

**ỦY BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC**

**ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CẤP CƠ SỞ**

---\*---

**NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH ĐỂ ỔN ĐỊNH  
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

MÃ SỐ: CS.04.01

Đơn vị chủ trì: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội  
Chủ nhiệm đề tài: CN. Nguyễn Anh Phong  
Thư ký đề tài: CN. Nguyễn Thuý Hằng

HÀ NỘI - 2004

5137

28/3/05

**THÀNH VIÊN THAM GIA  
NGHIÊN CỨU KHOA HỌC ĐỀ TÀI CẤP CƠ SỞ**

***Đề tài: Nghiệp vụ ngắt dòng lệnh để ổn định thị trường chứng khoán***

<b>Chủ nhiệm đề tài:</b>	<b><i>CN. Nguyễn Anh Phong</i></b>
<b>Thư ký đề tài:</b>	<b><i>CN. Nguyễn Thuý Hằng</i></b>
<b>Thành viên khác:</b>	<b><i>CN. Nguyễn Mạnh Tuấn</i></b>

# MỤC LỤC

	<u>Trang</u>
MỤC LỤC	3
TÀI LIỆU THAM KHẢO	6
PHẦN MỞ ĐẦU	7
CHƯƠNG I: TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG GIAO DỊCH VÀ NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH	9
I. TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG GIAO DỊCH	9
1. Khái niệm	9
2. Phương thức giao dịch	10
3. Nguyên tắc khớp lệnh	11
4. Các quy định chung liên quan đến giao dịch	13
5. Các loại hình giao dịch	20
II. NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH	23
1. Một số khái niệm	23
1.1 <i>Dừng giao dịch</i>	23
1.2 <i>Biên độ giá</i>	24
1.3 <i>Yêu cầu ký quỹ và thuế giao dịch</i>	25
1.4 <i>Điểm dừng</i>	26
1.5 <i>Các biến động liên quan</i>	26
2. Ý nghĩa các biện pháp	28
2.1 <i>Dừng giao dịch và biên độ giá</i>	28
2.2 <i>Yêu cầu ký quỹ và Thuế giao dịch</i>	30

2.3	<i>Điểm dừng</i>	32
3.	<b>Đánh giá chung</b>	33
III.	<b>KINH NGHIỆM QUỐC TẾ</b>	35
1.	<b>Thị trường Hoa Kỳ</b>	35
1.1	<i>Sở giao dịch chứng khoán New York</i>	35
1.2	<i>Sở giao dịch Mercantile Chicago</i>	37
2.	<b>Thị trường Isxaren</b>	38
3.	<b>Thị trường Nhật Bản</b>	38
3.1	<i>Sở giao dịch chứng khoán Tokyo</i>	39
3.2	<i>Sở giao dịch Osaka (OSE)</i>	41
	<b>CHƯƠNG II: ÁP DỤNG NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH Ở THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM</b>	42
I.	<b>THỰC TRẠNG CỦA HỆ THỐNG GIAO DỊCH TRÊN TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH</b>	42
II.	<b>MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG DỰ KIẾN CỦA TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI</b>	48
1.	<b>Cơ chế giao dịch trên TTGDCKHN</b>	50
2.	<b>Hệ thống giao dịch tại TTGDCKHN</b>	53
III.	<b>KIẾN NGHỊ ÁP DỤNG NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH</b>	58
1.	<b>Dừng giao dịch</b>	58
1.1	<i>Tạm dừng giao dịch khi công bố các thông tin trọng yếu</i>	58
1.2	<i>Tạm dừng giao dịch khi nghi ngờ có hành vi gian lận và thao túng</i>	59
1.3	<i>Dừng giao dịch khi công ty niêm yết không đáp ứng đủ các điều kiện niêm yết hoặc yêu cầu công bố thông tin</i>	60

1.4	<i>Dừng giao dịch khi có các sự kiện bất thường</i>	60
1.5	<i>Dừng giao dịch do biến động giá</i>	61
2.	<b>Giới hạn giá</b>	62
3.	<b>Điều kiện áp dụng</b>	65
	<b>KẾT LUẬN</b>	68

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. *Alternative structures for securities markets* - Capital Markets Research Center  
Georgetown University School of Business, Washington, D.C. USA.
2. *Securities Market in Japan* - Japan Securities Research Institute.
3. *Final Report on the Technical Assistance for the establishment of a Stock  
exchange in Viet nam.*
4. *Guide to Tokyo Stock Exchange Trading Methodology.*
5. *Nghị định 144/ 2003/NĐ-CP* ngày 28-11-2003 của Chính phủ về chứng khoán  
và thị trường chứng khoán.
6. *Thông tư số 58/2004/TT-BTC* ngày 17-6-2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn về  
Thành viên và Giao dịch chứng khoán.
7. Báo cáo thường niên Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí  
Minh 2003.
8. *Annual Report of Korea, Thailand, Malaysia....*
9. *Dictionary of Finance and Investment Terms.*
10. Website của sở NYSE, NASDAQ, TSE, KSE, TASE...

## MỞ ĐẦU

Hoạt động giao dịch chứng khoán là một trong những hoạt động quan trọng nhất trên thị trường chứng khoán. Việc duy trì một môi trường thuận lợi để hoạt động giao dịch có thể diễn ra suôn sẻ luôn là mối quan tâm hàng đầu đối với các nhà quản lý thị trường. Các Sở giao dịch trên thế giới đã từng nghiên cứu và áp dụng nhiều biện pháp nghiệp vụ nhằm khôi phục, duy trì và phát triển các hoạt động giao dịch mỗi khi hệ thống giao dịch gặp sự cố. Một trong những sự cố thường gặp của hệ thống giao dịch đó là khi giá cả của các loại chứng khoán biến động liên tục với một biên độ lớn có khả năng vượt quá tầm kiểm soát của các nhà quản lý. Khi đó, nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh (Circuit Breaker) được xem như là một biện pháp có khả năng ổn định và kích hoạt các hoạt động giao dịch trên thị trường. Tuy nhiên, tác dụng của biện pháp nghiệp vụ này đến đâu, các ưu điểm và các hạn chế của nó cũng như cách thức áp dụng nó như thế nào thì còn là cả một vấn đề cần nghiên cứu.

Thị trường chứng khoán Việt Nam là một trong những thị trường còn non trẻ so với thị trường chứng khoán của các nước phát triển, do đó chắc chắn thị trường chứng khoán Việt Nam cũng sẽ gặp phải các tình huống như đã từng xảy ra đối với các thị trường khác trên thế giới. Vì vậy, việc nghiên cứu về nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh vừa mang tính đón đầu vừa rất hữu ích khi hệ thống giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam áp dụng phương thức khớp lệnh liên tục.

Hiện nay, đã có một số nghiên cứu của nước ngoài về nghiệp vụ này, tuy nhiên mới chỉ dừng lại ở mức độ các bài viết phân tích. Riêng đối với Việt Nam thì đây còn là một vấn đề hết sức mới mẻ.

### ***Mục tiêu nghiên cứu:***

- Nghiên cứu những vấn đề cơ bản về lý thuyết và thực tiễn liên quan đến nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh.

- Nghiên cứu kinh nghiệm áp dụng nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh của một số hệ thống giao dịch chứng khoán trên thế giới và trên cơ sở đó đề xuất một số gợi ý cho hệ thống giao dịch chứng khoán của Việt Nam.

***Phạm vi nghiên cứu:***

Đề tài tập trung tổng hợp lý thuyết về nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh và nghiên cứu kinh nghiệm áp dụng nghiệp vụ này của một số nước, từ đó đưa ra một số gợi ý cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

***Phương pháp tiến hành:***

- Thu thập, dịch và xử lý tài liệu
- Phân tích
- Tổng hợp và viết

***Kết cấu của đề tài:***

Ngoài lời mở đầu và kết luận đề tài được kết cấu thành 2 chương:

**Chương I:** Tổng quan về hệ thống giao dịch và nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh

**Chương II:** Áp dụng nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh ở thị trường chứng khoán Việt Nam



**CHƯƠNG I**

**TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG GIAO DỊCH**

**VÀ NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH**

**I. TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG GIAO DỊCH**

**1. Khái niệm**

Giao dịch chứng khoán là việc mua hay bán chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, hợp đồng tương lai...) giữa người mua và người bán trên thị trường tập trung tại một mức giá thoả thuận được xác định dựa trên cơ sở cung cầu thị trường tại một thời điểm giao dịch.

Hệ thống giao dịch là hệ thống máy tính dùng cho hoạt động giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán. Trong lịch sử phát triển, hệ thống giao dịch qua từng giai đoạn đã từng bước hoàn thiện, bắt đầu từ hệ thống giao dịch thủ công, hệ thống giao dịch bán tự động (điện toán hoá một phần) cho đến hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn (điện toán hoá toàn phần).

*Hệ thống giao dịch thủ công:* Theo hình thức này, sàn giao dịch được phân chia thành nhiều quầy giao dịch. Mỗi quầy dành để giao dịch một số loại chứng khoán nhất định. Hoạt động trên sàn giao dịch gồm các đối tượng như: nhân viên môi giới, người trợ lý cho nhân viên môi giới, nhân viên giao dịch tự doanh của công ty và các nhà chuyên gia trên thị trường chứng khoán.

*Hệ thống giao dịch bán tự động:* Theo hình thức này, hệ thống máy tính chưa được kết nối đến từng công ty chứng khoán. Người đầu tư đặt lệnh tại văn phòng công ty chứng khoán, sau đó lệnh được chuyển vào hệ thống giao dịch của Sở giao dịch bằng một hệ thống máy tính khác hoặc thông qua hình thức điện thoại, fax.. Hình thức này hiện nay còn nhiều bất cập nên chỉ có một số ít thị trường còn áp dụng hình thức này.

*Hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn:* Đặc điểm nổi bật của hệ thống này là toàn bộ tất cả các công việc liên quan đến hoạt động giao dịch đều được tự động hóa hoàn toàn. Vì tính hóa hệ thống giao dịch phát triển sẽ làm cho sàn giao dịch trở nên không cần thiết. Tuy nhiên, chức năng làm môi giới trung gian của các công ty chứng khoán thành viên vẫn không thay đổi. Hiện nay, hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn được áp dụng ở hầu hết các sở giao dịch trên thế giới.

## **2. Phương thức giao dịch:**

Hiện nay có hai phương thức giao dịch được áp dụng trên thị trường chứng khoán ở các nước trên thế giới đó là phương thức đấu lệnh và phương thức đấu giá.

### **a. Phương thức giao dịch đấu lệnh:**

Trong một thị trường đấu lệnh, lệnh của các nhà đầu tư được ghép với nhau ngay sau khi các lệnh mua, bán được đưa vào hệ thống với mức giá phù hợp theo nguyên tắc ưu tiên về giá và thời gian. Giá cả được xác định thông qua sự cạnh tranh giữa các nhà đầu tư. Các công ty chứng khoán nhận phí hoa hồng từ khách hàng để thực hiện giao dịch. Nói chung, chi phí giao dịch trong thị trường đấu lệnh thường thấp hơn so với thị trường đấu giá, do người đầu tư chỉ phải trả phí hoa hồng giao dịch mà không phải chịu khoản chênh lệch giữa giá mua và giá bán cho các nhà tạo lập thị trường. Trên thị trường đấu lệnh, các nhà tạo lập thị trường sẽ yết cả giá mua và giá bán những chứng khoán mà họ được quyền mua bán. Các nhà đầu tư mua bán các chứng khoán này sẽ trở thành đối tác của các nhà tạo lập thị trường.

Trong hình thức giao dịch đấu lệnh cũng được chia thành 2 loại là khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục.

*Khớp lệnh định kỳ:* Các lệnh mua và bán được chuyển vào hệ thống giao dịch trong một khoảng thời gian nhất định. Trong thời gian này, mặc dù các lệnh được đưa vào liên tục nhưng không có giao dịch nào được thực hiện. Vào đúng thời điểm khớp lệnh, tất cả các lệnh sẽ được so khớp để chọn ra

mức giá có khối lượng giao dịch lớn nhất. Phương thức khớp lệnh định kỳ thường được áp dụng để xác định giá mở cửa và giá đóng cửa của thị trường.

*Khớp lệnh liên tục:* Giao dịch được thực hiện liên tục thông qua việc so khớp các lệnh có mức giá phù hợp ngay khi có lệnh mới đưa vào sổ lệnh. Phương thức khớp lệnh liên tục thường được áp dụng cho các giao dịch trong phiên giao dịch.

#### b. Phương thức giao dịch đấu giá:

Các nhà tạo lập thị trường đưa ra giá chào mua, chào bán cho một số loại chứng khoán nhất định. Các báo giá này được đưa vào hệ thống và chuyển tới mọi thành viên của thị trường. Giá được xác định qua việc cạnh tranh giữa các nhà tạo lập thị trường. Các nhà đầu tư giao dịch chứng khoán của họ bằng việc chọn lựa mức giá phù hợp với họ hơn là đặt các lệnh riêng cho mình.

Bản thân thị trường đấu giá cũng phân loại thành đấu giá định kỳ và đấu giá liên tục. Với đấu giá định kỳ, các lệnh mua và bán được gom nhận sau một khoảng thời gian xác định và tiến hành khớp lệnh một lần tại một mức giá mà khối lượng mua và khối lượng bán được thoả mãn ở mức độ cao nhất. Đấu giá liên tục cho phép giao dịch được thực hiện một cách liên tục bằng cách khớp ngay lập tức các lệnh mới nhập vào khi có thể khớp.

### **3. Nguyên tắc khớp lệnh**

Quá trình khớp lệnh phải tuân thủ một số nguyên tắc ưu tiên như sau:

- Nguyên tắc ưu tiên về giá
- Nguyên tắc ưu tiên về thời gian
- Nguyên tắc ưu tiên về khách hàng
- Nguyên tắc ưu tiên về khối lượng

Nhìn chung, mỗi thị trường đều có những quy định riêng về các nguyên tắc ưu tiên. Tuy nhiên, hai nguyên tắc cơ bản vẫn là giá và thời gian.

Nguyên tắc khớp lệnh đầu tiên và cơ bản nhất là ưu tiên giá, theo đó các lệnh đặt giá tốt nhất- lệnh mua với giá cao nhất, lệnh bán với giá thấp nhất- sẽ được khớp trước. Nguyên tắc này hoàn toàn phù hợp với mục tiêu công bằng và hiệu quả kinh tế. Thứ tự của các nguyên tắc khớp lệnh thứ hai, thứ ba... có thể được chọn ra trong số các nguyên tắc khớp lệnh còn lại và sắp đặt tùy vào mục đích quản lý.

Ưu tiên về thời gian thường được dùng phổ biến là nguyên tắc khớp lệnh thứ hai. Nguyên tắc này cho phép với cùng mức giá đặt lệnh, lệnh nào được đặt trước sẽ được ưu tiên thực hiện trước và như vậy khuyến khích nhà đầu tư cân nhắc đặt lệnh sớm hơn cũng như người môi giới truyền lệnh nhanh chóng hơn đến hệ thống khớp lệnh. Hơn nữa, nguyên tắc này cũng hàm ý rằng việc đặt lệnh sớm đồng nghĩa với một cơ hội được khớp lệnh cao hơn. Kết quả tất yếu là thu hẹp khoảng chênh lệch giá, tăng độ tập trung của thị trường và giảm sự dao động của thị trường.

Nguyên tắc ưu tiên khách hàng cho rằng các công ty thành viên phải ưu tiên thực hiện lệnh của khách hàng với tư cách là người môi giới đại diện trước lệnh tự doanh của mình. Nguyên tắc này cũng phù hợp với các chuẩn mực về đạo đức kinh doanh và tránh rủi ro đạo đức trong ngành chứng khoán.

Theo nguyên tắc ưu tiên về quy mô, trong số các khách hàng đặt lệnh đồng thời ở cùng một mức giá, ưu tiên thực hiện lệnh sẽ dành cho các khách hàng có quy mô đặt lệnh lớn hơn. Trên thực tế, nguyên tắc này đặc biệt linh hoạt ở chỗ nếu nhà quản lý thị trường muốn khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư nhỏ thì sự ưu tiên có thể dành cho các khách hàng có quy mô đặt lệnh nhỏ và ngược lại.

Nguyên tắc phân chia một phần theo tỷ lệ tại một mức giá đảm bảo mục tiêu công bằng khi có sự mất cân bằng hoặc lệnh mua hoặc lệnh bán tại một mức giá. Khi đó, trên thị trường các lệnh đặt bên ít sẽ được khớp đầy đủ nhưng các lệnh đặt bên nhiều thì không, và do vậy cần có một nguyên tắc

phân bổ công bằng lượng chứng khoán có hạn dựa vào tỷ trọng quy mô đặt lệnh hay phân bổ từng phần.

#### **4. Các quy định chung liên quan đến giao dịch**

##### ***a. Các loại lệnh giao dịch:***

Có rất nhiều loại lệnh giao dịch hiện đang được áp dụng ở các thị trường chứng khoán trên thế giới. Nhìn chung, khi thị trường càng sôi động và phát triển thì càng có nhiều loại lệnh nhằm tạo điều kiện dễ dàng và thuận lợi cho người đầu tư. Các lệnh này được phân loại theo nhiều cách, trong đó, cách phân loại theo giới hạn là phổ biến nhất:

##### ***- Theo giới hạn giá:***

***Lệnh thị trường:*** Là lệnh mà nhà đầu tư sẵn sàng mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá khớp lệnh hiện có trên thị trường. Đây là mức giá tốt nhất hiện được xác định trên thị trường do là mức giá cao nhất mà người bán có thể bán được chứng khoán và mức giá thấp nhất mà người mua có thể mua được chứng khoán. Như vậy, lệnh thị trường sẽ không biết trước được mức giá sẽ được khớp nhất là khi thị trường khớp lệnh liên tục, nhưng bù lại khả năng thực hiện của lệnh thị trường sẽ cao hơn rất nhiều so với các lệnh khác khi mà nhà đầu tư giao dịch.

***Lệnh giới hạn:*** Là lệnh mua hay bán có đặt giới hạn cho giá tại đó lệnh được khớp. Một lệnh giới hạn mua hàm ý rằng nhà đầu tư chỉ muốn mua chứng khoán tại mức giá bằng hoặc thấp hơn mức giá giới hạn. Một lệnh giới hạn bán hàm ý rằng nhà đầu tư chỉ muốn bán chứng khoán tại mức giá bằng hoặc cao hơn mức giá giới hạn.

##### ***- Theo giới hạn thời gian:***

Lệnh có giới hạn theo thời gian xuất hiện, về mặt lý thuyết cho rằng do nhà đầu tư tin tưởng trong thời gian lệnh còn giá trị giá được xác định trên thị trường sẽ là mức giá mà nhà đầu tư mong muốn mua hoặc bán. Các lệnh có giới hạn theo thời gian bao gồm:

*Lệnh trong ngày:* Là loại lệnh có giá trị trong cả ngày giao dịch cho đến khi thực hiện, đến cuối ngày nếu lệnh không được khớp sẽ bị tự động huỷ.

*Lệnh trong tuần:* Là lệnh có giá trị trong tất cả các ngày giao dịch trong tuần kể từ khi đặt lệnh, đến cuối ngày giao dịch cuối cùng trong tuần, thường là ngày thứ Sáu, nếu lệnh vẫn chưa được thực hiện sẽ bị tự động huỷ.

*Lệnh trong tháng:* Là lệnh có giá trị trong tất cả các ngày giao dịch trong tháng kể từ khi đặt lệnh, đến cuối ngày giao dịch cuối cùng trong tháng, nếu lệnh vẫn chưa được thực hiện sẽ bị tự động huỷ.

*Lệnh mở (hay còn gọi là lệnh có giá trị đến khi huỷ):* Lệnh này có giá trị cho đến khi hoặc là được thực hiện, được khớp lệnh, hoặc là bị huỷ.

- *Một số loại lệnh đặc biệt:*

*Lệnh dừng (hay còn gọi là lệnh dừng giữa rủi ro):* Có hai loại chính là lệnh dừng để bán và lệnh dừng để mua. Bản chất của lệnh này là chỉ có hiệu lực khi giá chứng khoán được lệnh đặt mua/bán trên thị trường vượt qua một ngưỡng nhất định được xác định trong lệnh, lệnh này sẽ trở thành lệnh thị trường và được thực hiện như một lệnh thị trường thông thường. Lệnh dừng để bán/mua sẽ trở thành lệnh thị trường nếu như giá chứng khoán được bán trên thị trường tại mức giá dừng hoặc thấp/cao hơn.

*Lệnh dừng giới hạn:* Được sử dụng để tận dụng mặt tích cực của lệnh dừng thế nhưng vẫn muốn chắc chắn rằng tại mức giá nào chứng khoán sẽ được mua hoặc bán. Lệnh dừng giới hạn để bán sẽ có hiệu lực ngay khi có giao dịch thực hiện ở mức giá dừng hoặc thấp hơn và khi lệnh được thực hiện sẽ ở mức giá dừng hoặc cao hơn.

*Lệnh khi mở cửa:* Xuất hiện vào thời gian mở cửa phiên giao dịch do người đặt lệnh cho rằng sẽ có những biến động khó lường ngay lập tức sau phiên mở cửa.

*Lệnh khi đóng cửa:* Xuất hiện trước khi đóng cửa thị trường do tâm lý người giao dịch cho rằng nếu anh ta chưa bán được chứng khoán trong ngày giao dịch thì thà bán nốt vào cuối phiên còn hơn để đến ngày mai.

*Lệnh tùy ý:* Là lệnh mà khách hàng uỷ quyền cho nhân viên môi giới một phần nhất định của khối lượng lệnh. Khối lượng này có thể là một phần hoặc toàn bộ khối lượng đặt lệnh.

*Lệnh thực hiện ngay lập tức hoặc huỷ bỏ:* Xác định rõ mức giá tại đó lệnh được thực hiện, nhưng với yêu cầu lệnh phải được thực hiện ngay lập tức hoặc là huỷ bỏ luôn.

*Lệnh thực hiện một phần hoặc huỷ bỏ:* Lệnh này có bản chất phần nào giống lệnh thực hiện ngay lập tức hoặc huỷ bỏ nhưng khác ở chỗ chỉ cần lệnh được khớp một phần nếu không thì huỷ bỏ.

*Lệnh tất cả hoặc không:* Là lệnh dùng cho người giao dịch với khối lượng là bội số đơn vị giao dịch và giá được xác định trước. Người đặt lệnh muốn lệnh sẽ được thực hiện toàn bộ hoặc huỷ nếu như chỉ một phần của lệnh được khớp.

*Lệnh huỷ:* Là lệnh đặt để huỷ các lệnh giao dịch được đặt trước đó cho nhân viên môi giới với hai loại: lệnh huỷ trực tiếp và lệnh huỷ thay lệnh mới. Lệnh huỷ trực tiếp là lệnh chỉ huỷ đơn thuần lệnh đặt trước đó khi nhà đầu tư thay đổi ý định. Lệnh huỷ thay lệnh mới cũng huỷ lệnh đặt trước đó và thay vào đó bằng một lệnh mới

#### ***b. Đơn vị giao dịch:***

Đơn vị giao dịch được hiểu là khối lượng giao dịch nhỏ nhất và khối lượng giao dịch nhỏ nhất này thay đổi tùy theo quy định của mỗi Sở giao dịch. Các quy định về lô giao dịch có ý nghĩa đặc biệt quan trọng và ảnh hưởng trực tiếp đến độ sâu và tính thanh khoản của thị trường. Lô giao dịch thường được chia thành lô chẵn và lô lẻ.

#### ***Lô chẵn***

Là đơn vị giao dịch được áp dụng rộng rãi trên một Sở Giao dịch Chứng khoán, là số chứng khoán tối thiểu cho một lệnh được giao dịch Sở. Chính vì vậy, lô chẵn cũng còn được gọi là đơn vị giao dịch hay lô giao dịch trên bảng. Độ lớn của lô chẵn cũng ảnh hưởng đến cung cầu chứng khoán giao dịch do các lệnh được đặt trên cơ sở là bội số của đơn vị lô chẵn. Số chứng khoán trong một lô càng lớn sẽ làm giảm cơ hội tham gia đầu tư của các nhà đầu tư nhỏ lẻ, nhưng nếu quá nhỏ cũng có thể ảnh hưởng đến hiệu quả chi phí của các công ty chứng khoán làm môi giới thực hiện lệnh.

### *Lô lẻ*

Là lô giao dịch được mua bán với số lượng chứng khoán ít hơn số lượng đơn vị giao dịch thông thường (lô chẵn). Lô chẵn thông thường chỉ xuất hiện trên các thị trường mới nổi là hệ quả của việc tư nhân hoá và bán rộng rãi cổ phiếu, trái phiếu tới tay người lao động hay phát triển các hình thức khuyến khích đầu tư cổ phiếu trong nhân dân. Tuy nhiên, lô lẻ chỉ chiếm một số lượng nhỏ trong tổng số cổ phiếu giao dịch trên thị trường. Thực tế là lô lẻ cũng chỉ xuất hiện trong khoảng thời gian chuyển đổi nhất định xong cần phải có một cơ chế quản lý thích hợp tạo thị trường cho các chứng khoán này nhà đầu tư nắm giữ chúng.

### *Đơn vị giao dịch tối thiểu*

Đơn vị giao dịch tối thiểu thường được quy định bằng số chứng khoán tối thiểu phải mua cho lệnh bán và số tiền tối thiểu phải có cho lệnh mua. Độ lớn của đơn vị giao dịch tối thiểu có thể khuyến khích hoặc không khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư nhỏ, cá thể. Đơn vị giao dịch tối thiểu càng lớn các nhà đầu tư nhỏ càng không có cơ hội tham gia thị trường. Ngược lại, nếu đơn vị giao dịch tối thiểu quá nhỏ sẽ làm mất nhiều thời gian để khớp lệnh và sẽ tạo gánh nặng cho các công ty chứng khoán khi phải nhận quá nhiều lệnh nhỏ và không đạt được tính hiệu quả kinh tế theo quy mô. Mặc dù không có một quy tắc chuẩn để áp dụng, đơn vị giao dịch tối



thiếu được xác định trên cơ sở mệnh giá của chứng khoán và mức thu nhập trung bình của dân cư.

### ***c. Đơn vị yết giá***

Đơn vị yết giá là mức biến động giá tối thiểu của một loại chứng khoán. Nhà đầu tư giao dịch chứng khoán theo bội số của đơn vị yết giá. Hay nói cách khác, đơn vị yết giá là đơn vị tiền tệ tối thiểu mà khi đặt lệnh nhà đầu tư phải cộng thêm hay trừ bớt đi vào giá tham chiếu bội số của nó để tìm được mức giá mong muốn. Đơn vị yết giá cũng có những ảnh hưởng quan trọng đến tính thanh khoản của thị trường, cũng như cung cầu trên thị trường. Đơn vị yết giá quá lớn sẽ gây khó khăn cho nhà đầu tư trong việc xác định giá mong muốn. Đơn vị yết giá quá nhỏ sẽ làm gia tăng áp lực xử lý thông tin cho hệ thống khớp lệnh.

Hiện nay, trên thế giới đang tồn tại hai hệ thống yết giá cổ phiếu, đó là hệ thống yết giá phân số và hệ thống yết giá thập phân. Việc yết giá trái phiếu được thực hiện theo hai hình thức là yết giá theo lợi suất và yết giá theo giá.

### ***d. Biên độ dao động giá***

Mỗi Sở giao dịch đều có những biện pháp nhất định để ngăn chặn sự biến động quá lớn của giá chứng khoán trong một ngày giao dịch. Một phương pháp thường được áp dụng là quy định biên độ dao động giá trong ngày. Đó là giới hạn tối đa (giá trần) và giới hạn tối thiểu (giá sàn) mà giá của một loại chứng khoán có thể tăng hoặc giảm trong ngày giao dịch. Người đầu tư chỉ được phép đặt lệnh trong giới hạn này, tức là bằng hoặc thấp hơn giá trần và bằng hoặc cao hơn giá sàn. Thông thường, biên độ dao động giá được quy định từ 5% đến 30% tùy theo từng nước. Tuy nhiên cũng có một số thị trường không quy định biên độ dao động giá.

### ***e. Thời gian giao dịch***

*Ngày giao dịch*

Ngày giao dịch cho việc mua bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán tập trung thường được chọn là tất cả các ngày làm việc trong tuần, không tính đến các ngày lễ, tết. Ở hầu hết các Sở giao dịch chứng khoán, các chứng khoán được giao dịch 5 ngày trong tuần, từ thứ Hai đến thứ Sáu. Nếu ngày giao dịch rơi vào những ngày lễ đặc biệt có tính chất quốc gia như quốc khánh, ngày quốc tế lao động, tết thì việc nghỉ giao dịch sẽ được thông báo trước. Trong một số trường hợp vì các lý do đột xuất đặc biệt như để sửa chữa, bảo dưỡng hệ thống, khôi phục hoạt động sau những biến cố bất ngờ đều phải thông báo chính thức về thời gian nghỉ và thời điểm bắt đầu lại hoạt động giao dịch trên thị trường.

#### *Phiên giao dịch*

Phiên giao dịch được hiểu là những khoảng thời gian giao dịch khác nhau trong ngày giao dịch. Như vậy, một ngày giao dịch có thể có nhiều phiên giao dịch. Việc chọn phiên giao dịch cũng phụ thuộc vào quy mô thị trường, mức độ thanh khoản của thị trường, tập quán kinh doanh của một quốc gia và mức độ mở cửa và hội nhập của thị trường vào thị trường chứng khoán toàn cầu. Các phiên giao dịch được chọn thường trùng với các buổi làm việc trong ngày như buổi sáng hoặc buổi chiều.

Ở các thị trường có mức độ phát triển tương đối cao, một ngày giao dịch thông thường chỉ có duy nhất một phiên giao dịch kéo dài từ đầu đến hết ngày làm việc như Sở Giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc -KSE. Trên thị trường chứng khoán toàn cầu hiện nay có một xu hướng rất rõ rệt kéo dài thời gian giao dịch để thích nghi và đáp ứng tốt hơn nhu cầu giao dịch ở cả trong và đặc biệt là ngoài nước do sự chênh lệch giữa các múi giờ tạo ra. Bước khởi đầu của xu hướng này là việc kéo dài thời gian giao dịch cho đến hết ngày làm việc. Rất nhiều thị trường đã mở rộng thời gian giao dịch bằng cách đưa thêm phiên giao dịch ngoài giờ.

Phiên giao dịch ngoài giờ cho phép nhà đầu tư giao dịch cổ phiếu của họ tại mức giá đóng cửa trong một khoảng thời gian xác định trước. Đó thực

sự là cách cung cấp rất tốt cơ hội cho nhà đầu tư trong nước muốn thay đổi cách thức mua bán và các nhà đầu tư nước ngoài muốn tham gia đầu tư ở thị trường nước ngoài. Về bản chất, phiên giao dịch ngoài giờ thể hiện nguyện vọng của các nhà đầu tư muốn có nhiều cơ hội hơn nữa để mua bán chứng khoán trên thị trường. Hơn nữa, phiên giao dịch ngoài giờ cũng góp phần làm tăng tính khả mại và tính thanh khoản cho các chứng khoán niêm yết.

### *Thời gian giao dịch*

Thời gian giao dịch là khoảng thời gian trong một ngày giao dịch trong đó hoạt động giao dịch chứng khoán được thực hiện trên thị trường. Theo thông lệ quốc tế, có hai loại thời gian giao dịch: thời gian giao dịch cho hai phiên giao dịch- buổi sáng và buổi chiều và thời gian giao dịch một phiên. Cũng như phiên giao dịch, yếu tố cơ bản ảnh hưởng tới việc chọn thời gian giao dịch là quy mô thị trường và đặc biệt là tính thanh khoản của thị trường. Với các thị trường ban đầu có quy mô nhỏ có, khối lượng giao dịch thấp, thời gian giao dịch thường ngắn nhằm tăng cơ hội tập trung lệnh và khớp lệnh.

Việc thay đổi thời gian giao dịch đột xuất là không đáng mong muốn trên cơ sở nguyên tắc hoạt động liên tục trừ những trường hợp bất khả kháng. Khi hệ thống máy tính gặp sự cố về đường truyền lệnh hay hệ thống khớp lệnh, các giao dịch trên thị trường không thể thực hiện như bình thường thì thời gian giao dịch buộc phải thay đổi trong ngày giao dịch đó. Một trường hợp khác là khi một số lượng đáng kể các thành viên tham gia giao dịch gặp sự cố máy tính không thể chuyển được các lệnh đến Sở giao dịch một cách bình thường. Theo thông lệ, tiêu chí để xác định mức độ cần thay đổi giờ giao dịch là khi số lượng thành viên chiếm trên 25% tổng số thành viên hoặc có doanh số giao dịch trong năm gần nhất chiếm trên 25% tổng lượng giao dịch toàn thị trường. Khi gặp sự cố kể trên, cán bộ quản lý giao dịch nên lùi thời gian giao dịch không quá một giờ đồng hồ so với giờ giao dịch thông thường. Nếu việc khắc phục sự cố không thể sớm hơn thời gian dự định ban đầu thì ngày giao dịch có thể kết thúc hoặc chuyển sang khớp lệnh thủ công.

## **5. Các loại hình giao dịch**

### **a. Giao dịch lô lẻ:**

Để đảm bảo cho thị trường hoạt động thông suốt, các Sở giao dịch thường có những quy định riêng đối với việc thực hiện giao dịch lô lẻ. Những giao dịch lô lẻ có thể được xử lý qua hệ thống giao dịch hay do các công ty chứng khoán thực hiện vai trò tự doanh đảm nhiệm. Khi đó, các công ty chứng khoán có nghĩa vụ phải mua hoặc bán các cổ phiếu lẻ khi khách hàng của họ muốn bán hoặc mua.

### **b. Giao dịch lô lớn:**

Giao dịch lô lớn ở mỗi sở sẽ được quy định theo các tiêu chí khác nhau, thông qua việc xác định quy mô của công ty, tổng khối lượng giao dịch trên thị trường và tính thanh khoản của thị trường.

Thông thường, những lệnh giao dịch có khối lượng lớn gây ảnh hưởng khá lớn đến tình hình giao dịch trên thị trường. Chính vì thế, việc tách biệt hệ thống giao dịch thông thường với giao dịch lô lớn là rất cần thiết để tối thiểu hóa những tác động không tốt của những lệnh này đến toàn bộ thị trường giao dịch.

Phương pháp giao dịch lô lớn: Lô lớn được giao dịch thông qua việc thương lượng giữa người mua và người bán trên thị trường. Hai bên đối tác sẽ quyết định số lượng và giá thực hiện, tuy nhiên giá thực hiện này vẫn nằm trong giới hạn cho phép. Tuy nhiên giá này sẽ không làm ảnh hưởng đến giá đóng cửa. Có hai phương pháp giao dịch lô lớn: giao dịch lô lớn trong giờ và giao dịch lô lớn ngoài giờ giao dịch

### **Giao dịch khối**

Giao dịch khối là giao dịch với số lượng đặc biệt lớn các chứng khoán trên Sở giao dịch, thường đã xác định trước số lượng chứng khoán được giao dịch tối thiểu trong các quy định về giao dịch tại Sở. Những giao dịch loại này thường không thể trộn lẫn với các giao dịch lô chẵn thông thường do sẽ

làm sốc hay có ảnh hưởng lớn đến cung cầu trên thị trường và cơ chế xác định giá hiệu quả. Hầu hết các Sở Giao dịch trên thế giới đều tách riêng giao dịch loại này nhằm tạo điều kiện cho các nhà đầu tư lớn có tổ chức. Các giao dịch này thường được thực hiện bằng một đường truyền lệnh riêng hoặc được thực hiện vào cuối ngày giao dịch trước khi đóng cửa thị trường nhằm không gây ảnh hưởng đến việc xác lập giá trong ngày trên thị trường.

### *c. Một số trường hợp giao dịch đặc biệt*

#### *Giao dịch cổ phiếu quỹ:*

Các giao dịch cổ phiếu quỹ của các công ty niêm yết phải được Sở giao dịch chấp thuận và phải công bố công khai kế hoạch, thời điểm và giá mua/ bán lại vì những thông tin này thường ảnh hưởng rất lớn đến giá cổ phiếu.

Cổ phiếu quỹ là cổ phiếu đã được phát hành ra công chúng nhưng sau đó được công ty phát hành mua lại trên thị trường hay qua chào thầu. Cổ phiếu quỹ sẽ không có quyền biểu quyết, quyền nhận cổ tức, và không được tính vào thu nhập trên cổ phiếu. Các công ty thường dùng cổ phiếu quỹ để phát hành quyền chọn mua cổ phiếu hay cổ phiếu thưởng. Trong nhiều trường hợp khi giá cổ phiếu xuống quá thấp, việc mua lại cổ phiếu cũng góp phần làm tăng giá trở lại. Cổ phiếu quỹ cũng giúp cho công ty bảo vệ mình khỏi các vụ mua bán và sáp nhập của các đối thủ cạnh tranh kinh địch.

Trên thị trường giao dịch, giao dịch cổ phiếu quỹ có tác động lớn, ảnh hưởng đến biến động của giá cả nên việc mua và bán lại cổ phiếu quỹ luôn được giám sát và quản lý chặt chẽ. Việc giám sát theo dõi những giao dịch này có thể thực hiện theo nhiều cách ví dụ: thông qua các tài khoản giao dịch đặc biệt chỉ dùng cho giao dịch cổ phiếu quỹ, đặt giới hạn số lần đặt lệnh trong ngày, giới hạn lượng bán mỗi ngày hay không cho phép huỷ lệnh hay quy định về giá đặt mua hay bán.

#### *Giao dịch chứng khoán mới niêm yết*

Sau khi chào bán lần đầu ra công chúng hoàn tất, các cổ phiếu mới sẽ được mua bán trên Sở Giao dịch Chứng khoán. Giá giao dịch cho các cổ phiếu này chưa có trong khi đó giá chào bán lần đầu chưa thể phản ánh thực sự được cung cầu trên thị trường cho cổ phiếu đó. Trong rất nhiều trường hợp, giá cổ phiếu mới niêm yết được đẩy rất cao chỉ sau vài ngày đưa vào giao dịch trên Sở.

Mỗi Sở Giao dịch Chứng khoán thường xây dựng riêng cho mình một cách xác định giá giao dịch cho cổ phiếu trong ngày niêm yết đầu tiên. Một số Sở Giao dịch chọn luôn mức giá chào bán lần đầu làm giá tham chiếu và phải mất một thời gian dài thị trường mới có thể tìm kiếm được mức giá cân bằng cho cổ phiếu đó và trong rất nhiều trường hợp, không có giao dịch nào xảy ra trong một thời gian dài do giá tham chiếu quá thấp và biên độ dao động giá không đủ để nâng giá lên mức mong muốn.

Để tránh tình trạng kể trên, phần đông các Sở Giao dịch vẫn chọn giá chào bán làm giá tham chiếu song không đặt giới hạn giá hay đặt giới hạn giá rất rộng để nhận các lệnh mua bán trong ngày giao dịch đầu tiên. Giá được khớp trong ngày giao dịch đầu tiên sẽ được sử dụng làm giá tham chiếu cho ngày giao dịch sau.

#### ***Ngày giao dịch không hưởng cổ tức và ngày giao dịch không hưởng quyền***

Trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức, công ty niêm yết khoá danh sách cổ đông được phân phối cổ tức của kỳ kinh doanh trước, người mua cổ phiếu ngày hôm đó sẽ không được quyền nhận cổ tức nhưng người bán lại là người được đăng danh trong sổ cổ động và được hưởng số cổ tức đó. Trong ngày giao dịch không hưởng cổ tức, giá của cổ phiếu sẽ giảm xuống đúng bằng lượng cổ tức dự tính mà nhà đầu tư mua cổ phiếu vào ngày hôm đó trở đi sẽ không được hưởng. Một cách chính xác hơn, giá tham chiếu lúc mở cửa thị trường sẽ giảm xuống đúng bằng lượng cổ tức.

Ngày giao dịch không được hưởng quyền là ngày giao dịch mà từ ngày đó trở đi, người mua cổ phiếu sẽ không được hưởng một số đặc quyền của cổ đông công ty niêm yết như quyền được mua cổ phiếu phát hành thêm. Như vậy, cũng giống như ngày giao dịch không hưởng cổ tức, giá tham chiếu lúc mở cửa trong ngày sẽ tự động giảm xuống đúng bằng giá trị của quyền không được hưởng.

## **II. NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH**

Nghiệp vụ ngắt dòng lệnh là tổ hợp các biện pháp được áp dụng trên các thị trường giao dịch về chứng khoán và các hợp đồng tương lai khi giá giao dịch của một hay nhiều loại chứng khoán bị sụt giảm với một tỷ lệ nhất định trong một khoảng thời gian xác định hoặc khi có các biến động bất thường xảy ra trên thị trường.

Mục đích của nghiệp vụ ngắt dòng lệnh là để ngăn ngừa thị trường bị rơi tự do bằng cách cho phép các nhà quản lý dừng giao dịch trong một khoảng thời gian nhất định để tái cân bằng lệnh mua và bán.

### **1. Một số khái niệm**

#### ***1.1. Dừng giao dịch***

Nếu giá giao dịch trên thị trường xảy ra biến động hoặc được dự đoán là sẽ xảy ra biến động với một khối lượng giao dịch nhất định thì giao dịch sẽ bị ngừng lại. Giao dịch sẽ được tiến hành lại sau một khoảng thời gian. Thông thường, khi thị trường xảy ra những biến động về giá, ngay lập tức sẽ xuất hiện các lệnh bảo vệ lợi nhuận cho nhà đầu tư khi giá giao dịch trên thị trường giảm thì sẽ làm cho thị trường bị mất cân đối hơn nữa, và tình trạng mất cân đối cung cầu trên thị trường sẽ gia tăng nếu như xuất hiện thêm nhiều lệnh đặt mua/bán do những người đầu tư không có đủ thông tin để tiến hành giao dịch. Do vậy, việc dừng giao dịch sẽ có tác dụng làm giảm số lệnh và đồng thời làm giảm biến động tức thời.

Về nguyên tắc khớp lệnh liên tục, các lệnh đến sau sẽ được khớp với các lệnh chờ sẵn trùng nhau về giá đặt mua/bán. Việc dừng giao dịch sẽ tạo ra tính thanh khoản cho thị trường. Trong các thị trường như vậy, tính thanh khoản có được từ các nhà kinh doanh là người đưa ra các lệnh để khớp hiện có. Dừng giao dịch phù hợp với các nhà đầu tư này bằng cách chuyển cơ chế giao dịch từ khớp lệnh liên tục sang khớp lệnh định kỳ.

- Theo cơ chế khớp lệnh liên tục, khi giá giao dịch đang sụt giảm nhanh chóng, các nhà đầu tư sử dụng lệnh giới hạn để mua cổ phiếu nhằm tránh sự mất giá tức thời khi mà giá giao dịch đang tiếp tục bị sụt giảm.

- Theo cơ chế khớp lệnh định kỳ, tất cả các lệnh giao dịch ở cùng một mức giá thanh toán bù trừ của thị trường. Nếu có sự mất cân bằng về lệnh bán lớn, thì giá bù trừ sẽ thấp, và tất cả người mua đặt lệnh giới hạn sẽ được khớp. Do vậy, tất cả những nhà đầu tư đặt lệnh giới hạn sẽ có lợi từ quy định dừng giao dịch.

### ***1.2. Biên độ giá***

Biên độ giao động giá là việc thiết lập một giới hạn cụ thể về giá giao dịch, giá giao dịch phải nằm trong khoảng đã xác định trước. Thông thường, người ta thiết lập cả cận trên và dưới, tức là giá giao dịch không được xuống thấp hơn cận dưới của biên độ và không được vượt quá cận trên của biên độ. Việc xác định biên độ giá được xây dựng trên cơ sở so sánh với giá thanh toán chứng khoán ngày hôm trước. Ngoài các thị trường hợp đồng tương lai ở Mỹ, có rất nhiều nước áp dụng biên độ giá trong hoạt động của thị trường chứng khoán, như Úc, Bỉ, Pháp, Ý, Nhật Bản, Hàn quốc, Malaysia, Mexico, Tây Ban Nha, Thụy Sĩ, Đài Loan, và Thái Lan...

Việc thiết lập biên độ giá ở từng nước rất khác nhau về tỷ lệ tăng giảm cho phép và chúng được thay đổi thường xuyên tùy thuộc vào điều kiện cụ thể của từng nước và trong từng giai đoạn cần điều chỉnh. Ví dụ như: tại Malaysia, biên độ giá là 30%; tại Thái Lan, năm 2000 đã thay đổi biên độ từ



mức 10% lên 30%; tại Đài Loan, thì ngược lại, họ điều chỉnh giảm từ mức 7% xuống còn 3.5%.

### *1.3. Yêu cầu ký quỹ và thuế giao dịch*

Các yêu cầu về ký quỹ và giới hạn vị thế được thiết lập nhằm giới hạn quy mô vị thế mà các nhà kinh doanh có thể gộp lại.

Về lý thuyết, có nhiều người tin rằng mất cân bằng trên thị trường (dư cung hoặc dư cầu) sẽ làm tăng biến động. Do vậy, nhiều nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách đã đề nghị tăng các yêu cầu về ký quỹ và đánh thuế vào các giao dịch cổ phiếu và hợp đồng tương lai nhằm làm giảm số lượng các giao dịch.

Quy định về dừng giao dịch có thể làm giảm các biến động tức thời nếu việc dừng giao dịch cho phép các nhà kinh doanh có nhiều thời gian hơn để đáp ứng các yêu cầu ký quỹ trong ngày hoặc thay đổi các lệnh bán cho khách hàng ở mức giá có lợi (là mức giá thấp hơn giá thị trường hiện tại khi giá giảm để bảo vệ lợi nhuận của khách hàng – stop loss order). Nếu các nhà đầu tư không đáp ứng với yêu cầu ký quỹ, các nhà môi giới sẽ dừng giao dịch để tránh sự thua lỗ cho họ.

Thực tế cho thấy các yêu cầu tăng mức ký quỹ và tăng thuế đánh vào giao dịch thường có liên quan với nhau nhưng nhìn chung chúng không có tác động đáng kể tới hoạt động giao dịch. Tác động của việc tăng mức ký quỹ sẽ góp phần làm giảm quy mô vị thế giao dịch hoặc tăng chi phí thực hiện một vị thế kinh doanh hoặc bằng cách giúp các nhà kinh doanh và đầu tư tránh khỏi tình trạng sử dụng vốn không hợp lý để đạt được một vị thế lớn. Nếu tăng mức ký quỹ tất yếu sẽ làm tăng chi phí kinh doanh, do vậy nó sẽ gây cản trở việc thực hiện chiến lược kinh doanh trong dài hạn nhiều hơn so với chiến lược kinh doanh ngắn hạn. Tuy nhiên, các nhà kinh doanh và đầu tư trong ngắn hạn bao giờ cũng thực hiện giao dịch với tần suất cao hơn so với các nhà kinh doanh dài hạn.

Thuế đánh vào giao dịch chứng khoán làm giảm tất cả các giao dịch bởi nó được đánh trực tiếp lên tất cả các giao dịch, không phân biệt loại nào cần điều chỉnh. Chính vì vậy, nó sẽ làm cản trở các nhà kinh doanh và đầu tư thực thi chiến lược kinh doanh ngắn hạn nhiều hơn so với các nhà kinh doanh và đầu tư thực thi chiến lược kinh doanh dài hạn với tần suất giao dịch thấp.

#### ***1.4. Điểm dừng***

Các điểm dừng nhằm hạn chế các nhà kinh doanh tiếp cận với hệ thống nhận lệnh đã được vi tính hoá. Việc thực hiện biện pháp Điểm dừng sẽ làm cho các giao dịch arbitrage trở nên khó thực hiện hơn và tốn kém hơn khi các điểm dừng được kích hoạt. Chúng chắc chắn sẽ làm tăng biến động tức thời bởi vì chúng buộc thị trường tiền tệ và thị trường tương lai hoạt động độc lập hơn. Khi giao dịch arbitrage không bị hạn chế, những người thực hiện nghiệp vụ arbitrage làm thay đổi tính thanh khoản từ một thị trường tồn tại lượng cầu lớn nhất cho thị trường có lượng cung lớn nhất. Các tác động của họ nhằm làm giảm biến động tức thời bởi vì đôi khi dòng lệnh làm mất cân bằng trong hai thị trường bị huỷ bỏ. Khi điểm dừng hạn chế giao dịch arbitrage, mỗi thị trường đều phải thoả mãn lượng cầu chi tính thanh khoản một cách riêng biệt.

Trong thực tế, chỉ số chênh lệch có thể làm suy yếu điểm dừng theo hai cách. Họ có thể đặt lệnh theo chương trình của họ để giao dịch thông qua các người môi giới tại sàn, và họ có thể đặt ít lệnh hơn thông qua hệ thống chuyển lệnh nhằm tránh sự sắp xếp giống như giao dịch theo chương trình. Cả hai phương pháp này đều làm tăng chi phí và rủi ro cho giao dịch chéo.

#### ***1.5. Các biến động liên quan***

Qua nghiên cứu thực nghiệm, người ta thấy xuất hiện hai loại biến động có thể tác động và ảnh hưởng tới giá giao dịch, bao gồm biến động cơ bản và biến động bất thường:

- Biến động cơ bản:

Giá chứng khoán thường phản ánh giá trị cơ bản và triển vọng phát triển một cách không rõ ràng và chắc chắn về giá trị của một công ty. Trên cơ sở đánh giá chính xác giá trị của một công ty, nhà đầu tư nói riêng và chuyên gia kinh doanh chứng khoán sẽ tiến hành giao dịch chứng khoán đó trên thị trường. Theo nguyên tắc đặt lệnh mua và bán thông thường, họ sẽ tiến hành mua vào một loại chứng khoán khi giá đang đi xuống và sẽ bán chứng khoán khi giá tăng lên. Cần phải lưu ý rằng giá giao dịch thường xoay quanh giá trị cơ bản của công ty. Thông thường, nếu giá giao dịch tăng cao hoặc xuống thấp quá so với giá trị cơ bản, ngay lập tức nó sẽ được điều chỉnh trở lại trạng thái có thể chấp nhận được với mục tiêu làm cho giá giao dịch phản ánh tương đối trung thực với giá trị cơ bản của công ty. Trên góc độ quản lý, các chuyên gia thường thích biến động cơ bản vì họ cho rằng nó có ích cho nền kinh tế trong việc đánh giá tính hiệu quả của hệ thống quản lý kinh tế. Giá cổ phiếu phải phản ánh chính xác toàn bộ các thông tin về triển vọng của công ty, quan trọng hơn, nó giúp chúng ta có thể phân phối các nguồn lực trong nền kinh tế thị trường tự do một cách hợp lý. Người ta thường sử dụng giá chứng khoán để phân bổ vốn theo các ý tưởng mới và cho các mục đích quản lý. Nếu giá giao dịch trên thị trường không thực sự tác động tới giá trị cổ phiếu, thì chúng ta sẽ đưa ra những quyết định không đúng đắn, tất yếu sẽ làm cho tính hiệu quả trong hoạt động kinh doanh không cao. Qua đó, giúp các nhà hoạch định chính sách phải có những điều chỉnh phù hợp với yêu cầu phát triển mới, tạo ra động lực hoàn thiện hệ thống luật pháp nhằm kích thích sự tăng trưởng kinh tế nói chung và hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của từng công ty nói riêng.

- Biến động tức thời:

Khác với biến động cơ bản, biến động tức thời được sinh ra trong quá trình giao dịch. Biến động tức thời xảy ra khi những người mua và bán không có đầy đủ thông tin hoặc do nắm bắt được những thông tin sai lệch về chứng khoán giao dịch gây ra. Điều đó dẫn tới người mua thường có xu hướng đẩy giá lên cao và người bán có xu hướng đẩy giá xuống thấp. Trong

các thị trường hoạt động linh hoạt và hiệu quả, lệnh đặt của người mua và người bán rất dễ khớp được với nhau, bởi các mức giá mà họ đặt thường xoay xung quanh giá trị của công ty. Vì vậy, tại các thị trường này rất hiếm có các biến động tức thời. Có thể nói, tính đồng nhất của biến động tức thời là kết quả có được từ những sự thay đổi về giá. Các nhà kinh doanh thiếu thông tin sẽ có xu hướng đẩy giá chệch khỏi giá trị cơ bản của một công ty, ngược lại, các nhà kinh doanh có đầy đủ thông tin sẽ giao dịch nhằm đẩy giá giao dịch trở lại với giá trị cơ bản. Trên thực tế, biến động tức thời thường gây ra những sự thay đổi về giá vô lý, không xuất phát từ chính tình hình hoạt động và giá trị của công ty phát hành.

## **2. Ý nghĩa các biện pháp**

Kể từ khi xuất hiện chính sách ngắt dòng lệnh, các chuyên gia quản lý và hoạch định chính sách thị trường đã tổ chức rất nhiều cuộc hội thảo để xem xét tính hiệu quả của chính sách này đối với việc quản lý và phát triển thị trường chứng khoán. Theo một cách khác, chính sách ngắt dòng lệnh có thực sự đáp ứng được kỳ vọng của các nhà quản lý trong việc bảo vệ thị trường chứng khoán một cách hiệu quả không. Để làm rõ được vấn đề này, chúng ta sẽ lần lượt nghiên cứu xem ý nghĩa kinh tế của các biện pháp nói trên.

### **2.1. Dừng giao dịch và biên độ giá**

Dừng giao dịch và giới hạn giá có thể làm giảm các biến động ngắn hạn bằng cách làm cho giá thay đổi chậm lại. Tuy nhiên, biện pháp này có nên áp dụng hay không còn tùy thuộc vào nguyên nhân gây ra biến động. Nếu trên thị trường xuất hiện thông tin gây ra biến động, thì việc dừng giao dịch chỉ là việc trì hoãn những gì sẽ xảy đến. Do đó, giá giao dịch sẽ không phản ánh chính xác diễn biến giao dịch khi thị trường đóng cửa và không có cơ sở để dự đoán mức giá khi chứng khoán đó được phép giao dịch trở lại. Trường hợp này, vai trò của thông tin có một ý nghĩa rất quan trọng trong

việc định hướng lại cách hành vi của những người kinh doanh, đặc biệt là các đối tượng giao dịch thiếu thông tin:

- Sẽ là nguy hiểm đối với những nhà kinh doanh hoặc nhà đầu tư không kịp thời nắm bắt hoặc được cung cấp đầy đủ thông tin một cách đầy đủ trong thời gian chứng khoán bị dừng giao dịch. Khi chứng khoán được phép giao dịch trở lại, họ sẽ tiếp tục làm cho giá giao dịch bị nhiễu hoặc phản ánh sai lệch so với giá trị cơ bản của công ty phát hành.

- Nếu nhà kinh doanh hoặc nhà đầu tư không nắm bắt đầy đủ thông tin trước khi chứng khoán đó bị dừng giao dịch thường xuất hiện cảm giác lo sợ thì dừng giao dịch là cơ hội tốt để họ bổ sung thêm các thông tin cần thiết phục vụ cho việc kinh doanh và đầu tư.

Nếu nguyên nhân về sự mất cân bằng trong việc đặt lệnh giao dịch trên thị trường do các nhà kinh doanh và đầu tư thiếu thông tin gây ra biến động thì việc dừng giao dịch sẽ thực sự có lợi cho các giao dịch của họ, giúp họ tránh khỏi sự thua lỗ trong hoạt động kinh doanh và đầu tư. Ngoài ra, các Sở giao dịch cũng cần phải bảo vệ uy tín của chính họ trước những biến động tức thời mang lại. Họ không thể để những biến động tức thời đó làm ảnh hưởng tới hình ảnh và uy tín của Sở giao dịch, do đó, việc dừng giao dịch một loại chứng khoán hay toàn bộ thị trường là biện pháp cần thiết. Thực tế cho thấy nếu biến động về giá giao dịch diễn ra nhanh chóng trên thị trường và được tạo nên bởi các nhà kinh doanh và đầu tư không nắm bắt đầy đủ thông tin, thì các nhà kinh doanh và đầu tư có đầy đủ thông tin sẽ huỷ các lệnh giao dịch đã đặt để tránh “rủi ro giao dịch” có thể mang lại. Dừng giao dịch sẽ là cơ hội tốt để các nhà kinh doanh và đầu tư chứng khoán...

Có hai lập luận chỉ ra hiệu quả của việc dừng giao dịch khi thị trường xảy ra những biến động về giá có thể làm tăng biến động tức thời:

- Thứ nhất, nếu các nhà kinh doanh lo sợ việc dừng giao dịch được thực hiện trước khi họ đặt lệnh giao dịch, họ có thể đặt lệnh sớm hơn để làm tăng khả năng được khớp của lệnh đó. Do đó, sẽ gây ra biến động về

giá mà điều này sẽ thu hút thêm nhiều lệnh từ các nhà kinh doanh thiếu tự tin.

- Thứ hai, các nhà kinh doanh có đầy đủ thông tin có thể làm giảm được sự giám sát của thị trường nếu như họ biết rằng chứng khoán mà họ giao dịch bị dừng giao dịch. Nếu việc dừng giao dịch được kích hoạt, sẽ làm cho thị trường hoạt động kém linh hoạt giữa các lần dừng giao dịch sẽ tăng lên và điều này đồng nghĩa với việc sẽ có nhiều lần dừng giao dịch được kích hoạt.

Nếu hai thị trường giao dịch về cơ bản có mức rủi ro như nhau và chúng được kết nối với nhau, thì việc áp dụng dừng giao dịch hoặc giới hạn giá trên một thị trường sẽ có tác động mạnh mẽ lên thị trường còn lại. Đặc biệt, nếu chỉ có một thị trường dừng giao dịch, các nhà đầu tư sẽ chuyển việc đặt lệnh giao dịch sang thị trường khác. Điều này hoàn toàn hợp lý, chính vì vậy, nếu biện pháp ngắt dòng lệnh là biện pháp hiệu quả, các Sở giao dịch nên kết hợp xây dựng một quy định chung để phục vụ cho mục đích quản lý và vận hành hiệu quả hoạt động của thị trường.

Quy định dừng giao dịch và giới hạn giá cũng có lợi cho các thị trường bằng cách tạo thuận lợi cho các nhà môi giới và các trung tâm thanh toán bù trừ lựa chọn các mức ký quỹ.

## **2.2. Yêu cầu ký quỹ và Thuế giao dịch**

Ở bất kỳ thị trường chứng khoán nào cũng vậy, thuế đánh vào giao dịch thay đổi một cách thường xuyên, chính vì vậy, có rất ít cơ sở để đánh giá tác động của chúng tới mức độ biến động của thị trường. Tuy nhiên, chúng ta có thể dễ dàng nhận ra thuế giao dịch có tác động trực tiếp tới khối lượng giao dịch trên thị trường. Các nhà nghiên cứu đã tìm ra được mối tương quan giữa sự thay đổi khối lượng giao dịch mỗi khi thay đổi tỷ lệ thuế đánh vào giao dịch. Theo đó, khối lượng giao dịch sẽ tăng lên khi các nhà quản lý giảm thuế giao dịch và ngược lại.

Các yêu cầu ký quỹ và thuế đánh vào giao dịch có liên quan với nhau nhưng sự tác động của chúng là không đáng kể. Có rất nhiều nghiên cứu khảo sát về tác động của việc yêu cầu ký quỹ lên biến động thị trường với những kết quả rất khác nhau. Các nhà nghiên cứu đã sử dụng hai loại phân tích chủ yếu để điều tra về tác động của những yêu cầu ký quỹ lên biến động của thị trường. Hardouvelis, một nhà nghiên cứu chiến lược của Sở Giao dịch chứng khoán New York sử dụng những sự suy thoái theo mức độ thời gian để xác định sự liên quan phủ nhận lẫn nhau không lớn lắm giữa những yêu cầu ký quỹ và biến động thị trường tại Hoa Kỳ và nó giải thích vì sao Hội đồng dự trữ liên bang đã thay đổi các yêu cầu ký quỹ. Cục dự trữ liên bang Mỹ đã hướng tới việc tăng mức ký quỹ nếu biến động xảy ra cao và ngược lại làm giảm chúng nhiều hơn nữa. Vì những biến động có xu hướng tác động ngược trở lại thậm chí không có những sự thay đổi về các yêu cầu ký quỹ, vì vậy có thể đưa ra kết luận chính sách của Cục dự trữ liên bang Mỹ là kết hợp những mức ký quỹ cao với việc làm giảm biến động và có xu hướng ngược lại. Nếu các mức ký quỹ tác động tới việc đầu cơ, thì chúng sẽ có những tác động một cách khác nhau tới những sự biến động của chúng khoán được phân loại bằng mức độ ảnh hưởng của chúng tới những nhà đầu cơ.

Một số nhà nghiên cứu khác lại cố gắng xác định xem các yêu cầu ký quỹ của các hợp đồng tương lai có tác động lên những biến động của hợp đồng tương lai hay không. Họ đã đưa ra kết luận rằng những yêu cầu ký quỹ đã tác động tới hành vi của các nhà kinh doanh trong suốt thời kỳ này và cũng diễn ra trong suốt thời gian giao dịch một cách bình thường hơn. Tuy nhiên, họ cũng chỉ ra rằng các thị trường có xu hướng làm tăng tỷ lệ ký quỹ khi biến động giá lên cao và làm giảm chúng khi biến động giá xuống thấp. Khi nghiên cứu về thị trường tương lai về hàng hoá nông nghiệp và ngoại tệ, các nhà nghiên cứu đều cho thấy những sự thay đổi về biến động là nguyên nhân của những sự thay đổi về các yêu cầu về ký quỹ, nhưng không có trường hợp ngược lại. Đối với các thị trường này cũng giống với các thị

trường ngoại tệ, nơi mà thị trường các hợp đồng tương lai còn nhỏ so với thị trường tiền tệ. Như vậy có thể đưa ra kết luận thị trường tiền tệ là trường hợp điển hình không tuân theo quy định về mức ký quỹ.

### **2.3. Điểm dừng**

Sau nhiều nghiên cứu thực tế, các chuyên gia cho rằng các điểm dừng thực sự không có nhiều tác động lên thị trường. Họ cho rằng chúng chỉ làm giảm biến động bằng cách giúp thị trường tiền tệ thoát khỏi sự tác động mạnh mẽ của thị trường các hợp đồng tương lai nơi thường có những biến động xảy ra lớn hơn. Các biến động trên thị trường các hợp đồng tương lai xảy ra nhiều hơn nếu xét về ngắn hạn, vì nó được tổ chức tốt hơn nhằm tìm ra giá trị chỉ số cơ bản nhanh hơn. Không giống như thị trường tiền tệ, giao dịch các hợp đồng tương lai không bị hạn chế bởi sự quan tâm về tính liên tục của giá.

Các điểm dừng trong quy định về hoạt động giao dịch chứng khoán sẽ khiến cho giao dịch arbitrage trở nên khó thực hiện hơn và tốn kém hơn khi các điểm dừng được kích hoạt. Chúng chắc chắn làm tăng biến động tức thời vì chúng buộc thị trường tiền tệ và thị trường tương lai hoạt động độc lập hơn. Khi giao dịch arbitrage bị hạn chế, những người thực hiện nghiệp vụ arbitrage sẽ làm thay đổi tính thanh khoản từ một thị trường tồn tại lượng cầu lớn nhất cho thị trường có lượng cung lớn nhất. Các tác động của chúng nhằm làm giảm biến động tức thời vì dòng lệnh làm mất cân bằng trong hai thị trường đôi khi sẽ bị huỷ bỏ khi việc dừng giao dịch được kích hoạt. Nếu điểm dừng hạn chế giao dịch arbitrage, mỗi thị trường đều phải thoả mãn cho các lượng cầu và tính thanh khoản một cách riêng biệt và độc lập nhau.

Trên thực tế, những người thực hiện nghiệp vụ giao dịch arbitrage có thể làm giảm tính hiệu của điểm dừng theo hai cách:

- Họ có thể đặt lệnh để giao dịch theo chương trình thông qua người môi giới tại sàn;



- Họ có thể đặt ít lệnh hơn thông qua hệ thống đặt lệnh tự động nhằm tránh sự sắp xếp lệnh giống như giao dịch theo chương trình. Cả hai phương pháp này đều làm tăng chi phí và rủi ro trong hoạt động giao dịch arbitrage, nhưng thực sự là không đáng kể.

### **3. Đánh giá chung**

Qua nghiên cứu các biện pháp trong tổ hợp chính sách Ngắt dòng lệnh nêu trên, có thể khẳng định rằng chính sách ngắt dòng lệnh có tác dụng tích cực trong việc làm cho quá trình thay đổi giá diễn ra chậm lại bằng cách bổ sung và cung cấp thêm thông tin về chứng khoán và thị trường nhằm giúp cho các nhà kinh doanh và đầu tư hoạt động trên thị trường có thêm cơ sở để tiến hành hoạt động kinh doanh và đầu tư. Tuy nhiên, chúng có thực sự làm giảm các biến động tức thời không thì chưa rõ ràng và chắc chắn. Chúng làm giảm biến động tức thời nếu chúng hạn chế giao dịch của những nhà kinh doanh thiếu thông tin mà phần lớn trong số họ góp phần tạo ra những biến động đó. Theo một cách khác, chúng làm tăng biến động tạm thời nếu chúng hạn chế giao dịch các giao dịch thuộc loại này mà thông thường chúng hạn chế các biến động tạm thời. Một vài biện pháp ngắt dòng lệnh có thể làm tăng biến động tạm thời trong khi một số phương pháp khác lại làm giảm chúng, luật các điểm dừng có thể làm tăng biến động tạm thời vì chúng hạn chế trước hết giao dịch của những người giao dịch chéo, trong khi dường như không có bất kỳ tác động nào đối với những nhà kinh doanh thiếu thông tin. Ngược lại, việc dừng giao dịch có thể làm giảm biến động tạm thời vì chúng bảo vệ chủ yếu cho các nhà cung cấp tính thanh khoản cho thị trường trong khi lại chống lại các nhà đầu tư thiếu hiểu biết.

Việc đưa ra những dự đoán mang tính lý thuyết không rõ ràng về cách thức mà biện pháp ngắt dòng lệnh tác động lên biến động tạm thời, các phân tích thực nghiệm là cần thiết để giải quyết về những sự không chắc chắn của chúng ta. Rất khó và thậm chí không thể dự đoán chắc chắn về tác động ròng của ngắt dòng lệnh. Khó khăn chính là có quá nhiều cách giải thích khác nhau về nguyên nhân gây những biến động giá cả. Ví dụ, việc giảm biến

động tức thời có thể do biện pháp ngắt dòng lệnh mang lại hoặc cũng có thể do giảm không tương ứng số lượng nhà kinh doanh thiếu thông tin hoặc cũng có thể do sự hiện diện của kỹ thuật mới cho phép những nhà kinh doanh tạo ra nhiều tính thanh khoản hơn.

Qua nghiên cứu các bằng chứng thực nghiệm cho thấy các biện pháp dừng giao dịch, giới hạn giá, điểm dừng, các yêu cầu ký quỹ và thuế giao dịch tác động tới biến động thị trường nhìn chung là không đáng kể.

Từ sự sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987 đã buộc các nhà hoạch định chính sách phải đưa ra thêm nhiều quy định quản lý mới nhằm quản lý các thị trường chứng khoán và hợp đồng tương lai. Tuy nhiên, thật không may mắn cho các nhà hoạch định bởi họ có rất ít cơ hội để kiểm nghiệm lại những nghiên cứu của mình về chính sách ngắt dòng lệnh. Do đó, những chính sách ngắt dòng lệnh mới chỉ dừng lại ở trên góc độ lý thuyết, rất ít được kiểm nghiệm trên thực tế.

Xuất phát từ nhu cầu quản lý và vận hành thị trường đòi hỏi phải có nhiều công cụ quản lý mới, các nhà nghiên cứu đã đưa ra rất nhiều chính sách và biện pháp cho dù nó có làm lợi hay không đối với công chúng. Vấn đề các nhà quản lý có thái độ như thế nào với những lập luận do các nhà nghiên cứu mang tới? Dưới góc độ quản lý, các nhà quản lý phải có trách nhiệm xem xét và tách biệt được vấn đề nào là quan trọng nhất từ những vấn đề nhỏ nhất khi xem xét đến các tác động của chính sách quản lý trên các thị trường. Sau đây là một số vấn đề cần lưu ý khi đối với các nhà quản lý khi tiếp cận và xây dựng các chính sách quản lý thị trường:

- Thừa nhận những đòi hỏi và yêu cầu của nhà đầu tư, các nhà kinh doanh dưới dạng Hedgers và những người chuyển đổi tài sản là những đối tượng luôn sử dụng thị trường vì những mục đích thiết thực. Nếu thiếu các nhà giao dịch thực tế thì thị trường sẽ không tồn tại. Các chính sách làm cho chi phí giao dịch gia tăng có khả năng phản tác dụng về mặt dài hạn. Việc cạnh tranh giữa các nhà kinh doanh sẽ tạo ra tính thanh khoản cho thị

trường, giúp cho các nhà kinh doanh thiếu thông tin có thêm nhiều cơ hội kinh doanh thành công với việc được cung cấp thêm nhiều thông tin giúp cho việc ra quyết định đầu tư trên thị trường đạt hiệu quả.

- Xác định giá chứng khoán một cách chính xác rất quan trọng đối với nền kinh tế của chúng ta. Những sự thay đổi giá lớn không nhất thiết phải được thể hiện ở mức giá đóng cửa thị trường, ngược lại, chúng rất có thể xảy ra khi chúng ta tiến hành mở cửa thị trường. Chính vì vậy, biện pháp ngắt dòng lệnh giúp cho thị trường bù đắp đối với tình trạng yếu kém khác của thị trường trong quá trình giao dịch.

### **III. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ**

#### **1. Thị trường Hoa Kỳ**

##### ***1.1. Sở giao dịch chứng khoán New York***

Rút kinh nghiệm từ những vụ sụp đổ của thị trường hồi tháng 10 năm 1987 và tháng 10 năm 1989, Sở Giao dịch chứng khoán New York đã áp dụng một số biện pháp Ngắt dòng lệnh nhằm giảm bớt các biến động trên thị trường và gây dựng lại niềm tin cho công chúng đầu tư. Ủy ban chứng khoán Mỹ đã thông qua 2 qui định (80A và 80B) về các trường hợp áp dụng biện pháp Ngắt dòng lệnh.

Qui định 80A được áp dụng từ tháng 10 năm 1988. Từ đó đến nay, qui định này đã trải qua nhiều lần chỉnh sửa. Gần đây nhất vào ngày 16/02/1999, Ủy ban chứng khoán Mỹ đã chấp thuận thông qua việc chỉnh sửa các mức giới hạn cơ sở của qui định này. Mức giới hạn được tính toán theo từng quý dựa trên cơ sở 2% giá trị đóng cửa trung bình của chỉ số Dow Jones trong tháng cuối cùng của quý trước. Mức giới hạn sẽ bị gỡ bỏ khi chỉ số đóng cửa Dow Jones trở lại trong khoảng 1% giá trị.

Số lần qui định 80A được áp dụng thực hiện qua từng năm như sau:

Năm 1990 áp dụng 23 lần trong 22 ngày

Năm 1991 áp dụng 20 lần  
Năm 1992 áp dụng 16 lần  
Năm 1993 áp dụng 9 lần  
Năm 1994 áp dụng 30 lần trong 28 ngày  
Năm 1995 áp dụng 29 lần trong 28 ngày  
Năm 1996 áp dụng 119 lần trong 101 ngày  
Năm 1997 áp dụng 303 lần trong 219 ngày  
Năm 1998 áp dụng 366 lần trong 227 ngày  
Năm 1999 áp dụng 79 lần trong 60 ngày và 31 lần trong 31 ngày  
Năm 2000 áp dụng 52 lần trong 50 ngày  
Năm 2001 áp dụng 50 lần trong 47 ngày

Qui định 80B qui định áp dụng biện pháp dừng giao dịch do các biến động bất thường trên thị trường. Các mức giới hạn để áp dụng dừng giao dịch trên toàn bộ thị trường là 10%, 20% và 30% thay đổi của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones. Chỉ số cơ sở dừng để so sánh được tính toán vào đầu các quý trong năm trên cơ sở lấy giá trị trung bình của chỉ số đóng cửa Dow Jones trong tháng trước đó.

Hàng quý, các Sở giao dịch chứng khoán sẽ xem xét và quy định lại mức sụt giảm tới bao nhiêu % thì mới áp dụng biện pháp ngắt dòng lệnh. Như vậy, tỷ lệ sụt giảm sẽ được thay đổi một cách linh hoạt theo thời gian.

Ngày thứ hai, vào ngày 27 tháng 10 năm 1997, chỉ số trung bình Dow Jones giảm ở mức 350 điểm vào lúc 2:35 phút chiều. Các nhà quản lý sở giao dịch New York đã thực hiện dừng giao dịch trong vòng 30 phút. Vào lúc 3:05, thị trường đã tiếp tục được giao dịch trở lại và tiếp tục giảm thêm 200 điểm trong vòng 25 phút tiếp theo. Do vậy, phải dừng giao dịch lần thứ hai và cũng là thời điểm đóng cửa thị trường giao dịch trong ngày. Ngày 4/12, Ban giám đốc điều hành Sở Giao dịch chứng khoán New York đã phê chuẩn một vài thay đổi đối với chính sách ngắt dòng lệnh. Tức là, nếu được SEC chấp thuận, thì sau 2 giờ chiều, nếu chỉ số Dow Jones giảm 550 điểm

thì thời gian ngắt dòng lệnh sẽ là 30 phút thay vì 60 phút như trước đây. Tuy nhiên, giao dịch không được tiến hành lại nếu như lệnh dừng giao dịch được thực hiện sau 3 giờ chiều.

Các nhà quản lý Sở giao dịch chứng khoán New York tin tưởng một cách mạnh mẽ rằng việc áp dụng chính sách ngắt dòng lệnh giữa các thị trường chứng khoán đóng một vai trò quan trọng trong việc bình ổn hoạt động giao dịch trên thị trường đồng thời củng cố niềm tin của các nhà đầu tư mỗi khi thị trường xảy ra các biến động lớn về giá. Ngoài ra, đây cũng chính là cơ hội để các nhà đầu tư không kể lớn nhỏ đều có chung cơ hội để đối phó và trang bị thêm thông tin cần thiết về chứng khoán giao dịch trên thị trường phục vụ cho hoạt động kinh doanh, giảm thiểu rủi ro khi thị trường xảy ra biến động. Chính sách ngắt dòng lệnh đảm bảo cho thị trường hoạt động một cách lành mạnh và công bằng.

### *1.2. Sở giao dịch Mercantile Chicago*

Sở giao dịch Mercantile Chicago cũng thực hiện các nguyên tắc giới hạn giá cho hợp đồng chỉ số S&P 500 của họ sau sự sụp đổ thị trường. Tháng 10/1989, sở giao dịch đã thực hiện các biện pháp giới hạn giá trong trường hợp giá giao dịch của hợp đồng tương lai giảm 12 điểm so với giá đóng cửa của ngày trước đó. Việc giới hạn sẽ có hiệu lực sớm hơn 30 phút hoặc 2 giờ 30 phút chiều tính theo giờ Chicago. Nếu giá tiếp tục giảm sau khi đã thực thi biện pháp giới hạn giá, giới hạn giá lần hai sẽ được áp dụng ở mức 30 điểm. Giới hạn này sẽ có hiệu lực trong vòng một giờ nếu chỉ số Dow không sụt giảm tới mức 250 điểm. Theo một cách khác, sở giao dịch sẽ ngừng tất cả giao dịch trong vòng 1 tiếng và chỉ giao dịch trở lại nếu có ít nhất 50% số lượng cổ phiếu cấu thành nên chỉ số S&P có hoạt động giao dịch trên thị trường. Sở giao dịch ấn định giới hạn lớn nhất trong ngày lên xuống 50 điểm trong vòng 2 giờ dừng giao dịch nếu chỉ số Dow Jones sụt giảm tới mức 400 điểm. Vào ngày 13/10/1989, diễn ra “Sự sụp đổ thị trường với quy mô nhỏ”, sở giao dịch đã áp dụng giới hạn giá lần thứ nhất và lần thứ hai.

Giá giao dịch các loại chứng khoán trên thị trường sụt giảm với tốc độ nhanh chóng trong khi khối lượng giao dịch lại tăng nhanh. Điều đó thể hiện rất rõ khi khối lượng giao dịch trong một phút cao gấp hai lần so với các phiên giao dịch trước đó. Đứng trước tình hình đó, các nhà quản lý tiếp tục dừng giao dịch. Sang đến ngày tiếp theo, chỉ số Dow Jones đã phục hồi ở mức 337 điểm.

Các nhà nghiên cứu khẳng định rằng việc dừng giao dịch cho phép các nhà kinh doanh khôn ngoan sẽ có được cơ hội để mua thêm chứng khoán. Nếu giao dịch không bị dừng, thì rất có thể họ sẽ không tham gia đầu tư trên thị trường.

## **2. Thị trường Isxaren**

Sở giao dịch chứng khoán Tel Aviv (TASE) là một trong nhiều sở trên thế giới áp dụng các giới hạn giá để quản lý hoạt động thị trường. Năm 1993 Ben-Zion và Lauterbach đã có công trình nghiên cứu để xem tác động về giá có ảnh hưởng như thế nào đến giao dịch trên thị trường chứng khoán Ixarael trong khoảng thời gian trong tuần tháng 10 năm 1987. Khi đó, TASE đã sử dụng phương thức khớp lệnh định kỳ để giao dịch toàn bộ chứng khoán bị dừng giao dịch. Các giao dịch chỉ được thực hiện trong biên độ dao động 10% so với mức giá đóng cửa ngày hôm trước, nếu vượt ra ngoài giới hạn này thì giao dịch sẽ bị tạm ngừng. Không giống với các thị trường khác, việc thống kê các mức dư mua và bán của ngày hôm nay thường dựa vào giá đóng cửa ngày hôm trước, đây chính là cách thức tính toán được sử dụng một cách phổ biến nhất trước khi chúng ta thực hiện giao dịch theo phương thức khớp lệnh định kỳ. Nếu chúng ta đặt ra một biên độ giá trong hoạt động giao dịch, các chứng khoán giao dịch phải thực hiện trong biên độ giá cho phép. Tỷ lệ thiết lập biên độ tùy thuộc vào từng thời điểm, và quy mô của từng thị trường.

## **3. Thị trường Nhật Bản**

Tại Nhật Bản, các sở giao dịch đã sử dụng biện pháp thiết lập giới hạn giá giao dịch trong hoạt động giao dịch. Ban đầu, Bộ tài chính không muốn áp dụng chính sách ngắt dòng lệnh đối với thị trường các công cụ phái sinh, dưới sức ép của thị trường Mĩ, nó đã được áp dụng.

### ***3.1 Sở giao dịch chứng khoán Tokyo***

Sở giao dịch chứng khoán Tokyo sử dụng hai loại dừng giao dịch, gồm hai loại dừng giao dịch tạm thời và dừng giao dịch dài hạn. Dừng giao dịch tạm thời được sử dụng khi xuất hiện những thông tin không rõ ràng về công ty phát hành có thể ảnh hưởng tới quyết định đầu tư của nhà đầu tư, vì vậy, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo sẽ tiến hành ngừng hoạt động giao dịch của chứng khoán đó để tiến hành thu thập, làm rõ những thông tin đó và tiến hành công bố chúng ra công chúng. Dừng giao dịch dài hạn được sử dụng trong trường hợp công ty niêm yết thực hiện việc sáp nhập với một tổ chức khác, thực hiện việc chia tách hoặc chuyển đổi cổ phiếu. Do đó, các nhà đầu tư hay các cổ đông sẽ phải chuyển chứng khoán mà họ nắm giữ tới công ty niêm yết để làm các thủ tục có liên quan tới quyền lợi của chính họ.

#### **Dừng giao dịch tạm thời**

Sở giao dịch chứng khoán Tokyo sẽ dừng giao dịch tạm thời đối với cổ phiếu của những công ty đang trong quá trình chia tách hoặc sáp nhập với một đối tác thứ ba hoặc trong trường hợp công ty thực hiện việc cắt giảm vốn kinh doanh. Việc dừng giao dịch sẽ giúp cho các công ty niêm yết thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin có liên quan tới các hoạt động nói trên. Trên cơ sở đó, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo sẽ thực hiện việc công bố thông tin ra đại chúng. Trong trường hợp này, việc dừng giao dịch sẽ được tiến hành trong khoảng thời gian 60 phút kể từ khi các công ty niêm yết thực hiện việc công bố chính thức về những thông tin có liên quan tới các hoạt động nói trên.

Sở giao dịch chứng khoán Tokyo cũng thực hiện việc dừng giao dịch trong trường hợp trên thị trường đang xuất hiện nhiều thông tin bất lợi có thể ảnh hưởng tới hoạt động giao dịch trên thị trường, và chúng được nhìn nhận

là những tin đồn thất thiệt. Thời gian dừng giao dịch để các công ty niêm yết tiến hành xác minh tính đúng đắn của những tin đồn và công bố chính thức về những thông tin đó là 60 phút.

Việc đặt, sửa và huỷ lệnh vẫn có thể thực hiện trong khoảng thời gian dừng giao dịch, tuy nhiên, mỗi thành viên giao dịch đều có vai trò riêng trong việc xử lý các lệnh khi giao dịch bị ngừng, do vậy, nhà đầu tư nên tìm hiểu xem các công ty môi giới sẽ được xử lý các lệnh đặt của mình như thế nào trong suốt thời gian dừng giao dịch.

### **Dừng giao dịch dài hạn**

Trong trường hợp công ty niêm yết thực hiện việc sáp nhập hay chia tách cổ phiếu, cổ đông hay nhà đầu tư phải thực hiện việc rút chứng chỉ chứng khoán mà họ đang sở hữu và chuyển chúng tới công ty niêm yết để thực hiện các nghiệp vụ đó, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo sẽ dừng giao dịch cổ phiếu của các công ty này trên thị trường vì lúc này các nhà đầu tư không thể tiến hành việc bán chứng khoán trong tình trạng không còn nắm giữ bất kỳ chứng chỉ chứng khoán vật chất nào trong tay. Mặc dù việc các cổ đông không còn nắm giữ chứng khoán trong tay chỉ mang tính nhất thời song nó lại tác động tới tính thanh khoản của chứng khoán đó trên thị trường. Thời gian dừng giao dịch dài hạn sẽ là ba ngày. Điều đó có nghĩa là Sở giao dịch chứng khoán Tokyo sẽ ngừng hoạt động giao dịch ba ngày trước khi công ty niêm yết tiến hành hoạt động sáp nhập, chia tách.

### **Biên độ giao động giá**

Sở giao dịch chứng khoán Tokyo thiết lập giới hạn giá hàng ngày hay còn gọi là biên độ dao động giá, theo đó, giá giao dịch sẽ chỉ được thực hiện trong khoảng biên độ tối đa cho phép. Điều này sẽ giúp thị trường tránh khỏi những biến động lớn, khó kiểm soát. Khác với các quốc gia khác, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo thiết lập giới hạn giá hàng ngày dựa trên cơ sở lấy sự thay đổi về giá trị tuyệt đối của chứng khoán, tức là không tính theo tỷ lệ % thay đổi mà tính trực tiếp bằng tỷ lệ thay đổi về giá trị chứng khoán tính bằng đồng Yên Nhật.



### 3.2 Sở giao dịch Osaka (OSE)

Các hợp đồng tương lai cấu thành nên chỉ số Nikkei chỉ được phép giao dịch trong ngoài biên độ giá thanh toán của ngày trước đó (giá cơ bản), cộng hoặc trừ giới hạn giá hàng ngày. Giới hạn giá hàng ngày được thiết lập dựa trên giá cơ bản, cụ thể như sau:

Giới hạn giá hàng ngày trên OSE

<i>Giá cơ bản</i>	<i>Giới hạn giá hàng ngày</i>
<¥20,000	¥600
¥20,000-¥30,000	¥900
¥30,000-¥40,000	¥1200
>¥40,000	¥1500

Bên cạnh hệ thống xác định giới hạn giá hàng ngày, sở giao dịch còn áp dụng biên độ giá trong ngày theo quy định của OSE. Quy định này cho phép giá của các hợp đồng có thể tăng hoặc giảm không quá 30 Yên trong vòng 6 phút.

## CHƯƠNG II

# ÁP DỤNG NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH Ở THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

### I. THỰC TRẠNG CỦA HỆ THỐNG GIAO DỊCH TRÊN TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH

Hiện nay, hệ thống giao dịch được sử dụng tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (TTGDCK Tp. HCM) là hệ thống giao dịch do Thái lan trợ giúp. Hệ thống giao dịch vận hành tại TTGDCK Tp. HCM là hệ thống MR Term và DC Term. MR Term là hệ thống khớp lệnh tự động trên nguyên tắc ưu tiên về giá, thời gian và khách hàng. DC Term là hệ thống quản lý, nhập và truyền lệnh từ các đại diện giao dịch đến MRTerm. Do các máy trạm DCTerm đều được đặt tại TTGDCK Tp. HCM nên việc chuyển lệnh từ văn phòng các công ty chứng khoán thành viên đến đại diện giao dịch ở Trung tâm được thực hiện rất đa dạng. Hiện nay các công ty chứng khoán sử dụng 5 phương pháp để truyền lệnh tới đại diện giao dịch tại sàn:

- chuyển trực tiếp bằng cách đem thẳng phiếu lệnh của khách hàng từ công ty chứng khoán tới đại diện giao dịch tại sàn (trước giờ nhận lệnh)

- fax

- internet

- điện thoại cố định

- sử dụng đường lease line

Nhìn chung, mô hình tổ chức và hoạt động của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh được triển khai gọn nhẹ, tiết kiệm chi phí. Phần mềm hệ thống giao dịch trên thị trường hiện đã tương đối đáp ứng được nhu cầu giao dịch của thị trường. Tuy nhiên, trong trường hợp xảy ra sự

cố hoặc chuyển sang giao dịch liên tục, hệ thống giao dịch cần phải được sự hỗ trợ của các chuyên gia thì mới có thể đáp ứng được nhu cầu khi cần thiết.

Qua hơn 4 năm hoạt động, bên cạnh những mặt tích cực thị trường chứng khoán đã bộc lộ nhiều khuyết điểm cả về cơ chế lẫn hệ thống. Chính vì vậy, trong thời gian gần đây, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đang lên kế hoạch trình Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đề án nâng cấp Trung tâm nhằm làm cho thị trường chứng khoán ngày một hiện đại đáp ứng được với nhu cầu phát triển.

*Quy định về thời gian giao dịch:*

Hiện nay, các quy định về giao dịch tại TTGDCK Tp. HCM được quy định tại chương III về giao dịch chứng khoán, Thông tư số 58/2004/TT-BTC ngày 17-6-2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn về Thành viên và Giao dịch chứng khoán (sau đây gọi tắt là Thông tư 58). Các quy định có liên quan đến giao dịch bao gồm: thời gian giao dịch, phương thức giao dịch, lệnh giao dịch, đơn vị giao dịch và yết giá, biên độ dao động giá, giá tham chiếu, kỹ quỹ giao dịch, nguyên tắc khớp lệnh giao dịch, xác nhận kết quả giao dịch, các giao dịch đặc biệt, sửa lỗi sau giao dịch và các ký hiệu giao dịch.

Ngày giao dịch trên TTGDCK Tp. HCM hiện nay đã được nâng từ 3 ngày/ tuần lên cả 5 ngày làm việc trong tuần trừ các ngày nghỉ theo quy định của bộ Luật lao động.

Phiên giao dịch vẫn được thực hiện vào buổi sáng tất cả các ngày làm việc trong tuần.

Thời gian giao dịch tại TTGDCK Tp. HCM diễn ra từ 9h đến 11h hàng ngày và được chia thành 2 phiên:

Phiên giao dịch khớp lệnh định kỳ: thời gian từ 9h đến 10.30, gồm 2 đợt

Khớp lệnh đợt 1: Nhận lệnh từ 9h đến 9h 20, khớp lệnh vào 9h 20

Khớp lệnh đợt 2: Nhận lệnh từ 10h đến 10h 30, khớp lệnh vào 10h 30

Phiên giao dịch thoả thuận: thời gian 10.30 đến 11h.

Từ cuối tháng 5/2003 đến nay, số lần khớp lệnh trong một phiên giao dịch đã được tăng lên hai lần, tăng hơn so với trước 1 lần. Giá được xác lập dựa trên phương thức đấu lệnh định kỳ. Thời gian nhận lệnh trước mỗi lần khớp lệnh là từ 20 đến 30 phút. Thời gian nghỉ giữa 2 phiên giao dịch là một tiếng.

Kể từ ngày 20/5/2003, TTGDCK Tp. HCM đã đưa vào áp dụng nhiều giải pháp giao dịch mới như giảm lô giao dịch từ 100 cổ phiếu xuống còn 10 cổ phiếu, áp dụng lệnh ATO (lệnh tại mức giá khớp lệnh), tăng số lần khớp lệnh lên 2 lần trong 1 phiên và giảm tỷ lệ ký quỹ chứng khoán xuống còn 70%. Các giải pháp kỹ thuật này bước đầu đã góp phần đa dạng hóa các cơ hội, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư tham gia vào thị trường.

Tuy nhiên qua thực tế áp dụng, các giải pháp này đã bộc lộ một số nhược điểm như việc giảm lô làm tăng chi phí hoạt động của các công ty chứng khoán và làm cho công tác theo dõi và giám sát giao dịch trên thị trường trở nên khó khăn hơn trước rất nhiều. Còn việc giảm tỷ lệ ký quỹ không được các nhà đầu tư đón nhận và hưởng ứng do thời gian họ phải nộp đủ 30% tiền còn lại là quá ngắn...

Kể từ khi phiên giao dịch đầu tiên được tiến hành ngày 28/7/2000 cho đến nay (tính đến ngày 12/12/2004) tổng khối lượng giao dịch của toàn thị trường đạt mức 34.426.211 chứng khoán, trong đó có 142.028.539 cổ phiếu và 182.629.344 trái phiếu tham gia giao dịch trên TTGDCK Tp. HCM. Tổng giá trị giao dịch của toàn thị trường đạt hơn 23.152 tỷ đồng, tương ứng với giá trị giao dịch của cổ phiếu là hơn 4000 tỷ và gần 19.000 tỷ đồng giao dịch trái phiếu (*Trích nguồn UBCKNN tính đến ngày 12/12/2004*)

#### *Quy định về Giao dịch thoả thuận:*

Đối với giao dịch thoả thuận, TTGDCK TP.HCM tổ chức thực hiện giao dịch chứng khoán lô lớn theo phương thức thoả thuận hàng ngày và tách riêng giao dịch thoả thuận với giao dịch khớp lệnh thông thường. Quy trình

giao dịch thoả thuận đã được ban hành kèm theo Công văn số 12/TTGD-GS ngày 18/03/2002.

#### *Giao dịch chứng khoán lô lẻ*

Giao dịch chứng khoán lô lẻ được thực hiện trực tiếp giữa công ty chứng khoán và nhà đầu tư. TTGDCK TP.HCM không kiểm soát giao dịch loại này. Công ty chứng khoán chỉ thực hiện báo cáo tình hình giao dịch chứng khoán lô lẻ cho Phòng quản lý Thành viên.

#### *Giao dịch cổ phiếu quỹ*

Giao dịch cổ phiếu quỹ hiện không có quy định cụ thể về giá cổ phiếu mua lại. Do vậy thực tế xảy ra trường hợp cố ý đặt giá "để không có giao dịch", dẫn đến việc hết thời hạn song tổ chức niêm yết chỉ mua/bán lại được rất ít khối lượng đăng ký. Đối với những trường hợp này, TTGDCK TP.HCM có làm công văn nhắc nhở và yêu cầu giải trình (Phòng Quản lý Niêm yết thực hiện). Trên thực tế rất có khả năng các công ty niêm yết đã lợi dụng quy định của pháp luật để trục lợi.

#### *Giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài*

Khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được thực hiện vẫn rất thấp. Kể từ phiên 04/03/2002, khi TTGDCK TP.HCM cho phép áp dụng giao dịch thoả thuận đối với cổ phiếu và tăng số phiên giao dịch trong tuần, người đầu tư nước ngoài tham gia giao dịch tích cực hơn. Ngoài số cổ phiếu được mua bán theo phương thức giao dịch khớp lệnh, còn có một khối lượng lớn cổ phiếu được giao dịch theo phương thức thoả thuận. Hoạt động giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cho đến nay vẫn đảm bảo tuân thủ các yêu cầu về quản lý lượng nắm giữ tối đa.

#### *Quy định về sửa lệnh giao dịch:*

Khi TTGDCK bước vào hoạt động (28/7/2000), đại diện giao dịch của công ty chứng khoán thành viên được phép huỷ, sửa lệnh. Tuy nhiên, trong một thời gian ngắn, việc huỷ và sửa lệnh tăng quá mức làm ảnh hưởng không

tốt tới thị trường. Do đó, UBCKNN đã ban hành Quy chế thành viên, niêm yết và công bố thông tin (ban hành kèm theo Quyết định số 79), theo đó các đại diện giao dịch không được phép huỷ bỏ lệnh mà chỉ được phép sửa lệnh trong trường hợp nhập sai số hiệu tài khoản giao dịch của người đầu.

Khi công ty chứng khoán (đại diện giao dịch tại sàn) phát hiện có nhầm lẫn, công ty chứng khoán sẽ làm đơn gửi Phòng Giám sát thị trường. Phòng Giám sát thị trường sẽ tiến hành thẩm định xem lệnh đặt nhầm ảnh hưởng tới tình hình thị trường ở mức độ nào, có thực sự xảy ra nhầm lẫn hay không, từ đó Phòng Giám sát thị trường sẽ đưa ra ý kiến nhận định, sau đó trình lãnh đạo TTGDCK xem xét và quyết định.

Trên thực tế, tại phiên giao dịch ngày 31/7/2002, đại diện giao dịch của Công ty chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương đã nhập lệnh mua 9.900 cổ phiếu SAM thành lệnh bán. Sau khi kiểm tra thấy rằng trong tài khoản này không có cổ phiếu nên nếu lệnh này được thực hiện thì sẽ là một lệnh bán khống. Trung tâm đã đồng ý cho thực hiện một lệnh huỷ bỏ.

Tính đến ngày 29/7/2002, TTGDCK Tp. HCM đã đồng ý cho sửa lệnh trong 51 trường hợp trong đó có 23 trường hợp sửa lệnh bán thành lệnh mua, 4 trường hợp sửa lệnh cùng xu thế thị trường và 17 trường hợp sửa lệnh có khối lượng vừa và nhỏ, riêng trường hợp nhập sai lệnh của đại diện giao dịch công ty chứng khoán Sài Gòn là 7 trường hợp và TTGDCK TP.HCM đã đình chỉ giao dịch của một đại diện giao dịch của công ty chứng khoán Sài Gòn do vi phạm nhập lệnh sai nhiều lần trong 10 phiên.

Trên thực tế, trên TTGDCK Tp. HCM đã có công văn tới UBCKNN xin phép sửa lệnh trong một số trường hợp để đảm bảo thanh toán cũng như giải quyết những nhầm lẫn của đại diện giao dịch. Ví dụ, cho phép đại diện giao dịch tại Sàn sửa lệnh bán thành lệnh mua khi trong tài khoản của khách hàng không có chứng khoán (nếu không cho sửa lệnh thì sẽ vi phạm quy định về bán khống). Hoặc một trường hợp khác là, cho phép sửa lệnh tùy theo tình hình thực tế như cho sửa lệnh bán thành lệnh mua nếu như khối

lượng bên bán nhiều hơn bên mua và ngược lại cho sửa lệnh mua thành lệnh bán nếu khối lượng mua nhiều hơn bán. Trong trường hợp này TTGDCK chỉ cho phép sửa đổi với những lệnh có khối lượng tương đối nhỏ so với khối lượng đặt (nhằm tăng tính thanh khoản cho thị trường).

Do còn thiếu các quy định về việc sửa huỷ lệnh sai nên hầu hết trong các trường hợp đều áp dụng xử lý tình huống. Hiện chưa có văn bản cụ thể hướng dẫn việc xử lý lệnh vào hệ thống trong các trường hợp khác nhau, gây khó khăn và cản trở đến lợi ích của nhà đầu tư cũng như hoạt động của các thành viên.

Hiện nay về mặt văn bản pháp luật, Thông tư 58 đã thay thế cho Quyết định 79 và Nghị định 144/2003/NĐ-CP đã được ban hành thay thế cho Nghị định 48/1998/NĐ-CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Việc ban hành các văn bản mới này được xem như là một bước tiến lớn nhằm tạo ra hành lang pháp lý an toàn, thông thoáng và phù hợp với thực tiễn phát triển của thị trường.

*Quy định về Ngừng và tạm dừng giao dịch trên thị trường:*

Theo quy định tại Điều 32, Nghị định 144, chứng khoán bị đưa vào diện kiểm soát và chứng khoán bị tạm dừng giao dịch được phân chia rõ theo 2 trường hợp.

Trường hợp chứng khoán bị đưa vào diện kiểm soát khi xảy ra một trong các trường hợp sau: tổ chức niêm yết hoặc công ty quản lý quỹ vi phạm quy định về công bố thông tin; cổ phiếu trái phiếu doanh nghiệp, chứng chỉ quỹ không có giao dịch trong vòng 90 ngày... Trường hợp xảy ra biến động giá và khối lượng bất thường; hoạt động kinh doanh của tổ chức niêm yết bị thua lỗ trong 2 năm liên tiếp; hoặc khi cần thiết để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư hoặc đảm bảo hoạt động ổn định của thị trường thì chứng khoán sẽ bị tạm dừng giao dịch, tuy nhiên tiêu chí để xác định mức độ bất thường không có. Điều này là một thực tế khó tránh khỏi do các quy định về

biên độ dao động giá thường xuyên thay đổi và các biện pháp quản lý thiếu tính đồng bộ và nhất quán, chính vì thế rất khó xử lý.

Các trường hợp dừng giao dịch của cả thị trường được quy định mục 1, phần III, Thông tư 58 bao gồm: (1) khi các giao dịch không thể thực hiện được nhu thường lệ do hệ thống giao dịch có sự cố; (2) Khi có một nửa số thành viên của Trung tâm trở lên bị sự cố về hệ thống chuyển lệnh; (3) Các trường hợp bất khả kháng khác như thiên tai, hoả hoạn.

## **II. MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG DỰ KIẾN CỦA TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI**

Trong chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010 (Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ngày 5 tháng 8 năm 2003 của Thủ tướng Chính phủ) Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội (TTGDCKHN) sẽ là thị trường giao dịch cổ phiếu cho các các doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN) và được chuyển thành thị trường Giao dịch Chứng khoán phi tập trung (OTC) kể từ sau năm 2010.

Theo lộ trình phát triển của TTGDCKHN, hệ thống giao dịch của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội sẽ được xây dựng thành 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (từ nay đến năm 2010): xây dựng hệ thống giao dịch tập trung cho chứng khoán DNVVN.
- Giai đoạn 2 (từ năm 2010): xây dựng TTGDCKHN thành một thị trường OTC hiện đại.

Thực tế là các DNVVN thường có số vốn nhỏ, cơ cấu sở hữu nhỏ hẹp kèm theo tính thanh khoản thấp lại có độ rủi ro cao đặt ra đặt ra một vấn đề liệu phương thức giao dịch tập trung có khả thi cho loại hình doanh nghiệp này trong thời gian đầu mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, căn cứ vào tình hình thực tế hiện nay và trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm của một số nước,



để có thể giải quyết được những vướng mắc và khó khăn này, đề tài cho rằng ngoài hình thức khớp lệnh trên thị trường tập trung, cần triển khai ngay mô hình giao dịch thỏa thuận dưới hình thức giản đơn: báo giá trung tâm.

Việc đưa hệ thống báo giá trung tâm đem lại nhiều lợi ích cho việc giao dịch các cổ phiếu của DNVVN, cụ thể là:

- Cung cấp một phương thức giao dịch đa dạng và linh hoạt phù hợp với đặc trưng của thị trường dành cho chứng khoán của các DNVVN. Trong đó, các chứng khoán có tính thanh khoản cao sẽ được giao dịch trên hệ thống giao dịch tập trung còn chứng khoán có tính thanh khoản thấp được giao dịch trên hệ thống báo giá trung tâm, ngoài ra còn giúp cho việc giao dịch các chứng khoán khác như trái phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư.

- Hệ thống báo giá trung tâm thực hiện trên cơ sở phương thức giao dịch thỏa thuận, khắc phục được những hạn chế của hệ thống giao dịch tập trung, phù hợp với các chứng khoán có tính thanh khoản thấp. Bên cạnh đó, hệ thống báo giá trung tâm cũng khiến thị trường trở nên sôi động hơn nhờ sự tham gia tích cực của các thành viên trên thị trường, chuẩn bị cho việc trở thành những nhà tạo lập thị trường trong tương lai khi thị trường phi tập trung chính thức đi vào hoạt động kể từ sau năm 2010.

- Hệ thống báo giá trung tâm trên cơ sở giao dịch thỏa thuận sẽ tạo tính đa dạng linh hoạt trong giao dịch, được áp dụng phổ biến tại các thị trường mới nổi cũng như các thị trường phát triển. Đây là thị trường dành cho các cổ phiếu tăng trưởng, cổ phiếu của các công ty công nghệ cao, thu hút sự quan tâm và tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư chuyên nghiệp các quỹ đầu tư cùng những người ưu đầu tư mạo hiểm với mong đợi có được tỷ lệ lợi suất cao nhất.

Theo tinh thần chỉ đạo của Lãnh đạo Bộ Tài chính tại Thông báo 136 - TB/BTC ngày 17/6/2004 về mô hình tổ chức và xây dựng thị trường giao dịch chứng khoán Việt Nam, phương án hoạt động của Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội trong thời kỳ đầu sẽ thực hiện như sau: Từ nay cho đến

năm 2007, TTGDCKHN sẽ tổ chức đấu giá cổ phiếu, đấu thầu tài sản tài chính và thực hiện giao dịch chứng khoán chưa niêm yết theo cơ chế đăng ký giao dịch, đồng thời chuẩn bị điều kiện để phát triển TTGDCKHN thành thị trường OTC sau 2007.

Thị trường cổ phiếu cho các DNVVN là thị trường được xem như có tính rủi ro cao hơn so với thị trường giao dịch cổ phiếu tại Thành phố Hồ Chí Minh bởi tính rủi ro của các DNVVN cũng như cơ cấu vốn sở hữu nhỏ hẹp của loại hình doanh nghiệp này. Tuy nhiên, với việc ban hành Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28 tháng 11 năm 2003 thay thế cho Nghị định 48/1998/NĐ-CP, văn bản có tính pháp lý cao nhất về thị trường chứng khoán được coi là thông thoáng và cởi mở hơn, cho thấy sự quyết tâm và mong muốn phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ Việt Nam. Bên cạnh đó với việc ban hành Quyết định 163/2003/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 5/8/2003 phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010 và Chỉ thị 27/2003 ngày 11/12/2003 của Thủ tướng Chính phủ về tiếp tục đẩy mạnh thực hiện Luật Doanh nghiệp, khuyến khích phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng góp phần thúc đẩy sự phát triển của TTGDCKHN nói riêng và thị trường chứng khoán Việt nam nói chung.

## **1. Cơ chế giao dịch trên TTGDCKHN:**

### *a. Hàng hoá và điều kiện đăng ký giao dịch trên TTGDCKHN*

Các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện niêm yết tại TTGDCK Tp. HCM được đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội: các doanh nghiệp đủ tiêu chuẩn niêm yết nếu có nhu cầu cũng được đăng ký giao dịch trên TTGDCK Hà Nội nhưng không được hưởng các ưu đãi như đối với doanh nghiệp niêm yết. Theo đó, TTGDCKHN được tổ chức đăng ký giao dịch cho các loại hàng hóa sau:

- Cổ phiếu các công ty cổ phần có vốn điều lệ từ 5 tỷ đến dưới 30 tỷ đồng và từ 30 tỷ đồng trở lên nhưng chưa đủ điều kiện niêm yết tại TTGDCK Tp. HCM.

- Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp.

- Chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán có tổng giá trị chứng chỉ quỹ (theo mệnh giá) từ 5 đến 30 tỷ đồng.

- Các tài sản tài chính khác theo quy định của Bộ Tài chính.

Điều kiện để được đăng ký giao dịch tại TTGDCKHN bao gồm:

Đối với cổ phiếu:

- Công ty cổ phần đáp ứng được các điều kiện có vốn điều lệ thực góp tại thời điểm đăng ký giao dịch tối thiểu là 5 tỷ đồng, có tình hình tài chính minh bạch và hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký giao dịch phải có lãi, có ít nhất 50 cổ đông (không phân biệt cổ đông trong và ngoài doanh nghiệp) và phải cam kết thực hiện đầy đủ nghĩa vụ kiểm toán các báo cáo tài chính, nghĩa vụ công bố thông tin của thị trường.

- Đối với trái phiếu, trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương được đăng ký giao dịch tại Trung tâm GDCK Hà Nội. Trường hợp trái phiếu của doanh nghiệp (kể cả doanh nghiệp nhà nước) muốn đăng ký giao dịch trái phiếu phải đáp ứng các điều kiện là có vốn điều lệ đã góp từ 10 tỷ đồng trở lên, hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký giao dịch trái phiếu phải có lãi, có ít nhất 30 người sở hữu trái phiếu.

- Đối với chứng chỉ quỹ đầu tư, điều kiện để đăng ký giao dịch là các chứng chỉ quỹ đầu tư có tổng giá trị (theo mệnh giá) từ 5 đến 30 tỷ đồng, đã được UBCKNN cấp phép thành lập.

#### *b. Cơ chế giao dịch*

Hoạt động giao dịch tại TTGDCKHN được thực hiện thông qua hệ thống máy tính theo phương thức giao dịch có sẵn. Giao dịch được thực hiện thông qua hai hệ thống chính là Báo giá trung tâm và Giao dịch thoả thuận

và phải bảo đảm nguyên tắc trung gian (người đầu tư đặt lệnh qua công ty chứng khoán thành viên).

- Báo giá trung tâm: Là hệ thống giao dịch chính, áp dụng cho các giao dịch lô chẵn (100 cổ phiếu hoặc 100 trái phiếu). Hình thức giao dịch trên hệ thống báo giá trung tâm được quy định như sau: nhà đầu tư có thể lựa chọn một trong các hình thức giao dịch. Một là giao dịch thoả thuận trực tiếp giữa các nhà đầu tư và qua công ty chứng khoán báo cáo kết quả vào hệ thống giao dịch trước khi kết thúc phiên giao dịch. Hai là thực hiện giao dịch trực tiếp giữa khách hàng và công ty chứng khoán: nếu lệnh mua/bán của khách hàng phù hợp với nhu cầu giao dịch tự doanh của mình, công ty chứng khoán có thể thoả thuận mua/bán trực tiếp với khách hàng và báo cáo kết quả giao dịch vào hệ thống trước khi kết thúc phiên giao dịch.

- Giao dịch qua hệ thống: Nếu công ty chứng khoán không mua/bán trực tiếp với khách hàng hoặc chỉ mua/bán trực tiếp được một phần thì đại diện giao dịch của công ty chứng khoán nhập lệnh (hoặc phần còn lại của lệnh) vào hệ thống giao dịch tại Trung tâm GDCK Hà Nội. Các lệnh đặt này được hiển thị trên màn hình của đại diện giao dịch và màn hình thông tin của các công ty chứng khoán. Nhà đầu tư theo dõi các các lệnh (đặt mua/chào bán) và lựa chọn các lệnh phù hợp để đặt lệnh đối ứng. Lệnh của nhà đầu tư được nhập vào hệ thống sẽ được khớp ngay với các lệnh đối ứng có mức giá tốt nhất đã chờ sẵn trong hệ thống. Các lệnh có thể được thực hiện một phần hoặc toàn bộ. Các lệnh chưa được thực hiện hoặc mới thực hiện một phần sẽ được lưu lại trên hệ thống để chờ thực hiện tiếp với các lệnh mới. Trong phiên giao dịch thông thường, nhà đầu tư được phép huỷ lệnh hoặc thay đổi yết giá đối với các lệnh hoặc phần còn lại của lệnh chưa được khớp. Giá tham chiếu là bình quân gia quyền các mức giá của các giao dịch diễn ra trong ngày giao dịch gần nhất. Biên độ dao động giá quy định chung là +/- 5% đối với cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, còn trường hợp trái phiếu thì không áp dụng biên độ giao động giá. Loại lệnh áp dụng trên TTGDCKHN là lệnh giới hạn

- Giao dịch thỏa thuận ngoài giờ: Các giao dịch lô lớn (từ 10.000 cổ phiếu hoặc trái phiếu trở lên) được thực hiện theo hình thức giao dịch thỏa thuận sau giờ giao dịch thông thường. Giao dịch thỏa thuận được thực hiện theo hai cách:

Cách 1: Nhà đầu tư trực tiếp liên hệ với nhau để thỏa thuận về giá cả, khối lượng giao dịch, sau đó thông qua đại diện giao dịch của công ty chứng khoán nhập các giao dịch đã được thỏa thuận vào hệ thống của Trung tâm.

Cách 2: Nhà đầu tư cũng có thể thông qua đại diện giao dịch của công ty chứng khoán đưa các quảng cáo chào mua/ chào bán lên hệ thống của Trung tâm và sau đó thông qua công ty chứng khoán thực hiện thỏa thuận trên hệ thống của TTGDCKHN hoặc thỏa thuận trực tiếp. Sau khi thỏa thuận, đại diện giao dịch sẽ nhập giao dịch vào hệ thống theo quy trình của TTGDCKHN.

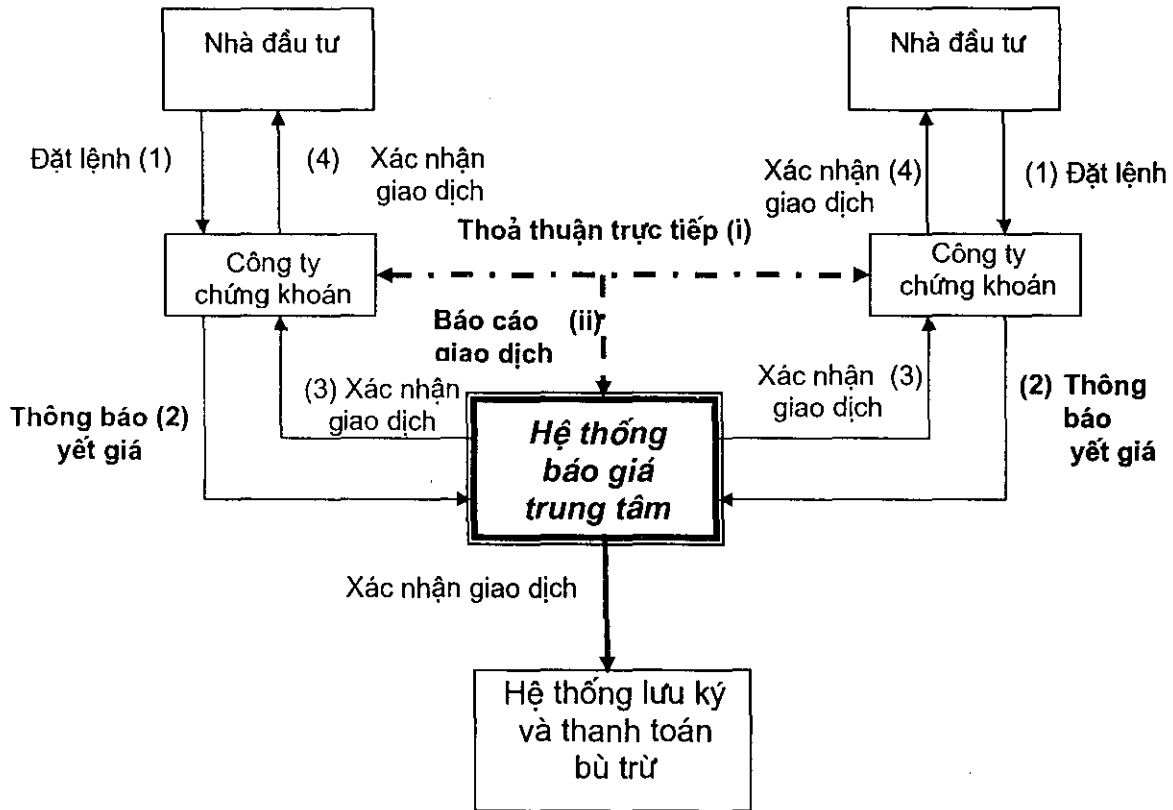
## **2. Hệ thống giao dịch tại TTGDCKHN:**

Hệ thống giao dịch tại TTGDCKHN được xây dựng là hệ thống giao dịch báo giá trung tâm. Đây là điểm mới so với hệ thống giao dịch thỏa thuận tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đang áp dụng với các loại giao dịch thỏa thuận cho các chứng khoán trong giờ giao dịch cho các giao dịch lô lớn. Hệ thống báo giá trung tâm thực hiện song song với hệ thống khớp lệnh liên tục ngay trong giờ giao dịch chính thức.

Theo thông lệ quốc tế, hệ thống báo giá trung tâm thường là một mạng điện tử diện rộng kết nối tất cả các thành viên thuộc hệ thống. Tuy nhiên, trong điều kiện thực tế của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, rất khó có thể xây dựng một hệ thống điện tử diện rộng. Do vậy, vẫn sử dụng các đại diện giao dịch tại sàn của hệ thống tập trung để đưa lệnh vào hệ thống báo giá tập trung. Để có thể thực hiện giao dịch, nhà đầu tư phải có tài khoản tại công ty chứng khoán. Thành viên giao dịch trên hệ thống báo giá

trung tâm là các công ty chứng khoán thành viên của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Sơ đồ : Quy trình giao dịch của hệ thống báo giá trung tâm



### Thời gian giao dịch

Thời gian giao dịch tại TTGDCKHN diễn ra trong các phiên giao dịch buổi sáng các ngày làm việc trong tuần, trừ các ngày Lễ ngày nghỉ theo Bộ luật Lao động. Dự kiến, thời gian từ 8.30 – 10.00 là phiên giao dịch Báo giá trung tâm và thời gian từ 10.00 – 11.00 là phiên giao dịch thỏa thuận lô lớn.

Việc thực hiện giao dịch trong cả tuần liên tục của TTGDCKHN cũng là sự cân đối với tất cả các phiên giao dịch trong tuần của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Vì thế, các nhà đầu tư có thể song

song tham gia đầu tư trên cả hai thị trường tùy theo mục đích đầu tư cũng như mức độ rủi ro mà mình có thể chấp nhận được. Thực tiễn cho thấy, yếu tố tâm lý của các nhà đầu tư đóng vai trò rất quan trọng đối với sự sôi động của thị trường. Việc kéo dài thời gian giao dịch chỉ thực sự có ý nghĩa khi khối lượng giao dịch trên toàn thị trường lớn, nhưng sẽ gây ra ảnh hưởng tiêu cực nếu thị trường thiếu vắng giao dịch. Tuy nhiên với sự hưởng ứng của các DNVVN trong cuộc điều tra đánh giá khả năng tham gia thị trường chứng khoán được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) tổ chức thì đa số các công ty công ty được hỏi đều bày tỏ ý định niêm yết thị trường chứng khoán mở tại Hà Nội cho các DNVVN.

### *Giá tham chiếu*

Giá tham chiếu được chọn là mức giá bình quân gia quyền của các giao dịch diễn ra ngày hôm trước. Nếu ngày hôm trước không có giao dịch thì lấy giá bình quân gia quyền của ngày trước nữa. Sở dĩ mức giá tham chiếu được là mức giá bình quân gia quyền của các giao dịch hôm trước là do việc tồn tại nhiều mức giá giao dịch trong cùng một phiên giao dịch đối với hệ thống báo giá trung tâm được xác định và đàm phán giữa các công ty chứng khoán thành viên đại diện cho các nhà đầu tư của mình nhằm đảm bảo sự công bằng và phản ánh được tình hình chung trên mức giá thị trường. Điều này cũng có thể khác với mức giá tham chiếu cho hệ thống giao dịch tập trung có nhiều lần khớp lệnh trong một phiên thì giá tham chiếu được lấy là giá đóng cửa hoặc lần khớp lệnh cuối cùng trong phiên giao dịch liền trước đó.

Giá giao dịch được dùng để xác định giá tham chiếu là giá của các giao dịch báo giá trong phiên giao dịch thông thường. Giá tham chiếu của cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư đang giao dịch là bình quân gia quyền các giá giao dịch báo giá của ngày có giao dịch gần nhất. Giá tham chiếu là giá được xác định trong phiên giao dịch xác định giá mở cửa trong các trường hợp sau: trường hợp cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư mới niêm yết trong ngày

giao dịch đầu tiên; trường hợp chứng khoán bị tạm dừng giao dịch trong ngày giao dịch trở lại; trường hợp giao dịch chứng khoán không được hưởng cổ tức và các quyền kèm theo, giá tham chiếu tại ngày giao dịch không hưởng quyền được xác định theo nguyên tắc lấy giá tham chiếu của ngày giao dịch gần nhất điều chỉnh theo giá trị cổ tức được nhận hoặc giá trị của các quyền kèm theo; trường hợp tách gộp cổ phiếu, giá tham chiếu tại ngày giao dịch trở lại được xác định theo nguyên tắc lấy giá tham chiếu của ngày giao dịch trước ngày tách, gộp điều chỉnh theo tỷ lệ tách, gộp cổ phiếu.

#### *Biên độ dao động giá*

Đối với cổ phiếu :

Các cổ phiếu giao dịch trên TTGDCKHN là chứng khoán của các công ty nhỏ, tính thanh khoản kém, mức độ dao động giá sẽ lớn phụ thuộc nhiều vào tâm lý nhà đầu tư. Vì thế nếu chúng ta áp đặt một mức biên độ dao động giá quá thấp sẽ ảnh hưởng đến tình hình giao dịch của cổ chứng khoán đó, không khuyến khích các nhà đầu tư tham gia đầu tư trên thị trường. Tuy nhiên, nếu đặt ra một mức biến động quá lớn sẽ làm cho thị trường trở nên rủi ro cao cũng khiến nhiều nhà đầu tư e dè khi tham gia. Chính vì thế, mức biên độ dao động nên được qui định cụ thể tùy theo từng giai đoạn và tùy thuộc vào từng tình huống cụ thể của thị trường. Trong phương án hoạt động ban đầu của TTGDCKHN biên độ dao động giá cho cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư là +/- 5%.

Đối với trái phiếu :

Biên độ dao động giá của trái phiếu rất nhỏ và thường khối lượng giao dịch là rất lớn nên với một dao động nhỏ trong mức giá đã khiến các nhà đầu tư thu được một khoản lợi lớn từ việc đầu tư này. Nhìn chung, đối với trái phiếu các nhà đầu tư chủ yếu là các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư có tổ chức khác. Giá cả trái phiếu được dựa trên sự thỏa thuận và cạnh tranh về giá rất lớn giữa các nhà đầu tư lớn này nên mức dao động giá thường mang tính cạnh tranh rất lớn. Vì thế,



theo như phương án hoạt động ban đầu của TTGDCKHN thì không quy định biên động giá cho các giao dịch trái phiếu để tăng thêm tính hấp dẫn và thanh khoản đối với các trái phiếu.

*Đơn vị yết giá:*

Loại CK	Mức giá	Đơn vị yết giá
Cổ phiếu và Chứng chỉ Quỹ	$\leq 49.900$	100 đồng
	50.000-99.500	500 đồng
	$\geq 100.000$	1.000 đồng
Trái phiếu	Thống nhất chung	100 đồng

*Đặt lệnh*

Các nhà đầu tư vẫn phải đặt lệnh qua một công ty chứng khoán thành viên khi mua bán chứng khoán. Các công ty chứng khoán thành viên sẽ có các đại diện giao dịch tại sàn để nhập lệnh cho khách hàng của mình. Lệnh phải có đầy đủ thông tin về tên chứng khoán, giá và khối lượng.

*Tỷ lệ ký quỹ*

Do tính chất biến động trong mức giá thực hiện của phương thức báo giá trung tâm, để đảm bảo cho một thị trường hoạt động bình thường nâng cao tính an toàn cho các bên tham gia thị trường cùng các thành viên, chứng khoán và tiền mặt ký quỹ trong thời gian đầu mới đi vào hoạt động của thị trường các DNVVN tối thiểu là 70%. Với tỷ lệ ký quỹ này thành viên có thể đảm bảo thực hiện được nghĩa vụ của mình khi giao dịch được thực hiện và thông báo với Trung tâm Giao dịch Chứng khoán. Đồng thời cũng tránh được tình trạng gian lận trong thanh toán và đặt lệnh giao dịch gây ra những tín hiệu xấu cho toàn bộ thị trường. Cũng như biên độ dao động giá, tùy thuộc vào sự phát triển của thị trường trong từng giao đoạn mà tỷ lệ ký quỹ

có thể được giảm tương ứng hoặc có thể áp dụng giao dịch ký quỹ cho các nhà đầu tư.

### *Loại lệnh*

Loại lệnh dự kiến áp dụng cho các giao dịch trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong thời gian đầu là lệnh giới hạn.

## **III KIẾN NGHỊ ÁP DỤNG NGHIỆP VỤ NGẮT DÒNG LỆNH**

Mỗi biện pháp của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh đều có những ưu điểm và những hạn chế riêng biệt. Việc quyết định áp dụng biện pháp nào và áp dụng như thế nào còn tùy thuộc vào nhiều yếu tố như đặc thù của thị trường, tính chất của các giao dịch, tập quán kinh doanh và tâm lý của nhà đầu tư... Qua quá trình nghiên cứu, chúng tôi mạnh dạn đưa ra các đề xuất áp dụng đối với từng biện pháp của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

### **1. Dừng giao dịch**

Khi thị trường phát triển đến một bước nhất định, khi các công ty chứng khoán đã đủ lớn mạnh cả về nghiệp vụ cũng như về tài chính, khi các nhà đầu tư đã trở nên chuyên nghiệp hơn, khi đó biện pháp dừng giao dịch sẽ trở nên hiệu quả hơn so với biện pháp giới hạn giá. Với biện pháp này, các nhà quản lý thị trường sẽ chủ động và linh hoạt đối phó với tình hình diễn biến trên thị trường.

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi kiến nghị nên áp dụng biện pháp dừng giao dịch trong các trường hợp sau:

#### ***1.1 Tạm dừng giao dịch khi công bố các thông tin trọng yếu***

Khi có các thông tin trọng yếu liên quan đến chứng khoán cần phải công bố, Trung tâm GDCK sẽ tiến hành tạm dừng giao dịch của chứng khoán đó. Việc tạm dừng giao dịch có tác dụng thông báo cho các nhà đầu

tư rằng thông tin công bố sẽ có tác động nhất định đến thị trường đối với loại chứng khoán liên quan. Thị trường sẽ có thời gian để phân tích và phản ánh giá cả chứng khoán một cách có trật tự.

Cách thức áp dụng: Khi có thông tin trọng yếu cần công bố, Trung tâm GDCK sẽ tiến hành đánh giá mức độ quan trọng của thông tin, sau đó ra thông báo về việc tạm dừng giao dịch của chứng khoán đó trên hệ thống thông tin thị trường và hệ thống giao dịch. Trong thông báo sẽ nêu rõ lý do tạm dừng giao dịch và khoảng thời gian dự kiến tạm dừng giao dịch. Sau đó, Trung tâm GDCK tiến hành tạm dừng giao dịch của chứng khoán liên quan trên hệ thống giao dịch. Lúc này, tất cả các lệnh đặt mua và đặt bán của chứng khoán liên quan sẽ không được nhập vào hệ thống. Các lệnh đã được nhập vào hệ thống trước thời điểm tạm dừng giao dịch chưa được khớp sẽ được lưu lại trên hệ thống. Sau khi được phép giao dịch trở lại, các lệnh này sẽ được khớp với các lệnh mới nhập hoặc được huỷ theo yêu cầu của khách hàng.

Thời gian tạm dừng giao dịch tùy theo mức độ quan trọng của thông tin công bố.

### ***1.2 Tạm dừng giao dịch khi nghi ngờ có hành vi gian lận và thao túng***

Trung tâm GDCK có quyền dừng giao dịch khi phát hiện thấy có hành vi gian lận hoặc thao túng trong giao dịch của một hoặc một nhóm các chứng khoán bị . Hành vi gian lận có thể là thông báo sai sự thật nghiêm trọng hoặc bỏ sót những chi tiết quan trọng trong báo cáo tài chính. Việc áp dụng biện pháp tạm dừng giao dịch trong tình huống này cũng có tác dụng cảnh báo nhà đầu tư cân nhắc về quyết định đầu tư đối với chứng khoán liên quan và tạo ra khoảng thời gian để Trung tâm có thể xác minh các thông tin.

Cách thức áp dụng: Khi phát hiện các hành vi gian lận hoặc thao túng trên thị trường, Trung tâm GDCK ra thông báo và tiến hành tạm dừng giao dịch trên hệ thống. Trong khoảng thời gian tạm dừng giao dịch, hệ thống

giao dịch sẽ không nhận lệnh đối với loại chứng khoán liên quan. Trong khoảng thời gian này, Trung tâm tiến hành xác minh các thông tin dẫn đến việc ra quyết định tạm dừng giao dịch.

Thời gian tạm dừng giao dịch kéo dài cho đến khi Trung tâm giải quyết xong các vấn đề liên quan đến hành vi gian lận và thao túng liên quan đến chứng khoán bị dừng giao dịch.

### ***1.3 Dừng giao dịch khi công ty niêm yết không đáp ứng đủ các điều kiện niêm yết hoặc yêu cầu công bố thông tin***

Khi công ty niêm yết không đáp ứng được các điều kiện niêm yết hay không công bố thông tin đầy đủ theo quy định, chứng khoán của công ty đó sẽ lập tức bị dừng giao dịch. Cũng giống như biện pháp tạm dừng giao dịch, mục đích của biện pháp này là để nhằm cảnh báo nhà đầu tư về quyết định đầu tư của mình nhưng ở mức độ cao hơn.

Cách thức áp dụng: Khi phát hiện công ty chứng khoán vi phạm điều kiện niêm yết và qui định công bố thông tin, Trung tâm Giao dịch chứng khoán tiến hành dừng giao dịch của chứng khoán đó trên hệ thống và ra thông báo về việc dừng giao dịch. Hệ thống sẽ dừng nhận lệnh của chứng khoán bị dừng giao dịch và tự động loại bỏ các lệnh chưa được khớp.

Thời gian dừng giao dịch sẽ kéo dài cho đến khi các điều kiện được đáp ứng đầy đủ. Thời gian tối đa để công ty niêm yết khắc phục các vi phạm là 1 năm. Nếu cổ phiếu bị dừng giao dịch trong 1 năm mà công ty niêm yết vẫn không đáp ứng được các yêu cầu thì cổ phiếu của công ty sẽ bị huỷ niêm yết.

### ***1.4 Dừng giao dịch khi có các sự kiện bất thường***

Trong trường hợp các giao dịch không thể thực hiện được như thường lệ do hệ thống giao dịch có sự cố; khi có một nửa số thành viên TTGDCK trở lên bị sự cố về hệ thống chuyển lệnh giao dịch; Các trường hợp bất khả kháng như thiên tai, hỏa hoạn hay các sự cố khách quan khác, Trung tâm GDCK sẽ dừng giao dịch trên toàn thị trường.

Cách thức áp dụng: Khi có sự cố xảy ra, Trung tâm GDCK ra thông báo và tiến hành dừng giao dịch trên hệ thống. Hoạt động giao dịch được tiếp tục ngay sau khi hệ thống giao dịch hoặc hệ thống chuyển lệnh của thành viên được phục hồi. Trường hợp không thể phục hồi phiên giao dịch sẽ coi như được kết thúc vào thời điểm dừng giao dịch.

### **1.5 Dừng giao dịch do biến động giá**

Dừng giao dịch khi có các biến động lớn về giá là một biện pháp có thể giúp ngăn chặn được những biến động bất thường trên thị trường.

- Đối với từng chứng khoán:

Hiện nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đang áp dụng biên độ giao động giá là  $\pm 5\%$  cho mỗi phiên giao dịch. Với biện pháp này thì có thể bảo vệ nhà đầu tư trong từng phiên giao dịch. Tuy nhiên, để bảo vệ nhà đầu tư trước những biến động giá diễn ra liên tục và kéo dài, theo chúng tôi, Trung tâm GDCK nên áp dụng thêm biện pháp dừng giao dịch. Cụ thể qui định như sau:

<b>Mức biến động</b>	<b>Thời gian tạm dừng giao dịch</b>
Giá giảm mức sàn trong 10 phiên liên tiếp	1 phiên giao dịch
Giá giảm mức sàn trong 10 phiên tiếp theo lần tạm dừng giao dịch lần 1	2 phiên giao dịch
Giá tiếp tục tăng giảm mức sàn trong 5 phiên tiếp theo lần tạm dừng giao dịch lần 2	Dừng giao dịch hoàn toàn

- Đối với toàn thị trường:

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, khi các giới hạn biên độ giao động giá được xoá bỏ nhằm nâng cao tính thanh khoản trên thị trường

thì biện pháp dừng giao dịch sẽ là một công cụ đặc lực trợ giúp các nhà quản lý phân nào kiểm soát được tình hình trên thị trường khi có các biến động lớn về giá xảy ra.

Cụ thể qui định như sau:

	Trước khi kết thúc phiên ít nhất 60 phút	Trước khi kết thúc phiên từ 60-30 phút	Trước khi kết thúc phiên 30 phút
Chỉ số giảm 10%	Dừng giao dịch 20	Dừng giao dịch 20 phút	Dừng giao dịch 15 phút
Chỉ số giảm 20%	Dừng giao dịch 40 phút	Dừng giao dịch 20 phút	Đóng cửa thị trường
Chỉ số giảm 30%	Đóng cửa thị trường	Đóng cửa thị trường	Đóng cửa thị trường

Hàng quý Trung tâm GDCK sẽ công bố chỉ số cơ sở để tính toán các biến động. Chỉ số cơ sở có thể được tính theo mức trung bình của chỉ số các phiên giao dịch trong quý.

Khi có các biến động xảy ra, hệ thống sẽ ngay lập tức tự động dừng nhận lệnh của các thành viên. Tất cả các lệnh chưa được khớp sẽ được lưu lại trên hệ thống. Sau khi mở cửa thị trường trở lại, Trung tâm GDCK sẽ áp dụng phiên khớp lệnh định kỳ có thời gian nhận lệnh là 15 phút. Trong thời gian này, nhà đầu tư có thể huỷ các lệnh (chưa được khớp) mà mình đã đặt trước khi dừng giao dịch. Trong đợt khớp lệnh định kỳ này, hệ thống sẽ chỉ khớp các lệnh giới hạn.

## 2. Giới hạn giá

Để bảo vệ nhà đầu tư tránh được những biến động lớn trên thị trường, UBCKNN nên qui định biên độ giao động giá nhằm đưa ra một giới hạn giao động tối đa cho mỗi giao dịch. Giá chứng khoán được xác định trên cơ sở cân bằng giữa khối lượng mua và bán chứng khoán. Sự mất cân bằng cung cầu trên thị trường hoặc những giao dịch mang tính đầu cơ sẽ làm cho giá chứng khoán có thể biến động mạnh. Hơn nữa, các giao dịch trên thị trường

chứng khoán Việt Nam hiện nay hoàn toàn là những giao dịch khớp lệnh hoặc thoả thuận, chưa có sự tham gia của các nhà tạo lập thị trường hoặc các chuyên gia do vậy nếu không áp dụng biên độ giao động giá thì các nhà đầu tư sẽ không có được mức giá để tham khảo mỗi khi đưa ra quyết định đầu tư. Biên độ giao động giá hàng ngày sẽ đảm bảo rằng các mức giá giao dịch trên thị trường sẽ chỉ biến động trong một giới hạn an toàn.

Ngay từ khi Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh mới đi vào hoạt động, UBCKNN đã quyết định sử dụng biên độ giao động giá như là một trong những biện pháp nhằm ổn định thị trường. Từ đó đến nay, biên độ giao động giá đã trải qua nhiều lần thay đổi và đã phần nào phát huy được tác dụng của nó. Biên độ giao động đầu tiên được áp dụng là +/-2%, sau đó đến ngày 13/06/2001 được nâng lên +/-7% và đến ngày 10/10/2001 lại giảm xuống +/-2%. Đến ngày 01/08/2002 biên độ giao động được nâng lên mức +/-3%, sau đó tiếp tục được nâng lên +/-5% vào ngày 02/01/2003. Trong giai đoạn mới hình thành của một thị trường, việc áp dụng biên độ giao động giá từ 3-7% đã thể hiện tính thận trọng trong công tác quản lý thị trường. Tuy nhiên, trong thời gian tới, khi thị trường đã thực sự phát triển thì mức giới hạn thấp như hiện nay sẽ không còn phù hợp nữa, nó sẽ là một trong những nguyên nhân làm giảm tính thanh khoản của toàn thị trường. Hơn nữa, cách tính biên độ giao động giá theo phần trăm như hiện nay cũng có những hạn chế nhất định của nó. Cụ thể là, công thức tính trần sàn hiện nay được áp dụng như sau:

$$\text{Giá trần} = \text{Giá tham chiếu} + (\text{Giá tham chiếu} \times \text{biên độ giao động giá})$$

$$\text{Giá sàn} = \text{Giá tham chiếu} - (\text{Giá tham chiếu} \times \text{biên độ giao động giá})$$

Cách tính này sẽ cho ra nhiều kết quả lẻ đòi hỏi phải làm tròn số. Với cách làm tròn số thông thường vẫn áp dụng trong toán học thì sẽ có rất nhiều trường hợp giá trần và giá sàn nằm ngoài biên độ cho phép. Ví dụ, nếu giá tham chiếu: 29.100 VND ta tính được:

$$\text{Giá trần} = 30.555 \text{ VND làm tròn là } 30.600 \text{ VND}$$

Giá sàn = 27.645 VND làm tròn là 27.600 VND

Với cách làm tròn số học như vậy thì giá trần và giá sàn đã nằm ngoài khoảng biên độ +/-5%.

Với hệ thống giao dịch do Thái Lan xây dựng hiện đang áp dụng tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thì nguyên tắc làm tròn số là làm tròn xuống. Tức là cũng với ví dụ trên thì giá trần sẽ là 30.500 VND và giá sàn = 27.600 VND. Như vậy cũng mới chỉ đảm bảo là giá trần sẽ luôn nằm trong biên độ, còn giá sàn vẫn có thể nằm ngoài biên độ. Do vậy, trước mỗi phiên giao dịch các cán bộ thuộc bộ phận quản lý giao dịch vẫn phải tiến hành kiểm tra và điều chỉnh lại các mức giá sàn vượt ra khỏi biên độ.

Để khắc phục hạn chế này, một nguyên tắc làm tròn số mới được áp dụng đó là: giá trần thì làm tròn xuống còn giá sàn thì làm tròn lên. Tuy nhiên giải pháp này vẫn chỉ mang tính chất đối phó.

Để nâng cao tính thanh khoản của thị trường, cũng như để giải quyết những hạn chế về cách làm tròn số, UBCKNN nên áp dụng biên độ giao động giá rộng hơn và tính theo số tuyệt đối. Các mức biên độ giao động giá có thể được qui định như sau:

<b>Giá tham chiếu</b>	<b>Biên độ giao động</b>
Từ 0 đến 49.900 VND	+/- 5.000 VND
Từ 50.000 đến 99.500 VND	+/- 10.000 VND
Từ 100.000 đến 199.000 VND	+/- 20.000 VND
Từ 200.000 đến 299.000 VND	+/- 40.000 VND
Từ 300.000 đến 399.000 VND	+/- 60.000 VND
Từ 400.000 đến 499.000 VND	+/- 80.000 VND



Từ 500.000 đến 599.000 VND	+/- 100.000 VND
Từ 600.000 đến 699.000 VND	+/- 120.000 VND
Từ 700.000 đến 799.000 VND	+/- 140.000 VND
Từ 800.000 đến 899.000 VND	+/- 160.000 VND
Từ 900.000 đến 999.000 VND	+/- 180.000 VND
Từ 1.000.000 VND trở lên	+/- 200.000 VND

Ví dụ: một chứng khoán có mức giá tham chiếu là 50.500 VND thì các giao dịch sẽ được thực hiện trong khoảng từ 40.500 VND đến 60.500 VND.

Trên hệ thống giao dịch của Trung tâm Giao dịch, các biên độ giao động giá sẽ được cài đặt dưới dạng tham số. Tất cả các lệnh có mức giá vượt ra ngoài biên độ giao động sẽ không nhập được vào hệ thống.

### **3. Điều kiện áp dụng**

#### ***a) Điều kiện về pháp lý***

Hiện nay, UBCKNN đã có qui định về các trường hợp tạm dừng giao dịch (Nghị định 144/2003/NĐ-CP), qui định về biên độ giao động giá (Thông tư 58/2004/TT-BTC) đây là một thuận lợi cho việc áp dụng các biện pháp Ngắt dòng lệnh. Tuy nhiên để nghiệp vụ này thực sự phát huy được tác dụng đặc biệt là đối với biện pháp dừng giao dịch thì UBCKNN cần có các qui định cụ thể về từng trường hợp và mức độ áp dụng. Đồng thời, do có sự khác biệt về hàng hoá cũng như phương thức giao dịch nên cần có các qui định riêng biệt đối với các giao dịch trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội.

### ***b) Điều kiện về nghiệp vụ***

Nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh mà đặc biệt là biện pháp dừng giao dịch sẽ phát huy được tối đa tác dụng của nó đối với hệ thống giao dịch khớp lệnh liên tục. Do vậy khi các Trung tâm Giao dịch chứng khoán áp dụng phương thức khớp lệnh liên tục thì việc áp dụng các biện pháp của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh là rất cần thiết.

### ***c) Điều kiện về kỹ thuật***

Do nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh có 2 phương thức áp dụng là tự động và có sự can thiệp của cán bộ quản lý nên hệ thống giao dịch của các Trung tâm Giao dịch chứng khoán phải được xây dựng đáp ứng được cả 2 phương thức trên. Yêu cầu đối với phần mềm là phải đầy đủ các chức năng liên quan đến nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh dự kiến áp dụng, phải có tính chính xác cao, khả năng bảo mật và an toàn dữ liệu.

Đối với phương thức tự động, các mức độ áp dụng Ngắt dòng lệnh phải được tham số hoá nhằm đảm bảo khả năng thay đổi linh hoạt theo nhu cầu quản lý cụ thể trong từng giai đoạn phát triển của thị trường.

Đối với phương thức có sự can thiệp của cán bộ quản lý, phần mềm quản lý phải dễ sử dụng.

### ***d) Điều kiện về nhân lực***

Các cán bộ quản lý của Trung tâm Giao dịch chứng khoán cần được tăng cường đào tạo và nâng cao trình độ chuyên môn nghiệp vụ. Các cán bộ phải thực sự nhạy bén trước các biến động đồng thời phải đánh giá chính xác diễn biến của thị trường để chủ động đề xuất các biện pháp áp dụng phù hợp.

### ***e) Điều kiện đối với nhà đầu tư***

Nhà đầu tư phải được tuyên truyền và phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán nói chung cũng như về nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh nói riêng để họ có thể đánh giá được tác động của từng biện pháp

của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh đến toàn thị trường, làm cơ sở cho các nhà đầu tư đưa ra các quyết định khi thị trường có biến động lớn.

## PHÂN KẾT LUẬN

Tuy còn nhiều ý kiến khác nhau về ý nghĩa của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh đối với thị trường nhưng rõ ràng nhiều Sở Giao dịch chứng khoán trên thế giới đã ít nhiều phải áp dụng các biện pháp của nghiệp vụ này nhằm khôi phục lại thị trường sau những biến cố bất thường xảy ra. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh cũng đã được áp dụng với tính chất đảm bảo cho một thị trường non trẻ hoạt động suôn sẻ và công bằng.

Trên cơ sở tìm hiểu và tổng hợp các vấn đề lý luận cơ bản về các biện pháp của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh, đồng thời nghiên cứu thực tiễn áp dụng của một số thị trường quốc tế như Mỹ, Nhật Bản, Ixarael đề tài tập trung phân tích đánh giá ý nghĩa và vai trò của nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh đối với thị trường chứng khoán.

Trên cơ sở các nghiên cứu về lý luận và thực tiễn nêu trên, đề tài đã đưa ra một số gợi ý về phương thức áp dụng nghiệp vụ Ngắt dòng lệnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm góp phần hoàn thiện công tác quản lý thị trường phù hợp với xu hướng phát triển quốc tế và đặc điểm, điều kiện đặc thù của Việt Nam.

Tuy nhiên, do thời gian và điều kiện nghiên cứu hạn chế nên kết quả này chỉ là bước đầu, cần được tiếp tục nghiên cứu bổ sung và hoàn thiện. Nhóm tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp của đọc giả.