, computer sẽ ghi thêm lệnh đặt hàng này vào danh sách các CK chưa tìm được người mua hay người bán ở mức giá đó. Khi đối đối tác, tùy theo thời gian của lệnh chỉ định, computer sẽ lập danh sách tổng số của từng loại CK có sẵn theo từng mức giá đồng ý mua hoặc

HỆ THỐNG KINH DOANH

bán.

II. QUAN ĐIỂM 2

Theo ông Rober Well - chuyên viên CK của công ty Tư vấn chứng khoán quốc tế ISC, cho rằng:

Mỗi TTCK cần có một phương thức kinh doanh phù hợp. Yêu cầu đặt ra là khả năng định giá CK phải trên một cơ sở tương đối đều đặn và phải bảo đảm là các lệnh đặt hàng được kinh doanh trong phạm vi giá đã ấn định theo một trật tự "người đến trước được phục vụ trước".

Ông ta cũng cho rằng không nhất thiết phải thiết lập 1 hệ thống "vi tính hóa" hoàn toàn như ở TTCK London mà chỉ cần nhằm đến 1 hệ thống đơn giản cho phép phối kết được các lượt chào bán hoặc đặt mua theo một phương cách phù hợp với khối lượng CK giao dịch. Vì thế, ông ta đề nghị buổi ban đầu của TTCK, VN vẫn nên có một "sàn giao dịch" (*trading floor*) với phương tiện thô sơ "bảng đen, phấn trắng". Sau đó sẽ dần dần vi tính hóa hỗ trợ bởi 1 hệ thống thông tin trên các màn hình cá nhân cũng tại sàn giao dịch này.

Chẳng hạn những TTCK lớn như tại Tokyo - Hong Kong vẫn còn giữ sàn giao dịch, còn tại TTCK Hong Kong từ năm 1986 trở về trước vẫn sử dụng bảng và phấn. Ưu điểm của sàn giao dịch là các nhà môi giới - thành viên của TTCK - có thể ngồi lại với nhau để trao đổi dễ dàng hơn, tạo sự tin tưởng lẫn nhau nhiều hơn là ngồi ở những phòng riêng cách xa nhau để đối thoại lạng lẽ qua computer. Ngoài ra cũng

nhờ có một sàn giao dịch để tạo cơ hội cho công chúng dễ tập trung theo dõi và kiểm soát diễn biến của thị trường. Sàn giao dịch sẽ là trung tâm của TTCK, từ nơi đây sẽ tạo ra một điều cơ bản nhưng rất khó định nghĩa đó là đạo đức kinh doanh CK.

Điều cần thiết - cũng theo ông Rober Well - là nên tập trung đầu tư cho việc thu thập và xử lý thông tin cùng với việc thiết lập 1 hệ thống điện thoại. Chi phí đầu tư cho 2 việc này sẽ ít tốn kém nhưng sẽ đáp ứng cho một yêu cầu cơ bản là giúp cho ban điều hành TTCK - các nhà môi giới - các nhà đầu tư có thể nắm được các thông tin một cách phù hợp, đầy đủ, kịp thời và liên tục.

Về 2 hệ thống phối kết mua bán theo 2 phương thức: *order driven* và *quote driven*, ông ta cũng đề nghị nên áp dụng theo phương thức *order driven* nhằm giúp cho thị trường được giao dịch theo giá hợp lý nhất, đạt đến mức giá tốt nhất ở điểm cân bằng số cung và số cầu CK - Giá này sẽ hình thành độc lập ngoài ý muốn chủ quan của nhà môi giới trực tiếp kinh doanh CK làm cho thị trường thấy rõ tổng số khối lượng CK cần mua, cần bán. Tuy nhiên, hệ thống *order driven* đòi hỏi phải có một đối tượng đóng vai trò làm cân bằng thị trường (*market - maker*).

Trong khi đó, hệ thống *quote driven* không đòi hỏi phải có *market - maker* nhưng đòi hỏi phải tôn trọng thứ tự đặt hàng, để phát sinh những mâu thuẫn về quyền lợi và các công ty môi giới CK có thể ưu tiên mua bán những CK của họ trước những lệnh đặt hàng của khách hàng (các nhà đầu tư), tổng số cung và cầu CK không biểu hiện rõ trên thị trường.

III. ĐỀ XUẤT LỰA CHỌN HỆ THỐNG KINH DOANH CHO TTCK.VN

Qua nghiên cứu sơ bộ nêu trên, xin đề xuất những điểm chính dưới đây và sẽ có những bổ sung điều chỉnh tiếp theo sau khi có dịp khảo sát thêm, đối chiếu một số TTCK trên thế giới.

a. Sử dụng hệ thống *order driven*.

b. Có một sàn giao dịch tập trung các nhà môi giới là thành viên của TTCK.

c. Phương pháp giao dịch: bỏ qua giai đoạn thủ công với "bảng đen, phấn trắng" - nên đi thẳng vào phương pháp giao dịch bán tự động bằng một hệ thống computer thích hợp với bảng điện và màn hình TV (màn ảnh rộng 100 inch).

d. Thiết lập hệ thống nối mạng computer và điện thoại đường dài giữa sở GDCK và các đối tượng có liên quan ở các khu vực bên ngoài sở GDCK.

1. Sau sự kiện tháng 10.1989, các TTCK lớn trên thế giới bị một cơn khủng hoảng tuy ngắn ngày nhưng cũng gây hậu quả khá nghiêm trọng - một nhóm 30 chuyên gia CK đã được tập hợp và đưa ra một 1 bản thỏa thuận, báo cáo chung về định giá và kinh doanh CK. Văn bản này thường được coi là *Bản báo cáo của tập đoàn 30*.

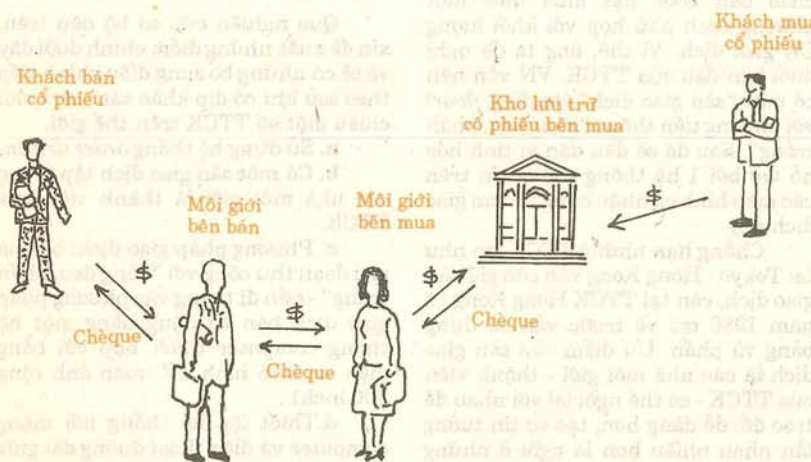
Bản báo cáo đã xem xét, thiết kế những tiêu chuẩn được chấp nhận và ấn định ra một lịch trình có giới hạn thời gian để hoàn tất từng công đoạn trong hệ thống giao hoán và thanh toán CK.

Nhóm nghiên cứu đề án này sẽ tìm và tham khảo tập tài liệu của "tập đoàn 30" để vận dụng vào hệ thống thanh toán - giao hoán tại TTCK VN nhằm đảm bảo cho thị trường ngay từ bước đầu được hoạt động thuận tiện, nhanh chóng và an toàn.

II. TẦM QUAN TRỌNG CỦA VIỆC THANH TOÁN

Sau khi kết thúc việc giao dịch thì bước kế tiếp là việc thanh toán. Đây là 1 vấn đề quan trọng vì việc giao dịch nhằm giải quyết về cung - cầu CK, còn việc thanh toán sẽ thực hiện sự chuyển nhượng quyền sở hữu CK, bảo đảm cho nhà đầu tư chuyển dịch vốn một cách thật sự. Do đó, dù 1 cuộc giao dịch CK có khối lượng giá trị lớn hay nhỏ thì việc thanh toán cũng đều có ý nghĩa ngang nhau, đều cần 1 phương thức thanh toán hữu hiệu, an toàn và nhanh chóng để bảo đảm quyền lợi của cả người mua và người bán CK, để hấp dẫn các nhà đầu tư.

HỆ THỐNG THANH TOÁN CỔ HIỆN VẬT CỔ PHIẾU



8 PHÁT TRIỂN KINH

THANH TOÁN VÀ GIAO HOÁN

III. NHỮNG ĐẶC ĐIỂM CẦN LƯU Ý TRONG VIỆC THANH TOÁN

Khi chọn lựa bất kỳ một phương thức thanh toán nào cũng phải chú ý:

a. Có rất nhiều loại giấy tờ liên quan đến việc chuyển nhượng CK bằng giấy giữa người bán và người mua.

b. Quá trình thanh toán thường mất nhiều thời gian, có những bước gián đoạn, chờ đợi và chứa đựng cả yếu tố không chắc chắn trong bước giao dịch mua bán CK.

c. Dễ xảy ra tình trạng giả mạo

CK - hoặc có sự giao nhận nhằm CK nhất là những CK có giá trị - hoặc có sự gian lận trong tác nghiệp thanh toán.

IV. LỰA CHỌN PHƯƠNG THỨC GIAO HOÁN - THANH TOÁN

Quá trình phát triển các TTC cho thấy đã trải qua 3 phương thức thanh toán đi từ thô sơ đến hiện đại.

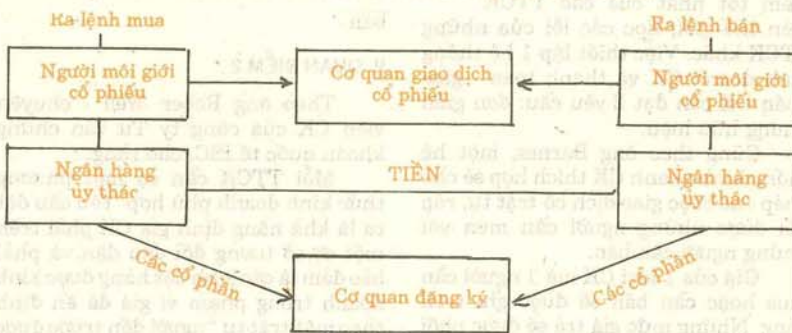
a. Chuyển giao giấy chứng nhận cổ phần (cổ phiếu), trái phiếu... và đưa các chứng từ đi kèm bằng tay.

b. Phát hành sổ chứng nhận cổ đông (passbook for shareholder) nhưng lưu trữ các ấn chỉ CK tập trung tại nơi và dùng hệ thống kế toán bù trừ bên nợ - bên có.

c. Thanh toán - giao hoán hoàn toàn không cần ấn chỉ CK (scripless system).

Căn cứ theo đặc điểm của VN về hệ thống công ty cổ phần mới bắt đầu thành lập, các loại CK chưa có nhiều nên rất dễ dàng áp dụng hệ thống

SỰ TUẦN HOÀN THANH TOÁN TRONG THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU



không ấn chỉ CK. Tuy nhiên, về mặt tâm lý của công chúng - các nhà đầu tư VN vẫn còn muốn nắm giữ các chứng từ chứng nhận quyền sở hữu cho nên TTCK VN chỉ có thể khởi đầu phương thức thanh toán - giao hoán có ấn chỉ CK. Dù vậy, trong thời đại hiện nay, với sự hỗ trợ của hệ thống computer chúng ta có thể bỏ qua phương thức thô sơ (a) để áp dụng ngay phương thức tương đối hiện đại là phương thức (b) nói trên.

V. MÔ HÌNH PHƯƠNG THỨC THANH TOÁN - GIAO HOÁN

Để có thời gian chuẩn bị hoàn chỉnh 1 phương thức hữu hiệu chúng ta nên có 2 giai đoạn.

* Giai đoạn 1: Trong 6 tháng đến 1 năm đầu tiên áp dụng theo mô hình sơ đồ 1.

* Giai đoạn 2: Hình thành một kho lưu trữ CK tập trung (securities custodian) và áp dụng theo mô hình sơ đồ 2.

Sử dụng máy vi tính cho việc giao dịch và thanh toán - giao hoán

NHỮNG CHỨC NĂNG CỦA 1 HỆ THỐNG CK ĐƯỢC VI TÍNH HÓA TRONG TTCK

Chúng có thể đảm nhận được 8 chức năng.

1. Xử lý các lệnh đặt hàng (order processing) - Lưu trữ những thông tin về lệnh đặt hàng.

2. Điều hành hoạt động giao dịch (trade execution)

3. Ghi nhận, lưu trữ và báo cáo các cuộc giao dịch (trade reporting).

4. Phân phối các dữ kiện về thị trường (market data dissemination).

5. Giao hoán giữa những CK của người mua - người bán (clearing).

6. Thanh toán 1 cuộc giao dịch (settlement).

7. Lưu trữ các CK, các thông tin cho biết một nhà đầu tư giữ bao nhiêu loại CK (deposit).

8. Các dịch vụ về đăng ký CK - thông tin về các cổ đông - cho biết ai là người đang nắm giữ các CK (registration).

GIỚI THIỆU MỘT SỐ PHẦN CỨNG CỦA HỆ THỐNG CK ĐƯỢC VI TÍNH HÓA

a. Đối với hệ thống xử lý trung tâm (central processing system) có 4 loại:

* Micro Computers (PC - LAN systems) có ưu điểm dễ sử dụng các phần mềm nhưng nhược điểm của nó chỉ xử lý được 1 khối lượng giao dịch có giới hạn.

* Mini Computers (UNIX systems)

* High Availability Computers (Stratus, Tandem) có khả năng xử lý khối lượng giao dịch rất lớn, không gây gián đoạn cuộc giao dịch, tức là vẫn có thể hoạt động khi có 1 phần hệ thống ngừng hoạt động.

* Mainframe Computers (IBM, NISYS)

b. Đối với hệ thống xử lý giao dịch (trading terminals), có 2 loại:

* Dumb Terminal: Những computer chỉ thụ động nhận thông tin vào và trình bày trên màn hình.

* Personal Computer: Những computer có khả năng vừa tiếp nhận thông tin, vừa xử lý và đưa ra màn hình.

CHỌN LỰA HỆ THỐNG VI TÍNH HÓA ĐÓNG ỨNG

Việc đầu tư vi tính hóa các hoạt động của 1 TTCK luôn luôn dựa vào 6

d. Tùy theo phần mềm được sử dụng cho từng hệ thống kinh doanh (order driven hay quote driven) với phương pháp giao dịch bán tự động (semi - automated) hay tự động hoàn toàn (fully automated matching) như đã nêu ở trên.



yếu tố cơ bản.

a. Tùy theo khối lượng giao dịch mà chọn 1 trong 4 loại computer cho hệ thống xử lý trung tâm. Chẳng hạn như tại TTCK VN trong tương lai, bước khởi đầu khối lượng giao dịch còn ít cho nên chỉ cần sử dụng loại Micro Computer với hệ thống PC - LAN vừa dễ tương thích với các loại phần mềm, vừa phù hợp với số vốn đầu tư còn eo hẹp (giá 1 bộ PC-LAN vào khoảng 100.000 USD).

b. Tùy theo mạng lưới thông tin (communications network) được tổ chức rộng hay hẹp.

c. Tùy theo hệ thống xử lý giao dịch (trading terminals) với 1 cơ cấu thích hợp giữa 2 loại Dumb Terminals và Personal computer nói trên.

e. Tùy theo việc quản trị trong TTCK.

f. Tùy theo việc triển khai thực hiện các hệ thống giao dịch - thanh toán - giao hoán - thông tin trong nội bộ và ra bên ngoài TTCK.

Tại VN, đội ngũ chuyên viên tin học hiện nay khá dồi dào. Thêm vào đó lực lượng Việt kiều ở hải ngoại hoạt động trong ngành tin học cũng khá đông đảo. Ngoài ra trung tâm điện toán (COSIS) thuộc Cục Thống kê TP.HCM cũng đã có sẵn nhiều chuyên viên phần cứng và phần mềm cùng với 1 hệ thống computer hiện đại do Liên Hiệp Quốc trang bị. Đó là một thuận lợi hỗ trợ cho chương trình vi tính hóa các hoạt động của TTCK ngay từ bước đầu.

Các tiêu chuẩn đăng ký

Đăng ký (Listing) là từ gọi tắt chỉ sự kiện 1 công ty CP có phát hành CK được đăng ký cho CK của họ vào danh mục giao dịch trên TTCK có tổ chức (sở GDCK)

I. TẦM QUAN TRỌNG CỦA VIỆC ĐĂNG KÝ

Ngày mà 1 công ty CP được đăng ký "lên" TTCK là 1 ngày trọng đại trong lịch sử hình thành và phát triển của công ty CP đó. Tất nhiên, nếu không có 1 TTCK có tổ chức (sở GDCK) hoặc công ty CP chưa được lên TTCK thì những cổ phiếu của họ vẫn được mua đi bán lại trên thị trường trao tay

(OTC - over the counter) nằm ngoài và có trước sở GDCK. Nhưng những cuộc giao dịch CK trên thị trường OTC sẽ có nhiều bất tiện vì số cung - số cầu CK đó không tập trung nên giới hạn đầu mua đầu bán, đồng vốn đầu tư vào CK đó không trôi chảy, khó chuyển dịch.

Ngoài ra trên thị trường OTC, các thông tin có liên quan đến công ty CP và CK do công ty này phát hành không được buộc phải công khai đầy đủ khiến cho yếu tố rủi ro cao hơn. Như thế, CK đó sẽ khó hấp dẫn nhà đầu tư. Một công ty CP muốn thu hút vốn với khối lượng lớn đều cần đăng ký lên TTCK để việc phát hành CK của họ thuận lợi hơn.

II. CHON LỰA GIỮA "TỰ DO ĐĂNG KÝ" VÀ "BẮT BUỘC PHẢI ĐĂNG KÝ"

Mặc dù TTCK có tổ chức sẽ mở ra những thuận lợi cho công ty CP phát hành CP, kể cả một số chính sách ưu đãi cho công ty. Song, có một lý do quan trọng khiến cho nhiều công ty CP không muốn trở thành công ty cổ phần công cộng (*public company*) và lại càng không muốn đăng ký vào TTCK. Đó là sự do dự vì một khi đã đăng ký vào TTCK họ phải có nghĩa vụ thông báo công khai tình hình tài chính - chính xác hơn, họ có cái gì đó cần giấu giếm.

Vì thế ở một số nước - mà TTCK VN trong tương lai cũng nên áp dụng - theo chính sách bắt buộc đăng ký. Tức là, khi một công ty CP đạt tới 1 tầm cỡ nào đó thì sẽ trở thành công ty CP công

tìm nguồn vốn và cần phải phân đoán cho được việc đầu tư của mình vào công ty đó có lợi hay không.

2. Nhằm thiết lập một mối quan hệ hợp đồng giữa TTCK và công ty CP về những nghĩa vụ thông báo công khai, đều đặn và nhanh chóng cho thị trường biết về những sự kiện có liên quan đến tuổi thọ và giá cổ phiếu của công ty.

3. Nhằm bảo đảm cho toàn bộ hoạt động của TTCK đạt được các yêu cầu có tính nguyên tắc, cởi mở, trung thực, công bằng và an toàn. Hơn nữa, việc đăng ký còn giúp cho TTCK có thể gia tăng số cung các loại CK, đáp ứng nhu cầu đầu tư của công chúng, giữ cho TTCK hoạt động liên tục.

Vì những mục đích và chính sách



cộng và sẽ bị buộc phải đăng ký qua TTCK, phải được đặt trong tầm kiểm soát của HĐQTQG.

Tương tự như một định chế tài chính nào đó có nhận tiền gửi của công chúng thì nó mặc nhiên nằm trong hệ thống các tổ chức tín dụng, chịu sự chi phối của Luật ngân hàng và sự kiểm tra giám sát của Ngân hàng Nhà nước. Một công ty CP cũng là một đơn vị kinh tế có thu hút tiền tiết kiệm của công chúng. Vì thế khi nó đạt đến một tầm cỡ nhất định thì nó cũng phải mặc nhiên nằm trong hệ thống điều hành CK, chịu sự chi phối bởi Luật Chứng khoán, sự kiểm tra giám sát của HĐQTQG.

III. XÁC ĐỊNH MỤC ĐÍCH CỦA VIỆC ĐĂNG KÝ

Có 3 mục đích cơ bản buộc các công ty CP công cộng đăng ký vào TTCK.

1. Nhằm bảo vệ các nhà đầu tư. TTCK và công ty CP đều phải có nghĩa vụ bảo đảm cho nhà đầu tư có một sự hiểu biết đúng và đủ về lịch sử và tình hình hoạt động của công ty. Nhà đầu tư được biết tại sao công ty CP đó muốn

đăng ký nêu trên, TTCK VN:

a. Căn quy định những điều kiện đăng ký vào TTCK không quá khắt khe.

b. Kiến nghị Nhà nước có một số chính sách ưu đãi đối với những công ty CP đã đăng ký vào TTCK.

c. Một khi các công ty CP đạt được các yêu cầu đăng ký thì nên thúc đẩy họ thực hiện đăng ký ngay khi có đủ điều kiện.

Kinh nghiệm của TTCK Thẩm Quyền giúp cho chúng ta thấy rõ điều này. Qua cải cách kinh tế, thu nhập và tỷ lệ tiết kiệm của công chúng được tăng lên và đổ dồn đầu tư vào chứng khoán, gây khủng hoảng mất cân đối giữa cung và cầu CK. Vì thế họ cũng đưa ra giải pháp khuyến khích của công ty CP đăng ký vào TTCK.

IV. XÁC ĐỊNH CÔNG TY CP NỘI BỘ (INTERNAL CO), CÔNG TY CÔNG CỘNG (PUBLIC CO) VÀ CÔNG TY CP CÔNG CỘNG ĐÃ ĐĂNG KÝ VÀO TTCK (LISTED PUBLIC CO)

Một công ty CP nói chung đều là công ty có phát hành cổ phiếu để gọi



vốn góp theo những cổ phần có mệnh giá bằng nhau. Tuy nhiên vì có những mức độ phát hành rộng hay hẹp nên có những loại công ty CP khác nhau.

* Công ty CP nội bộ (Công CP-NB) là công ty CP chỉ phát hành cổ phiếu trong số những người sáng lập ra công ty, những CBCNV trong công ty và các pháp nhân là những đơn vị trực thuộc, những đơn vị trong cùng tập đoàn của đơn vị sáng lập.

* Công ty CP công cộng (Công CP-CC) là công ty cổ phiếu có phát hành CP rộng rãi ra công chúng - ngoài những đối tượng "nội bộ" như nêu trên.

Tùy theo Luật công ty của từng nước sẽ quy định phạm vi và khái niệm "đối tượng nội bộ" để phân biệt công ty CP-NB hay công ty CP-CC. Xu phát từ chỗ công ty CP-CC huy động vốn cổ phần rộng rãi trong công chúng mức độ ảnh hưởng của công ty CP-CC đối với thị trường vốn rất lớn cho nên các nước trên thế giới đều có những quy định ràng buộc chặt chẽ đối với công ty CP-CC hơn là đối với công ty CP-NB. Bù lại, công ty CP-CC cũng được hưởng nhiều ưu đãi về kinh tế hơn 1 công ty CP-NB.

Vấn đề đặt ra là TTCK VN xác định những tiêu chuẩn nào để xếp loại công ty CP-NB và công ty CP-CC để đó cho phép trở thành những công ty CP-CC được đăng ký vào TTCK?

A. Theo quan điểm tự do cho rằng HĐQTQG có khả năng đến mức nào trong việc ngăn chặn 1 công ty CP phát hành CP rộng rãi ra công chúng vì tình hình tài chính của họ hiện nay hay viễn ảnh chưa khả quan? Công ty này đòi hỏi phải có trình độ nghiệp vụ cao và HĐQTQG - cơ quan được giao thẩm quyền - này có thể ngăn cản 1 công ty hoạt động tốt dù rằng tình hình tài chính hiện nay hoặc viễn ảnh của họ chưa sáng sủa.

Theo quan điểm này, HĐQTQG

của Mỹ không ngăn cản 1 công ty CP phát hành CP rộng rãi ra công chúng - có nghĩa là công ty CP nào cũng có thể trở thành CP-CC - dù rằng viễn ảnh của công ty đó thế nào thì cũng mặc kệ họ. HDCKQG chỉ đòi hỏi công ty đó phải nói rõ về viễn ảnh của mình và các đặc tính rủi ro của CK được bán ra. Một số nước khác theo quan điểm này đã quy định 1 công ty cổ phần có 1 quy mô tầm cỡ nào đó - chẳng hạn có tối thiểu 25 cổ đông - sẽ được coi như là 1 công ty CP-CC và được cấp giấy phép phát hành cổ phiếu ra công chúng.

B. Theo quan điểm hạn chế, ngược lại, cho rằng nếu HDCKQG không phân biệt gì cả thì những CK thực sự mang nhiều rủi ro có thể được bán ra và kết quả là sẽ gây thiệt hại cho công chúng - đặc biệt là trong giai đoạn đầu của thị trường vốn - những người mua CK chưa có thể tự đánh giá hoặc chưa có nhiều nhà phân tích CK giúp đánh giá, phân đoán từng loại CK của từng công ty.

Vì thế, ở những nước theo quan điểm này, HDCKQG được giao nhiệm vụ phải đề ra những tiêu chuẩn công ty CPCC và phải đi sâu phân tích, đánh giá trước khi cấp giấy phép phát hành CK ra công chúng để ngăn ngừa những công ty còn quá yếu kém có thể gây sụp đổ TTCK.

C. Ở VN, theo điều 32 của Luật công ty CP cho thấy rất gần với quan điểm tự do "các sáng lập viên phải cùng nhau đăng ký mua ít nhất 20% số CP dự tính phát hành.. Nếu các sáng lập viên không đăng ký mua hết số CP của công ty, thì họ phải công khai gọi vốn từ người khác". Hơn nữa, điều 30 của Luật này chỉ bắt buộc CP của các sáng lập viên và các thành viên Hội đồng Quản trị công ty phải là những CP ký danh, CP của những người khác có thể là CP vô danh.

Với quan điểm "rộng rãi" đó, ở

VN, 1 công ty CP nào cũng dễ trở thành 1 công ty CP-CC, mở ra khả năng có nhiều hàng hóa CK cho hoạt động giao dịch trên TTCK.

Tuy nhiên, nhóm nghiên cứu đề nghị trong giai đoạn đầu, VN nên đi theo quan điểm hạn chế nói trên. Luật chứng khoán VN cần phải quy định những điều kiện khi 1 công ty CP muốn "công khai gọi vốn từ người khác" để trở thành 1 công ty CP-CC theo như thông lệ quốc tế, dù là gọi vốn lần đầu hay khi cần tăng vốn.

D. Đề xuất tiêu chuẩn xét chọn công ty CP-CC và công ty CP-CC được đăng ký vào TTCK.

• Những điều kiện cơ bản để được trở thành 1 công ty CP-CC là:

1. Ngành nghề kinh doanh phải phù hợp với định hướng cơ cấu kinh tế và chính sách ưu tiên phát triển của trung ương và của địa phương.

2. Tổng số vốn cổ phần của 1 công ty CP-CC mới thành lập hay tài sản thuần của công ty hiện hữu muốn chuyển thành công ty CP-CC phải trên 50 tỷ đồng VN (tương đương 5 triệu USD).

3. Đối với công ty hiện hữu muốn chuyển thành công ty CPCC, tài sản thuần hữu hình của năm trước tối thiểu bằng 25% tổng tài sản hữu hình.

4. Số cổ phần sáng lập không được ít hơn 20% tổng số CP dự tính phát hành.

5. Tổng số CP do CB.CNV trong công ty nắm giữ không được quá 25% tổng số CP dự tính phát hành.

6. Có trên 30% vốn cổ phần do công chúng nắm giữ.

7. Tổng số cổ đông không ít hơn 50 thể nhân và pháp nhân.

8. Các báo cáo tình hình tài chính hàng năm phải được một công ty kiểm toán độc lập xác nhận và phải thông báo công khai.

9. Quản lý tốt, không ghi chép, hạch toán gian lận, không có hoạt động

bất hợp pháp và chấp hành đúng các luật lệ.

Trên đây là 9 tiêu chuẩn để trở thành 1 công ty CP-CC hoàn chỉnh. Tuy nhiên, cũng sẽ có những công ty CP chỉ hội đủ một số điều kiện này - do chưa đạt tới hoặc cố ý không đạt tới - mặc dù đã có tính chất công cộng.

Vì thế, chúng tôi đề nghị Luật chứng khoán và HDCKQG sẽ quy định 1 tiêu chuẩn để xác định công ty CP-NB là: các cổ đông sáng lập và CBCNV công ty nắm giữ trên 70% vốn cổ phần. Ngược lại, những công ty cổ phần nào mà các cổ đông sáng lập và CBCNV công ty nắm giữ từ 20% đến 70% vốn điều lệ đều được xem như là những công ty CP-CC với những mức độ hoàn chỉnh khác nhau và đều chịu sự kiểm tra, giám sát của HDCKQG.

• Những điều kiện cơ bản về một công ty CP-CC được đăng ký vào TTCK:

Trong giai đoạn đầu của TTCK mới thành lập, các tiêu chuẩn đăng ký cần đơn giản và tạo điều kiện dễ dàng cho nhiều công ty CP-CC được đăng ký, tạo nguồn hàng hóa CK phong phú cho thị trường hoạt động trôi chảy và liên tục. Về sau, qua từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế VN nói chung và mức độ tăng trưởng của TTCK VN nói riêng, HDCKQG sẽ nâng dần các tiêu chuẩn đăng ký nhằm từng bước nâng cao các loại CK giao dịch qua TTCK VN.

• Những điều kiện đăng ký lúc khởi đầu của TTCK Việt Nam có thể gồm:

1. Đó là 1 công ty cổ phần đáp ứng đầy đủ 9 tiêu chuẩn để trở thành một công ty CP-CC hoàn chỉnh như nêu trên.

2. Công ty có quá trình hình thành và phát triển đã qua 3 năm tài chính dưới dạng 1 công ty CP-CC hoặc chưa phải là công ty CP.

3. Mức độ lợi nhuận ròng trong 3 năm qua của công ty phải cao hơn mức bình quân trong cùng ngành hoạt động. Nếu là công ty độc nhất trong một ngành thì mức lợi nhuận ròng trong 3 năm qua phải liên tục tăng, năm sau cao hơn năm trước.

4. Công ty phải soạn thảo và công bố bảng cáo bạch (*prospectus*) theo đúng quy định về nội dung và thủ tục công bố do HDCKQG ban hành.

5. Công ty phải đáp ứng những yêu cầu khác do sở GDCK quy định. Trong đó, công ty sẽ ký một "hợp đồng đăng ký" với sở GDCK cam kết nếu được chấp nhận đăng ký, công ty sẽ thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ về thông báo công khai.

6. Công ty phải được một đơn vị đỡ đầu (*sponsor*) chịu trách nhiệm giúp công ty soạn thảo bảng cáo bạch, làm



các thủ tục, giao dịch với sở GDCK về các vấn đề có liên quan đến việc đăng ký. Đơn vị đỡ đầu này có thể là một thành viên của sở GDCK, một công ty môi giới đầu tư chứng khoán, một ngân hàng thương mại (merchant bank) hay một tổ chức được sở GDCK chấp nhận.

7. Công ty phải hội đủ những điều kiện khác về phát hành cổ phiếu, trái phiếu theo Luật công ty quy định tại điều 32 - 35 - 36.

Trên đây là những tiêu chuẩn hướng dẫn tổng quát cho việc đăng ký. HDCKQG cần ban hành một quy chế đăng ký chi tiết hơn và có những điều khoản dự trù linh hoạt hơn cho phép sở GDCK có thẩm quyền giải quyết việc đăng ký phù hợp theo hiện trạng phát triển mô hình công ty cổ phần ở từng thời điểm, từng loại công ty.

CÁC LOẠI CHỨNG KHOÁN ĐƯỢC GIAO DỊCH TẠI TTCK

Trên 1 TTCK giao dịch tự do có rất nhiều loại CK được mua bán trao tay trực tiếp. Tuy nhiên, trên một TTCK có tổ chức (sở GDCK) sẽ quy định rõ những loại CK nào được chấp nhận đăng ký vào danh mục CK được giao dịch tại sở GDCK.

I. NHỮNG TIÊU CHUẨN CHỌN LỰA LOẠI CHỨNG KHOÁN ĐƯỢC ĐĂNG KÝ

1. Những chứng khoán nặc danh (bearer securities). Về nguyên tắc, CK ký danh và CK nặc danh đều có thể giao dịch, mua bán lẫn nhau. Nhưng do CK ký danh khi mua bán phải có một số điều kiện, không được tự do chuyển nhượng như các loại CK nặc danh. Do đó, những CK giao dịch qua sở GDCK phải là những CK nặc danh.

2. Những chứng khoán có giá trị trung và dài hạn. TTCK là một loại thị trường vốn trung và dài hạn. Vì thế các loại hàng hóa (chứng khoán) giao dịch trên thị trường này là phải có giá trị với thời gian đáo hạn tương đối dài ngày, thông thường từ 2 năm trở lên.

3. Những chứng khoán có khối lượng khá lớn, mệnh giá nhỏ.

Thông thường Sở GDCK nào cũng yêu cầu cơ quan hay công ty phát hành CK muốn đăng ký vào TTCK thì loại

CK đó phải dành ít nhất 25% số CK được phát hành cho công chúng nắm giữ trong mọi thời điểm. Với một tỷ lệ đó, cùng với yêu cầu mệnh giá CK phải nhỏ, công chúng mới dễ dàng tham gia mua bán các loại CK đó. Điều kiện này đảm bảo cho TTCK hoạt động được liên tục, trôi chảy và sống động.

4. Những chứng khoán có độ tin cậy khá cao: Đây là một tiêu chuẩn nhằm bảo vệ cho các nhà đầu tư và được thể hiện qua một số tiêu chuẩn



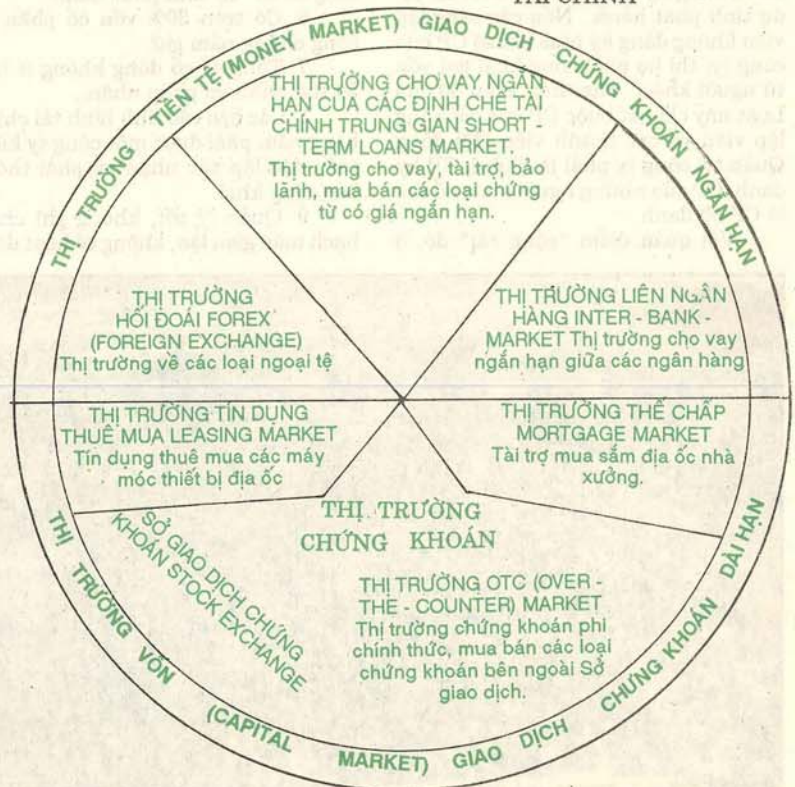
đăng ký (mục 2.6) nói trên. Sở GDCK có trách nhiệm thẩm định độ tin cậy của các loại CK do các cơ quan nhà nước và các công ty phát hành, kiểm tra chất lượng hàng hóa trước khi đưa hàng hóa ra bán trên thị trường.

II. NHỮNG LOẠI CHỨNG KHOÁN ĐƯỢC ĐĂNG KÝ TRÊN TTCK

Tùy theo tình hình nền kinh tế và sự quan tâm của công chúng đối với sinh hoạt CK, sở GDCK sẽ dần dần mở rộng chủng loại CK được đăng ký giao dịch gồm:

1. Cổ phiếu thường (common shares).
2. Cổ phiếu ưu đãi (preferred shares)
3. Các loại trái phiếu trung - dài hạn do Nhà nước phát hành.
4. Các loại trái phiếu trung - dài hạn do các công ty phát hành.
5. Các loại chứng khoán có thể chuyển đổi được (convertible securities) như cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển thành cổ phiếu thường (convertible preferred shares) hoặc trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu (convertible bond).
6. Các quyền dự định (warrant) ưu tiên mua cổ phiếu mới phát hành.
7. Quyền nhiệm ý trên cổ phiếu (stock options)

VỊ TRÍ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TRONG CƠ CẤU THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH



THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN (THE STOCK EXCHANGE)

1. *The Stock Exchange* dịch ra tiếng Việt là *thị trường chứng khoán*. Theo chữ Hán là *chứng khoán giao dịch sở*. *Sở* là nơi chốn. *Chác* (*exchange*). Người Hoa cũng có chữ *thị trường* nghĩa là nơi nhóm họp để mua bán (market). Vậy thì cách dịch của người Việt hay người Hoa rất tương đồng. Dịch thị trường chứng khoán thì cũng sát với một thuật ngữ khác của Anh là the stock market. Từ điển Ngoại thương của Đại học Ngoại thương Hà Nội (1985) thì dựa theo cách nói của người Hoa nên dịch the stock exchange là *sở giao dịch chứng khoán* (tr.495).

2. Thị trường chứng khoán được định nghĩa: An organized market where securities are bought and sold under fixed rules. (Longman Dictionary of Business English, 1985).

Dịch: Một thị trường có tổ chức là nơi các chứng khoán khác được mua bán tuân theo những quy tắc đã được ấn định. Định nghĩa này đưa ra một thuật ngữ là chứng khoán (securities), mà cổ phiếu (share) và trái phiếu (bond) cũng chính là hai dạng của chứng khoán.

3. Chứng khoán được kết hợp bằng hai từ đồng nghĩa. *Chứng* và *khoán* đều có nghĩa là bằng cứ (evidence). Trong tiếng Anh, securities có nghĩa: written evidence of ownership (The American Heritage Dictionary of the English Language, Dell, 1971, p.633). Vậy nghĩa căn bản của chứng khoán là: bằng chứng bằng giấy trắng mực đen về quyền sở hữu.

4. Dịch *bond* là *trái phiếu* hay *trái khoán* đều ổn, *à khoán* là vật làm chứng, đồng nghĩa với *phiếu*. *Trái à món nợ*. Trong tiếng Anh, *bond* có nghĩa là: A certificate of debt issued by a government or corporation, guaranteeing payment of

the original investment plus interest by a specified future date. (The American Heritage Dictionary, p.82). Dịch: Một giấy chứng nhận về một món nợ mà giấy này do chánh phủ hay một công ty phát hành, đảm bảo thanh toán vốn ban đầu và tiền lãi vào một ngày cụ thể trong tương lai. Định nghĩa này đã gọi lên hai thuật ngữ nữa là *công trái phiếu* (government bond) và *trái khoán công ty* (debenture bond).

5. *Cổ phiếu* (share hay share certificate) là bằng chứng về quyền sở hữu cổ phần. Trong chữ Hán, *cổ* và *phần* là đồng nghĩa, chỉ một phần của một toàn thể (a portion, division, share). Vậy hiểu giản dị có thể nói rằng cổ phần tức là một phần của tổng số vốn được chia ra đều ra.

6. *Tiền lãi* (profit) của công ty được chia ra (divide) theo số cổ phần. Ai có nhiều cổ phần thì hưởng lãi nhiều. Vì thế nên tiền lãi trên cổ phần góp vốn gọi là *dividend*, do gốc to *divide* (chia ra, phân bố lại). Dịch *dividend* là *cổ tức* là mướn chữ Hán. *Tức*: tiền lãi (interest); *cổ*: một phần, cổ phần. *Cổ tức* hiểu là tiền lãi trên cổ phần cũng được, mà hiểu là phần lợi được chia trong tổng số tiền lãi cũng không sai (xem nghĩa chữ *cổ* ở 4.5).

7. Người mua cổ phần, nắm (hold) cổ phần trong tay gọi là *shareholder*, do gốc to *hold* (nắm giữ). Dịch *shareholder* là *cổ đông* cũng do chữ Hán. *Đông* là người chủ, người góp vốn, người sở hữu (master, partner, owner); nhà tư bản (capitalist) thì người Hoa cũng gọi là *tài đông* (Mathew's Chinese-English Dictionary, 1969, p.964, mục từ 6605a).

LÊ ANH DỨNG

Trung tâm Ngoại ngữ Kinh tế Thương mại (ĐHKTT)

Finance market: *Thị trường tài chính* - thị trường của các loại tiền tệ được giao dịch như là 1 loại hàng hóa - nơi mà những người cung cấp tiền tệ đáp ứng nhu cầu của những người khác về tiền tệ để sử dụng chúng.

Money market: *Thị trường tiền tệ* - Thị trường thực hiện mua bán các loại giấy tờ có giá đáo hạn trong vòng 1 năm, như các thương phiếu (commercial paper), giấy chấp nhận thanh toán của ngân hàng (Banker's acceptances), trái phiếu kho bạc ngắn hạn (Treasury bills), chứng chỉ tiền gửi (Certificate of deposit)...

Capital market: *Thị trường vốn* - Thị trường giao dịch với hàng hóa là những công cụ vốn dài hạn (long-term Equity Instruments) tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc tái đầu tư cần có những nguồn vốn ổn định.

Security market: *Thị trường chứng khoán* - Thị trường dành cho các loại chứng khoán - như cổ phiếu, trái phiếu - xem đó là một phương cách để các số vốn thặng dư được chuyển vào những cuộc đầu tư qua 1 thị trường dùng những thông tin dữ liệu có liên hệ đến mức sinh lợi tiềm năng như là chuẩn mực đầu tư.

Stock exchange: *Sở giao dịch chứng khoán* - là một thị trường có tổ chức, nơi mà các loại chứng khoán được mua và bán theo những quy chế cụ thể, cố định. Những loại chứng khoán này được đăng ký giao dịch chính thức qua sở GDCK theo những tiêu chuẩn nhất định.

MỘT SỐ THUẬT NGỮ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Over-the-counter (OTC): *Thị trường mua bán ngoài sở giao dịch* - hay còn gọi là "thị trường không chính thức", không có địa điểm tập trung những người môi giới, những người kinh doanh chứng khoán như ở Sở GDCK. Trên thị trường này mua bán đủ loại chứng khoán của các công ty cổ phần đã hoặc chưa đăng ký vào danh mục của Sở GDCK.

Primary market: *Thị trường sơ cấp* - Thị trường mua bán những chứng khoán mới phát hành cho lần giao dịch đầu tiên.

Secondary market: *Thị trường thứ cấp* - Thị trường giao dịch các loại chứng khoán đã phát hành, được mua bán tiếp theo sau lần bán đầu tiên.

Third market: *Thị trường cấp III* - Thị trường giao dịch những chứng khoán đã đăng ký và được thực hiện riêng, trực tiếp giữa người môi giới và các khách hàng lớn, thường là các định chế tài chính.

Fourth market: *Thị trường cấp IV* - Thị trường giao dịch khối lượng lớn những loại chứng khoán chưa đăng ký và được thực hiện riêng, trực tiếp giữa những người môi giới và khách hàng mà không cần dùng những phương pháp kinh doanh thông thường như tại sở GDCK.

Ready market: *Thị trường có sẵn* - Thị trường mà hàng hóa (chứng khoán) được bán nhanh chóng và dễ dàng - các chứng khoán đã có sẵn. Nếu không giao chứng khoán đúng hạn, thủ tục cưỡng chế mua lại (Buying in) sẽ được áp dụng.

Buying-in market: *Thị trường mua lại* - Thị trường dành cho các cuộc mua lại các chứng khoán đã được hứa bán trước đó nhưng chưa được thanh toán, giao hàng đúng hạn.

Cash market: *Thị trường tiền mặt* - Thị trường giao dịch theo phương thức thanh toán/giao hàng ngay trong cùng ngày giao dịch.

Spot market: *Thị trường thời điểm* - Thị trường mua bán theo giá của ngày giao dịch (T) nhưng việc thanh toán giao hàng sẽ diễn ra tiếp theo sau đó vài ngày theo một quy định, chẳng hạn T + 3.

Future market: *Thị trường tương lai* - Thị trường mua bán theo một loại hợp đồng định sẵn - giá cả được thỏa thuận trong ngày giao dịch, nhưng việc thanh toán giao hàng sẽ diễn ra trong một kỳ hạn ở tương lai: 3-6 hoặc 9 tháng tới. Riêng kỳ hạn này trong giao dịch chứng khoán thường là chỉ một tháng. (Còn tiếp)

TMT