

CHỨNG KHOẢN

Cổ Phiếu &
Thị Trường Tập 1

Hà Hưng Quốc, Ph.D.

CHỨNG KHOÁN

Cổ Phiếu & Thị Trường Tập I

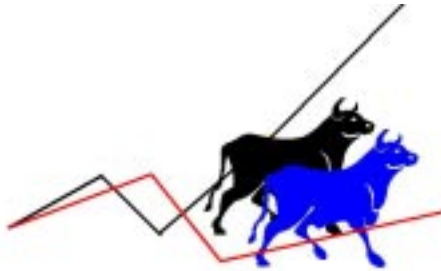


Hà Hưng Quốc, Ph.D.

VIỆN NGHIÊN CỨU THÁNH ĐẠO
9561 BIXBY AVE
GARDEN GROVE, CA 92841

Sách đã được đăng ký với United States
Copyright Office, The Library of Congress, 101
Dependent Avenue, S.E., Washington D.C.,
20559-6000.

Mục Lục



- A. Lời Tựa
- B. Mục Lục

CHƯƠNG 1: CHỨNG KHOÁN VÀ SỰ PHỒN THỊNH
CỦA NỀN KINH TẾ

CHƯƠNG 2: TÌM HIỂU MỘT VÀI LOẠI CHỨNG
KHOÁN THÔNG DỤNG

Cổ Phiếu Thường Đăng

Quyền Bầu Cử, Tr.22

Hội Đồng Giám Đốc, Tr.22

Phương Pháp Bầu Cử, Tr.24

Quyền Được Chia Lợi Nhuận, Tr.26

Quyền Chia Cổ Phần Mới, Tr.27

Số Lượng Ưu Tiên Mua, Tr.28

Giá Trị Của Quyền Mua, Tr.28

Cổ Phiếu Bị Loãng Giá, Tr.29

Điều Khoản Ưu Tiên, Tr.32

Phân Cấp Cổ Phiếu, Tr.32
Giá Trị Phiếm Bản, Tr.33
Giá Trị Chủ Bản, Tr.37
Lợi Nhuận Vô Kỳ, LNVK, Tr.39
<i>Chính Sách Phân Phối LNVK, Tr.40</i>
<i>Ảnh Hưởng Của Chu Trình Phát Triển, Tr.40</i>
<i>Nguyên Tắc Ngoại Tranh, Tr.42</i>
<i>Tỉ Lệ Phân Phối Và Giữ Lại Lợi Thu, Tr.44</i>
<i>Điều Hòa Trong Mức Phân Phối, Tr.46</i>
<i>Lịch Trình Phân Phối, Tr.46</i>
<i>Ảnh Hưởng Sau Ngày Loại Miễn, Tr.47</i>
<i>Phân Phối Lợi Nhuận Vô Kỳ Bằng Cổ Phiếu, Tr.47</i>
<i>Lý Do Phân Phối LNVK Bằng Cổ Phiếu, Tr.50</i>
<i>Lợi Nhuận Vô Kỳ Hay Lợi Thu Doanh Thương? Tr.51</i>
<i>Ảnh Hưởng Đến Quyền Chỉ Đạo, Tr.52</i>
<i>Luật Cấm Xâm Phạm Vốn Đầu Tư, Tr.52</i>
Lợi Nhuận Hiện Hành, Tr.53
Chỉ Số GTT/LTDT _{1C} , Tr.53
Phân Cổ Phần, Tr.54
Khả Năng Lưu Hoạt, Tr.57
Nhập Cổ Phần, Tr.57
Thu Mua Lại Cổ Phần, Tr.58
Mua Bán Cổ Phiếu, Tr.58
<i>Thị Trường Cổ Phiếu, Tr.59</i>
<i>Thị Trường Mua Bán Cổ Phiếu, Tr.60</i>
<i>Đăng Ký Với Thị Trường Mua Bán, Tr.61</i>
<i>Đại Lý Mua Bán Chứng Khoán Và Trung Gian Mua Bán Chứng Khoán, Tr.61</i>
<i>Yết Giá Cổ Phiếu, Tr.62</i>
Phiếu Chứng Nhận Ký Thác Cổ Phần, Tr.66
Tham Khảo, Tr.68

Cổ Phiếu Ưu Đẳng

Định Danh, Tr.75

Đặc Điểm, Tr.75

Quyền Bầu Cử, Tr.76

Lợi Nhuận Thường Kỳ, LNTK, Tr.76

Mệnh Giá, Tr.78

Giá Thị Trường, Tr.78

Thể Loại, Tr.79

Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Chính, Tr.79

Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Thu, Tr.80

Cổ Phiếu Ưu Đẳng Không Tích Lũy, Tr.81

Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Hoán, Tr.81

Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Dự, Tr.82

Điều Khoản Chống Làm Loãng, Tr.88

Phương Pháp Bình Quân Hữu Căn, Tr.90

Phương Pháp Khoá Siết, Tr.91

Loãng Giá, Tr.94

Loãng Chủ Phần, Tr.95

Mua Bán Cổ Phiếu Ưu Đẳng, Tr.95

Tham Khảo, Tr.96

Trái Phiếu

Những Thể Loại Của Trái Phiếu.Tr.101

Trái Phiếu Của Chính Quyền Liên Bang, Tr.101

Đặc Tính Chung, Tr.103

Trái Phiếu Tiết Kiệm, Tr.104

Trái Phiếu Điều Chỉnh Lạm Phát, Tr.105

TP Của ChQuyền Tiểu Bang Và Địa Phương, Tr.106

Trái Phiếu Ngắn Hạn, Tr.106

Trái Phiếu Dài Hạn, Tr.109

Đặc Tính Chung, Tr.112

TP Của Những Cơ Quan Được Bảo Trợ, Tr.114
Trái Phiếu Của Những Công Ty DThương, Tr.116
Trái Phiếu Quốc Tế, Tr.119

Những Thể Tính Của Trái Phiếu, Tr.121

Quyền Thu Hồi, Tr.121

Quyền Hoán Đổi, Tr.123

Phiếu Lãi Hoặc Không Phiếu Lãi, Tr.124

Đăng Ký Hoặc Không Đăng Ký, Tr.125

Điều Chính Lạm Phát, Tr.126

Giá Thị Trường, GTT, Tr.126

Lợi Nhuận Định Kỳ, LNĐK, Tr.128

Lợi Nhuận Hiện Hành, LNHH, Tr.129

Lợi Nhuận Tới Cuối Du Kỳ, LNTCDK, Tr.132

Liên Hệ Giữa LNĐK, LNHH, LNTCDK, Tr.133

Liên Hệ Nghịch Chiều Giữa GTT & LNHH, Tr.134

Đường Biểu Diễn Cấu Trúc LNHH, Tr.135

Hiểm Họa, Tr.137

Hiểm Họa Bị Giật Nợ, Tr.138

Hiểm Họa Bị Hồi Vốn Sớm, Tr.138

Hiểm Họa Lạm Phát, Tr.139

Quan Hệ Giữa Hiểm Họa Và LNHH, Tr.140

Hạng Khả Tín, Tr.140

Yết Giá Công Trái Phiếu, Tr.143

Lợi Nhuận Tương Đương Không Miễn Thuế, Tr.144

Phân Phối Tới Thị Trường, Tr.146

Trung Gian Đảm Nhiệm Phân Phối, Tr.147

Kinh Phân Phối, Tr.147

Trách Nhiệm Của Trung Gian Phân Phối, Tr.148

Thị Trường Cấp 2, Tr.149

Tăng Cường Khả Tín & Khả Năng Lưu Hoạt, Tr.149

Tham Khảo, Tr.151

Tín Phiếu Ký Thác

Tín Phiếu Ký Thác Nội Địa, Tr.154

Được Quyền Chuyển Nhượng Hoặc Không Được Quyền Chuyển Nhượng, Tr.154

Có Đăng Ký Hoặc Không Có Đăng Ký, Tr.154
Thời Gian Du Kỳ, Tr.155

Cách Tính Lợi Nhuận Định Kỳ, Tr.155

Lợi Nhuận Định Kỳ, Tr.156

Tín Phiếu Ký Thác Tương Dạng, Tr.157

Tín Phiếu Ký Thác Hải Ngoại, Tr.158

Tín Phiếu Ký Thác Của Ngân Hàng Ngoại, Tr.160

Tín Phiếu Ký Thác Của Ngân Hàng Tiết Kiệm, Tr.162

Hiểm Họa & Lợi Nhuận, Tr.162

Chức Năng Của Tín Phiếu Ký Thác, Tr.164

Xếp Hạng Khả Tín, Tr.165

Thị Trường Cấp 1, Tr.166

Thị Trường Cấp 2, Tr.168

Phụ Chú, Tr.170

Tín Phiếu Giao Đối

Đặc Tính Của Tín Phiếu Giao Đối, Tr.173

Du Kỳ, Tr.174

Trị Giá Giao Hoán, Tr.175

Lãi Nhuận, Tr.176

Thế Chấp, Tr.179

Thủ Tục Giao Hoán, Tr.181

Chi Phí Giao Hoán, Tr.182

Tín Phiếu Giao Đối Thứ, Tr.182

Gửi Cho Giám Hộ, Tr.183

Giao Hoán 3 Bên, Tr.184

Tín Phiếu Giao Đối Cải Dạng, Tr.185

Tín Phiếu Giao Đối Với Du Kỳ Uyển Chuyển, Tr.185

TPGD Với Lãi Suất Uyển Chuyển, Tr.187

TPGD Với Thế Chấp Uyển Chuyển, Tr.187

Thế Chấp Hữu Phiếu Đồng Lãi Suất, Tr.188

Thế Chấp Hữu Phiếu Đồng Lãi Nhuận, Tr.188

Thế Chấp Bảo Đâm Với Tập Hợp Vốn Tài Trợ Địa Ốc, Tr.189

Thị Trường Và Thành Phần Tham Dự, Tr.190

Những Cơ Quan & Tổ Chức, Tr.190

Tổ Hợp Đầu Tư, Tr.191

Đại Lý Mua Bán Chứng Khoán, Tr.191

Trung Gian Mua Bán Chứng Khoán, Tr.194

Ngân Hàng Trung Ương, Tr.195

Tín Phiếu Thương Mãi

Đặc Tính Của Tín Phiếu Thương Mãi, Tr.198

Lãi Suất Của Tín Phiếu Thương Mãi, Tr.201

Hiểm Họa Lãi Suất, Tr.201

Xếp Hạng Khả Tín, Tr.202

Khả Năng Lưu Hoạt Dự Phòng, Tr.204

Tăng Cường Trình Độ Khả Tín, Tr.208

TPTM Bảo Đảm Bằng Tài Sản Chỉ Định, Tr.210

Thị Trường Tín Phiếu Thương Mãi, Tr.212

Thành Phần Đầu Tư, Tr.213

Thành Phần Phát Hành, Tr.213

Vai Trò Của Đại Lý, Tr.215

Thị Trường Cấp 2, Tr.217

Tham Khảo, Tr.217

Hàm Phiếu

Hàm Phiếu Độc Chế, Tr.222

Hàm Phiếu Độc Chế Với Quyền Mua, Tr.226

Hàm Phiếu Độc Chế Với Quyền Bán, Tr.230

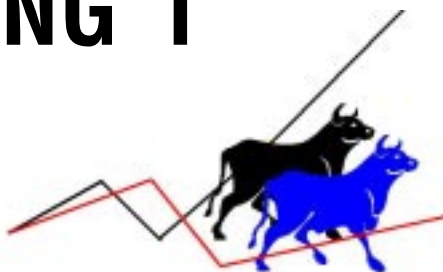
Phổ Thông Cửa Hàm Phiếu Độc Chế, Tr.234
Thị Trường Mua Bán Hàm Phiếu Độc Chế, Tr.236

Hàm Phiếu Toàn Chế, Tr.237
Phổ Thông Cửa Hàm Phiếu Toàn Chế, Tr.242

Hàm Phiếu Quyền, Tr.243
Phụ Chú, Tr.244

CHƯƠNG 3: THUẬT NGỮ ANH VIỆT

CHƯƠNG 1



Chứng Khoán & Sự Phồn Thịnh Của Nền Kinh Tế

NASDAQ companies have created whole new industries; brought about breathtaking responsibility innovation in technology, healthcare, retailing, financial services, and other fields; and redefined the world competition. In the process, these companies have created millions of new jobs; an estimate one of every six in the U.S. economy in the first four and one-half years of 1990s. (Nasdaq, 1997)

Nhờ vào chứng khoán giới doanh thương thu hút nguồn tài chính cần thiết, ngắn và dài hạn, từ tay giới đầu tư để dùng vào công cuộc tạo lập và phát triển và điều hành cơ sở doanh thương. Điển hình là chỉ trong vòng 5 năm, từ năm 1990 cho đến năm 1994, số chứng khoán mới được đưa ra thị trường thu hút hơn 2,716 tỉ USD. Riêng về cổ phiếu mới, cũng trong cùng thời gian, thu hút hơn 411.6 tỉ USD.¹ Trong vòng 10 năm, từ năm 1975 cho đến năm 1984, có hơn 2,209 cổ phiếu mới của những công ty mới được đưa ra thị trường lần đầu tiên (IPOs).² Những năm gần đây con số cao hơn nhiều. Chỉ trong hai năm

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

1995 và 1996, con số cổ phiếu mới của những công ty mới lên đến 1,163.

Nhờ vào chứng khoán, hàng chục ngàn tổ chức doanh thương đã từ giai đoạn thối nát trở nên những cơ sở to lớn và đã tạo công ăn việc làm cho hàng chục triệu người. Tính vào năm 1995, trị giá tổng cộng của 5,122 công ty trên NASDAQ lên đến 1,160 tỉ USD hay là gấp 3.5 lần trị giá tổng cộng của NASDAQ năm 1990. Từ tháng 1 năm 1990 cho đến tháng 6 năm 1991, bốn ngàn công ty trên NASDAQ đã cung 500,000 việc làm mới (new jobs) hay là 1/6 tổng số việc làm mới trên toàn lãnh thổ Hoa Kỳ trong cùng thời gian. Trong khi nền kinh tế Hoa Kỳ chỉ gia tăng vào khoảng 3% một năm, hơn 51% tổng số những công ty trên NASDAQ đã phát triển với mức độ được mô tả là “explosive” so trên khả năng tạo công ăn việc làm mới và mức doanh thu.³

Nhờ vào chứng khoán, hàng ngàn nhân tài với những tư tưởng mới hoặc sáng tạo lạ đã có cơ hội từ tay trắng trở nên những doanh gia giàu có khét tiếng. Bill Gate, Paul Allen, Lawrence Ellison, David Packard vẫn vẫn là những thí dụ điển hình gần đây nhất.

100 NHÂN VẬT GIÀU CÓ NHẤT HOA KỲ **Theo Báo Cáo Của WallStreet Journal, 1997**

TÊN HỌ

1. John D. Rockefeller
2. Cornelius Vanderbilt
3. John Jacob Astor
4. Stephen Girard
5. Andrew Carnegie
6. Alexander Turney Stewart
7. Frederick Weyerhaeuser
8. Jay Gould

NGHIỆP VỤ

- Dầu Hoả
- Vận Tải
- Áo Lông Thú
- Ngân Hàng
- Thép
- Cửa Hàng
- Gỗ, Giấy
- Tài Chính

Chúng Khoán & Sự Phồn Thịnh Của Nền Kinh Tế

9. Stephen Van Rensselaer	Địa Ốc
10. Marshall Field	Cửa Hàng
11. Henry Ford	Xe Hơi
12. Andrew W. Mellon	Ngân Hàng
13. Richard B. Mellon	Ngân Hàng
14. Sam Moore Walton	Cửa Hàng
15. James G. Fair	Hầm Mỏ
16. William Weightman	Hóa Chất
17. Moses Taylor	Ngân Hàng
18. Russell Sage	Tài Chính
19. John I. Blair	Hỏa Xa
20. Cyrus H. K. Curtis	Sách Báo
21. Edward Henry Harriman	Hỏa Xa
22. Henry Huddleston Rogers	Dầu Hỏa
23. John Pierpont Morgan	Tài Chính
24. Col. Oliver Payne	Tài Chính
25. Henry C. Frick	Thép
26. Collis Potter Huntington	Hỏa Xa
27. Peter A. Widener	Vận Tải
28. James Cair Flood	Hầm Mỏ
29. Nicholas Longworth	Địa Ốc
30. Philip Danforth Armour	Thực Phẩm
31. Bill Gates	Nhu Liệu Điện Toán
32. Mark Hopkins	Hỏa Xa
33. Edward Clark	Máy May
34. Leland Stanford	Hỏa Xa
35. William Rockefeller	Dầu Hỏa
36. Hetty Green	Tài Chính
37. James Jerome Hill	Hỏa Xa
38. Elias Hasket Derby	Vận Tải
39. Warren Buffett	Tài Chính
40. Claus Spreckels	Đường Ấn
41. George Peabody	Tài Chính
42. Charles Crocker	Hỏa Xa
43. William Andrews Clark	Hầm Mỏ
44. George Eastman	Phim Ảnh
45. Charles L. Tiffany	Đồ Trang Súc
46. Thomas Fortune Ryan	Vận Tải

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

47. Edward S. Harkness	Dầu Hỏa
48. Henry M. Flagler	Du Lịch
49. James Buchanan Duke	Thuốc Hút
50. Israel Thorndike	Vận Tải
51. William S. O'Brien	Hầm Mỏ
52. Isaac Merritt Singer	Máy May
53. George Hearst	Hầm Mỏ
54. John Hancock	Cửa Hàng
55. John W. Garrett	Hỏa Xa
56. John W. Mackay	Hầm Mỏ
57. Julius Rosenwald	Hàng Catalog
58. George F. Baker	Ngân Hàng
59. George Washington	Địa Ốc
60. Anthony N. Brady	Vận Tải
61. Adolphus Busch	Nước Bia
62. John T. Dorrance	Thực Phẩm Đóng Hộp
63. George M. Pullman	Hỏa Xa
64. Robert Wood Johnson, Jr	Dụng Cụ Y Khoa
65. John Francis Dodge	Xe Hơi
66. Horace Elgin Dodge	Xe Hơi
67. J. Paul Getty	Dầu Hỏa
68. William H. Aspinwall	Vận tải
69. Johns Hopkins	Vận Tải
70. John Werner Kluge	Dụng Cụ Truyền Thông
71. Samuel Colt	Vũ Khí
72. James Stillman	Ngân Hàng
73. William Collins Whitney	Vận Tải
74. William Thaw	Hỏa Xa
75. Paul Allen	Nhu Liệu Điện Toán
76. Cyrus H. McCormick	Dụng Cụ Nông Nghiệp
77. Arthur Vining Davis	Nhôm
78. Thomas H. Perkins	Vận Tải
79. Joseph Pulitzer	Sách Báo
80. Daniel Willis James	Hàng Hóa
81. Howard Hughes	Phi Cơ
82. Frank W. Woolworth	Cửa Hàng
83. John McDonogh	Địa Ốc
84. Samuel Slater	May Dệt

Chứng Khoán & Sự Phồn Thịnh Của Nền Kinh Tế

85. August Belmont	Tài Chính
86. Benjamin Franklin	Địa Ốc, Ấn Loát
87. Sumner Murray Redstone	Truyền Thông
88. Capt. Robert Dollar	Vận Tải
89. Richard Warren Sears	Hàng Catalog
90. H. L. Hunt	Dầu Hỏa
91. Jay Van Andel	Hàng Hóa
92. Richard Marvin DeVos	Hàng Hóa
93. Henry Phipps	Thép
94. Lawrence J. Ellison	Nhu Liệu Điện Toán
95. Ronald Owen Perelman	Tài Chính
96. Peter Chardon Brooks	Vận Tải
97. Charles W. Post	Thực Phẩm
98. Samuel I. Newhouse	Sách Báo
99. William Wrigley, Jr.	Kẹo Cao Su
100. David Packard	Máy Điện Toán

Nhờ vào chứng khoán, công chúng đã có thể dễ dàng dự phần vào những cơ hội kinh tế. Hàng triệu cá nhân tham dự đầu tư vào chứng khoán đã trở nên giàu có hơn. Năm 1990 có hơn 51 triệu cá nhân tham dự.⁴ Tổng giá trị tài sản của công dân Hoa Kỳ (household financial assets) nằm trong cổ phiếu của những công ty doanh thương (corporate equities) từ 1,155 tỉ USD ở cuối năm 1985 lên đến 4,286 tỉ USD vào cuối năm 1995. Trong cùng thời gian, tổng giá trị tài sản của công dân Hoa Kỳ nằm trong chứng khoán (total household financial assets) đã từ 9,795 tỉ USD lên đến 21,036 tỉ USD.⁵ Nếu nhìn qua biểu số giá trị hỗn hợp, DJIA30 đã từ 200 điểm vào đầu năm 1950 leo lên đến 8,000 điểm vào giữa năm 1997. Tương tự, biểu số giá trị hỗn hợp NAS đã từ 100 điểm vào tháng 7 năm 1984 leo lên đến 1,400 vào tháng 6 năm 1997; biểu số giá trị hỗn hợp NYSE đã từ 50 điểm vào năm 1965 leo lên đến 403 điểm vào tháng 4 năm 1997; và biểu số giá trị hỗn hợp S&P500 đã từ 47 điểm

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

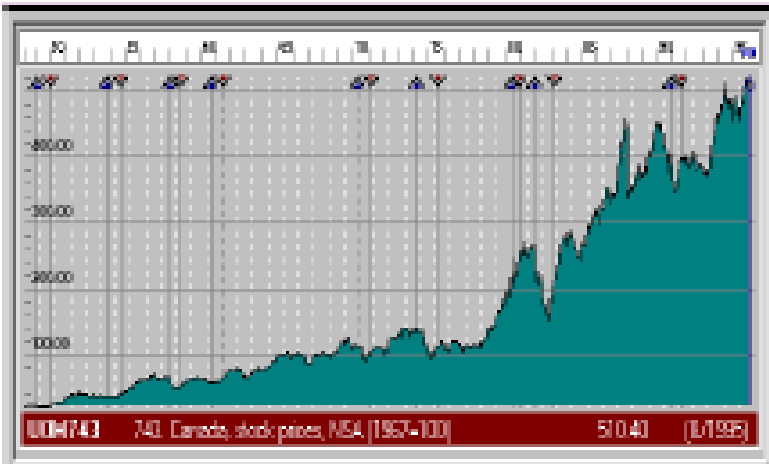
vào năm 1957 leo lên đến 960 điểm vào tháng 7 năm 1997.

Thêm vào đó chứng khoán đã khai sinh và nuôi dưỡng rất nhiều nghiệp vụ tài chính trong đó có những thị trường mua bán chứng khoán, những nghiệp vụ trung gian mua bán chứng khoán, những nghiệp vụ giao hoán chứng khoán, và những nghiệp vụ phụ thuộc khác. Chỉ riêng trong năm 1994 tổng số doanh thu của những nghiệp vụ này đã lên tới 112.82 tỉ USD và tổng số chi phí cho những nghiệp vụ này lên đến 109.29 tỉ USD.⁶ Tính vào năm 1993, riêng nghiệp vụ trung gian mua bán chứng khoán đã tạo công ăn việc làm cho hơn 310,000 nhân viên trong 19,600 cơ sở nghiệp vụ trên toàn quốc với tổng số lương bổng lên đến 39.5 tỉ USD⁷ và nghiệp vụ cung cấp tin tức đầu tư thu hoạch hơn 8 tỉ USD vào năm 1997.⁸

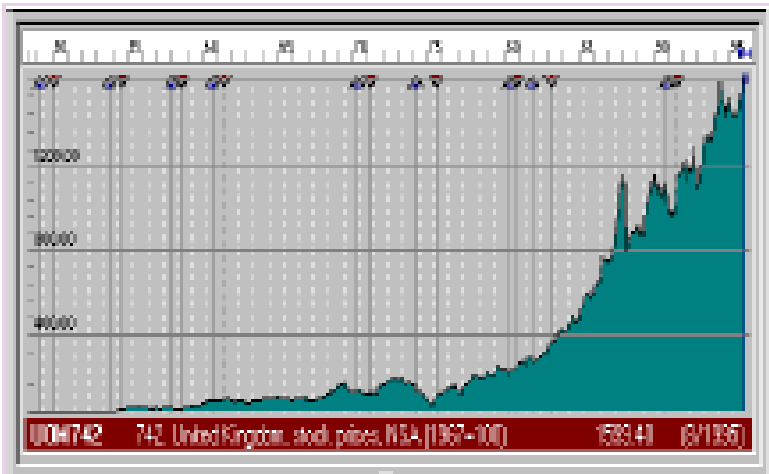
Không riêng Hoa Kỳ, ở những quốc gia khác như Anh, Pháp, Đức, Nhật, Ý, Gia Nã Đại vẫn vẫn chứng khoán đã đóng góp vào sự phồn thịnh của những quốc gia này cũng không kém. So sánh biểu số giá trị hỗn hợp của thị trường cổ phiếu ở những quốc gia này cho thấy bằng chứng điển hình. Dùng biểu số NSA làm thước đo, thị trường cổ phiếu của Hoa Kỳ, từ 100 điểm vào đầu năm 1967 đã tăng lên 608 điểm vào cuối tháng 8 năm 1995. Cũng trong cùng thời gian, thị trường cổ phiếu của Nhật đã từ 100 điểm tăng lên 1,265 điểm; của Pháp từ 100 điểm tăng lên 976 điểm; của Gia Nã Đại từ 100 điểm tăng lên 510 điểm; của Ý từ 100 điểm tăng lên 690 điểm; và của Đức từ 100 điểm tăng lên 382 điểm.

Tóm lại những con số thống kê vừa trình bày đủ để cho thấy chứng khoán đã đóng góp không ít vào công cuộc tạo dựng sự phồn thịnh kinh tế cho một quốc gia. Dầu là thị trường chứng khoán thường xuyên đối diện với những giai đoạn dao động giá được mô tả là “trầm

Chứng Khoán & Sự Phồn Thịnh Của Nền Kinh Tế

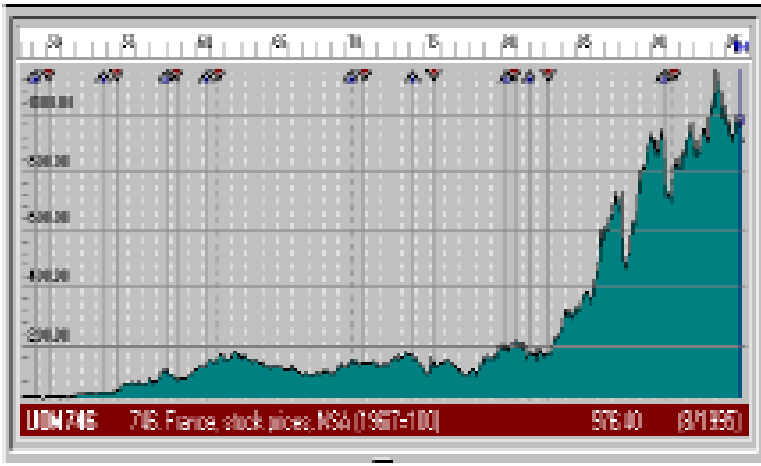


Thị Trường Cổ Phiếu Gia Nã Đại,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA

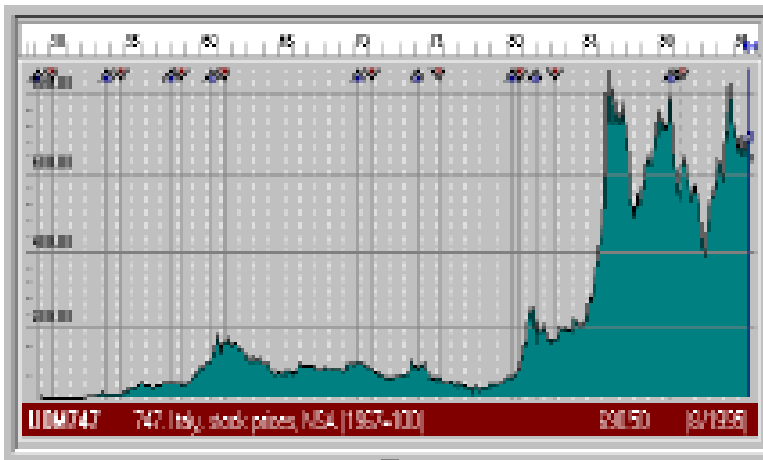


Thị Trường Cổ Phiếu Nước Anh,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

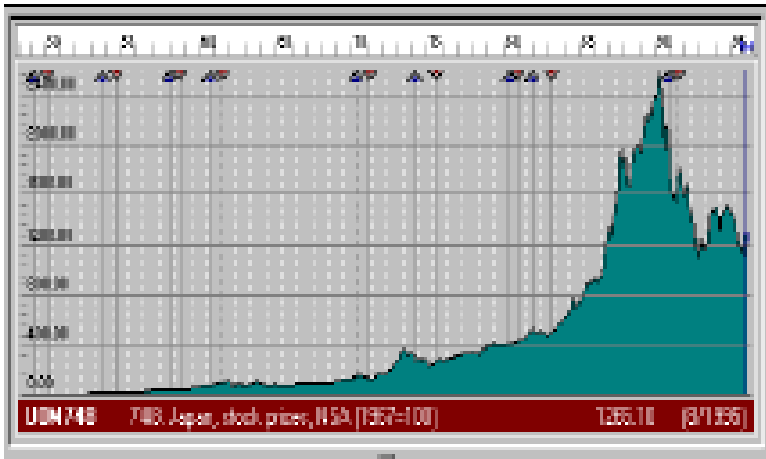


Thị Trường Cổ Phiếu Nước Pháp,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA

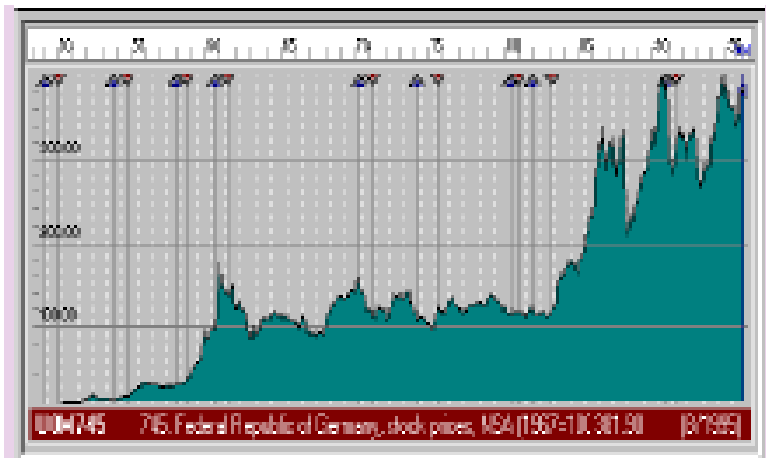


Thị Trường Cổ Phiếu Nước Ý,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA

Chứng Khoán & Sự Phồn Thịnh Của Nền Kinh Tế

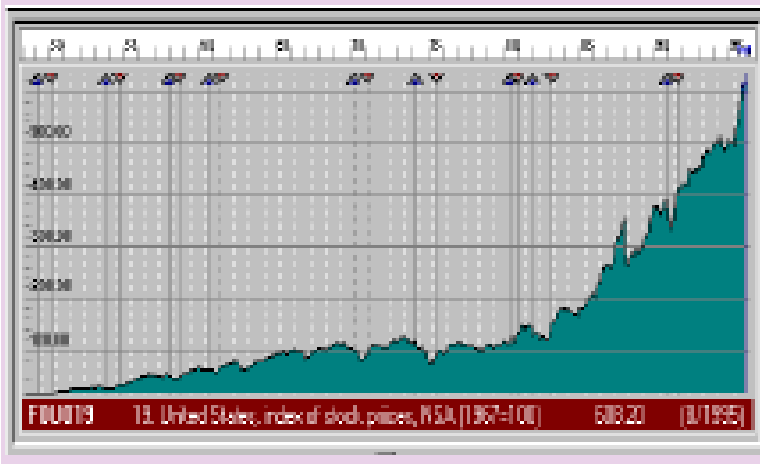


Thị Trường Cổ Phiếu Nước Nhật,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA



Thị Trường Cổ Phiếu Đức,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1



Thị Trường Cổ Phiếu Hoa Kỳ,
Biểu Số Hỗn Hợp NSA

trọng” hoặc “khủng hoảng” nhưng trên căn bản dài hạn lợi ích của chứng khoán đối với những cá nhân tham dự, nói riêng, và đối với nền kinh tế của quốc gia, nói chung, vượt hẳn những hoài nghi nếu không muốn nói là được khẳng định.

Tham Khảo

¹ Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bulletin, monthly and Annual Statistical Digest.

² Ivo Welch, Jay Ritter’s IPO Database, 12/6/96

³ Cognetics, Inc.’s, The Role of Nasdaq in the U.S.

Chứng Khoán & Sự Phồn Thịnh Của Nền Kinh Tế

Economy.

⁴ NYSE Fact Book, 1991, tr. 64-66

⁵ Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 1996

⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, Annual Report

⁷ U.S. Bureau of the Census, Country Business Patterns, Annual

⁸ CNN, Nightly News Business Report

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

CHƯƠNG 2



**Tìm Hiểu Một Vài
Loại Chứng Khoán
Thông Dụng**



Những thị trường tài chính (financial markets) thường được phân ra làm hai nhánh và được gọi một cách quen thuộc là thị trường tiền tệ (money market) và thị trường tư bản (capital market).

Thị trường tiền tệ chuyên về những hoạt động vay mượn và cho vay mượn (borrowing and lending) vốn ngắn hạn với chiều dài thời gian không hơn một năm. Thị trường tiền tệ vận dụng nhiều công cụ tài chính trong đó có những công cụ của thị trường tín dụng ngắn hạn (short-term credit market instruments), những công cụ của thị trường hàm phiếu (derivative market instruments) và cửa hàng cho vay của Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve's discount window).

Những công cụ thông dụng của thị trường tín dụng ngắn hạn bao gồm tín phiếu ký thác (CDs), tín phiếu giao đổi (RPs, MSPs), tín phiếu thương mại (CPs) và tín phiếu ngân hàng bảo nhận (BAs), tín dụng thư (L/C),

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành (treasury bills), trái phiếu ngắn hạn do chính quyền địa phương phát hành (short-term municipal bonds), trái phiếu ngắn hạn do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs short-term notes).

Những công cụ thông dụng của thị trường hàm phiếu vận dụng trong thị trường tiền tệ có hàm phiếu toàn chế ký sinh vào lãi suất (money market futures) và hàm phiếu độc chế ký sinh vào hàm khế lãi suất (money market futures options).

Và những công cụ của Ngân Hàng Trung Ương vận dụng trong thị trường tiền tệ bao gồm lãi suất dự trữ (fed fund rate) và lãi suất NHTÚ (discount rate).

Thị trường tư bản chuyên về những hoạt động huy động vốn dài hạn nhờ vào những công cụ hùn vốn (equity instruments) và công cụ vay mượn (debt instruments). Công cụ hùn vốn thông dụng gồm có cổ phiếu thường đẳng (common stocks) và cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks). Công cụ vay mượn thông dụng gồm có trái phiếu do công ty phát hành (corporate bonds), trái phiếu do chính quyền phát hành (government bonds), và trái phiếu do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs long-term debentures). Ngoài ra còn có hàm phiếu độc chế ký sinh vào cổ phiếu (stock options) và hàm phiếu quyền (warrants) là những công cụ ít phổ thông hơn được vận dụng trong thị trường tư bản.

Trong những thị trường tài chính, danh từ chứng khoán (securities) thường được sử dụng thường xuyên. Một chứng khoán (a security) là một công cụ đầu tư (an investment instrument) đồng thời là bằng chứng cụ thể của hùn hạp (equity) hoặc bằng chứng cụ thể của vay

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

mượn (debt) do một công ty (a corporation) hoặc một chính quyền (a government) hoặc một tổ chức (an organization) phát hành, ngoại trừ hợp đồng bảo hiểm và hợp đồng chi trả cố định và liên tục lợi tức thường niên (other than insurance policy and fixed annuity) do những công ty bảo hiểm cung cấp.

Với định nghĩa này chứng khoán bao gồm các loại cổ phiếu (common stock, preferred stock, treasury stock), các loại trái phiếu (note, bond, debenture, treasury bill), các loại tín phiếu (certificate of agreement, certificate of deposit, certificate of participation, certificate of subscription, trust certificate, commercial paper, banker acceptance, L/C) và các loại hàm phiếu (option, future, warrant).^{1a}

Cổ Phiếu Thường Đẳng



Tất cả công ty (corporations) đều phát hành cổ phiếu thường đẳng (common stocks). Chủ quyền (ownership) của một công ty có thể được nắm giữ trong tay của một vài cá nhân (privately owned corporation) hoặc trong tay của một tập thể rộng lớn (publicly owned corporation). Trong cả hai trường hợp, cổ phiếu thường đẳng là thể hiện tuyệt đối của quyền làm chủ. Chủ quyền của công ty được chia thành những đơn vị gọi là cổ phần (shares). Như vậy, cổ phiếu cũng chính là giấy chứng nhận số cổ phần của một pháp nhân được gọi là cổ chủ (common stock shareholder).

Trên mặt pháp lý cổ chủ có toàn quyền, duy nhất và trực tiếp, quyết định vận mệnh của công ty. Trên thực tế quyền làm chủ thể hiện qua quyền tham dự vào những quyết định điều hành nội bộ và quyền dự phần vào nguồn lợi kinh tế. Trong số những quyền quan trọng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nhất của cổ chủ là quyền bầu cử (voting right), quyền được chia lợi nhuận (residual claim to income) và quyền được mua thêm cổ phần mới (right to purchase new shares).

Quyền Bầu Cử

Vì những cổ chủ cổ phiếu thường đẳng là chủ nhân của công ty cho nên họ được quyền chọn lựa và đề cử hội đồng giám đốc (Board of Directors) cho công ty và được quyền tham dự vào những quyết định quan trọng của công ty. Cổ chủ có thể hành sử quyền của họ bằng cách bỏ phiếu trực tiếp (cast their ballots) hoặc chuyển nhượng số phiếu của họ (assign a proxy or power to cast their ballots) cho nhóm lãnh đạo đương nhiệm của công ty hoặc cho một nhóm đối lập (a contesting group).

Hội Đồng Giám Đốc, HĐQT

Bên cạnh cơ cấu quản trị và điều hành, mỗi công ty đều có một hội đồng giám đốc. Vai trò chính yếu của hội đồng giám đốc là vai trò giám sát và chỉ đạo (stewardship). Nếu công ty hành sử những quyết định không hợp pháp hoặc không hợp lý, hội đồng giám đốc có thể bị buộc trách nhiệm bởi cổ chủ của công ty và bởi luật pháp của nhà nước.

Thành viên của một hội đồng giám đốc thường là người đang giữ một chức vụ ở thượng tầng của một công ty khác hoặc là có chân trong những ủy ban quan trọng của công ty như là ủy ban điều lập sách lược (strategic planning committee), ủy ban kiểm tra (audit committee),

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng



Cổ Phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

ủy ban lương bổng (salaries and compensation committee) hoặc ủy ban tài vụ (budgeting and finance committee) vân vân. Vì vậy, hội đồng giám đốc trở thành là nơi qui tụ những nhân vật có thế lực. Theo đó, hội đồng giám đốc trở thành là trọng tâm của quyền lực. Quyền bầu cử hội đồng giám đốc trở thành là công cụ tối hậu để tranh thủ quyền lực nội bộ trong một công ty.

Phương Pháp Bầu Cử HĐQT

Tuyển chọn hội đồng giám đốc có thể theo quy chế không dồn phiếu (statutory voting; straight voting) hoặc theo quy chế dồn phiếu (cumulative voting).

Theo quy chế không dồn phiếu, mỗi cổ phần được một phiếu bầu cho mỗi ghế trong hội đồng giám đốc (shareholder gets one vote per share owned for each director). Giả dụ như cổ chủ X có 500 cổ phần và công ty tổ chức bầu cử tuyển chọn 3 người vào hội đồng giám đốc. Theo qui chế không dồn phiếu, cổ chủ X được tất cả 500 phiếu cho mỗi ứng viên và chỉ được quyền dùng 500 phiếu để bầu cho mỗi ứng cử viên. Quy chế không dồn phiếu có lợi cho nhóm đa số.

Theo quy chế dồn phiếu, mỗi cổ phần được một phiếu bầu cho mỗi ghế trong hội đồng giám đốc. Cổ chủ có thể dồn tất cả phiếu cho 1 ứng cử viên hay tùy ý chia số phiếu giữa những ứng cử viên. Giả dụ như cổ chủ X có 500 cổ phần và công ty tổ chức bầu cử tuyển chọn 3 người vào hội đồng giám đốc. Theo qui chế dồn phiếu, cổ chủ X được 500 phiếu cho mỗi ứng viên. Cổ chủ X được quyền dồn tất cả 1500 phiếu cho 1 ứng cử viên hoặc tùy ý chia số phiếu cho 2 hay 3 ứng cử viên. Với qui chế dồn phiếu, nhóm thiểu số có thể dành được

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

một số ghế trong hội đồng giám đốc.

Ứng cử viên có đủ số phiếu, theo tỉ lệ tổng số ghế trên tổng số phiếu, sẽ được chọn vào hội đồng giám đốc. Số ghế tranh cử theo tỉ lệ của số cổ phần đang có được tính theo đẳng thức {2-1} và số cổ phần cần có để dành lấy một số ghế trong hội đồng giám đốc được tính theo đẳng thức {2-2} như sau:

$$SG = [(SCP-1) \times (TSG+1)] / (TSCP) \quad \{2-1\}$$

$$SCP = [(SG \times TSCP) / (TSG+1)] + 1 \quad \{2-2\}$$

SG = Số ghế dành được

TSG = Tổng số ghế trong hội đồng giám đốc

TSCP = Tổng số cổ phần của công ty

SCP = Số cổ phần có hoặc cần có trong tay ứng viên

Dẫn Giải 2-1

Công ty XYZ có 1 triệu cổ phần đang du hành (outstanding shares). Hội đồng giám đốc của công ty có tất cả 9 ghế và bầu cử theo quy chế dồn phiếu. Câu hỏi: (1) Công ty có tất cả bao nhiêu phiếu bầu? (2) Nếu nhóm A có 210 ngàn cổ phần trong công ty XYZ, nhóm A có được bao nhiêu phiếu bầu? (3) Với số phiếu đó nhóm A có thể dành được bao nhiêu ghế trong hội đồng giám đốc? (4) Nếu muốn dành 3 ghế trong hội đồng giám đốc, nhóm A cần có bao nhiêu cổ phần?

Giải Đáp:

1. Tổng Số Phiếu Bầu Của Công Ty:

$$\begin{aligned} TSP &= TSCP \times TSG \\ &= 1,000,000 \times 9 \\ &= 9,000,000 \end{aligned}$$

2. Số Phiếu Bầu Của Nhóm A:

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

$$\begin{aligned} SP &= SCP \times TSG \\ &= 210,000 \times 9 \\ &= 1,890,000 \end{aligned}$$

3. Số Ghế Nhóm A Có Thể Tranh Được:

$$\begin{aligned} SG &= [(SCP-1) \times (TSG+1)] / [TSCP] \\ &= [(210,000-1) \times (9+1)] / [1,000,000] \\ &= 2.099 \end{aligned}$$

4. Số Cổ Phần Cần Có Cho Nhóm A Tranh 3 Ghế:

$$\begin{aligned} SCP &= [(SG \times TSCP) / (TSG+1)] + 1 \\ &= [(3 \times 1,000,000) / (9+1)] + 1 \\ &= 300,001 \end{aligned}$$

Công ty XYZ có tất cả 9 triệu phiếu bầu và nhóm A nắm được 1.89 triệu phiếu hay là 21% của tổng số phiếu. Với số phiếu này nhóm A có thể dồn phiếu để tranh được 2 ghế trong hội đồng giám đốc của công ty XYZ. Muốn dành được 3 ghế, nhóm A cần có 300,001 cổ phần XYZ.

Một số tiểu bang tại Hoa Kỳ bắt buộc các công ty của tiểu bang chỉ được phép chọn cách bầu cử hội đồng giám đốc theo quy chế dồn phiếu.¹

Quyền Được Chia Lợi Nhuận

Vì những cổ chủ cổ phiếu thường đẳng cũng là chủ nhân của công ty cho nên, trên nguyên tắc, tất cả lợi thu doanh thương của công ty (earnings), sau khi khấu trừ mọi chi phí và thuế, đều thuộc về họ. Cổ chủ có quyền thừa hưởng lợi thu doanh thương của công ty (residual claim to income), kể cả lợi thu doanh thương giữ lại để phát triển công ty (retained earnings) và lợi thu doanh thương

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

phân phối ra dưới hình thức lợi nhuận vô kỳ (common stock dividends).

Tuy nhiên, chỉ có hội đồng giám đốc của công ty mới có quyền quyết định phân phối hay không phân phối lợi nhuận. Về mặt pháp lý, hội đồng giám đốc của công ty không bị bắt buộc phải phân phối lợi nhuận. Nếu muốn, cổ chủ có thể làm áp lực qua quyền bầu cử hoặc qua thị trường cổ phiếu để đổi hội đồng giám đốc mới hoặc để đổi chính sách phân phối lợi nhuận của công ty.

Trên thực tế sử dụng quyền cổ chủ để làm áp lực với hội đồng giám đốc hoặc với ban quản lý điều hành của công ty là điều rất hiếm thấy.

Nhưng trong những năm gần đây phong trào chống đối tình trạng quy định lương bổng quá cao cho giới chức cao cấp của công ty và phong trào chống đối những công ty thiếu trách nhiệm trong việc bảo vệ môi sinh và xã hội đã dẫn đến tình trạng cổ chủ liên kết với nhau để làm áp lực công khai. Thí dụ như cổ chủ của công ty Walt Disney đã lớn tiếng chỉ trích mức lương bổng của giới chức cao cấp ngay trong buổi hội thảo của những cổ chủ (shareholders' meeting) năm 1996.

Một thí dụ khác là một số tổ hợp đầu tư (mutual funds) đã mạnh mẽ lên tiếng tẩy chay cổ phiếu của công ty Phillip Morris trong những năm 1996-1997 và đã tạo nên áp lực đáng kể.

Quyền Mua Cổ Phần Mới

Ngoài quyền được chia lợi nhuận, cổ chủ cổ phiếu thường đẳng còn được quyền ưu tiên mua cổ phần mới do công ty phát hành. Nếu trong bản văn kiện thành lập công ty (corporate charter; articles of incorporated) có điều khoản

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

cho quyền ưu tiên mua cổ phần mới (preemptive right provision), công ty bắt buộc phải bán cổ phần mới cho chủ nhân của cổ phiếu thường đăng trước tiên.

Số Lượng Ưu Tiên Mua

Quyền ưu tiên mua cổ phần mới được tính theo một tỉ lệ nhất định. Tỉ lệ này được thành lập dựa trên tương quan giữa tổng số lượng cổ phần cũ và tổng số lượng cổ phần mới của công ty:

$$TLC/M = TLCP_C / TLCP_M \quad \{2-3\}$$

TLC/M = Tỉ lệ cũ mới

$TLCP_C$ = Tổng số lượng cổ phần cũ

$TLCP_M$ = Tổng số lượng cổ phần mới

Tỉ lệ cũ mới, TLC/M , và số lượng cổ phần cũ đang nắm giữ trong tay một cổ chủ sẽ quyết định số lượng cổ phần mới mà cổ chủ đó được quyền ưu tiên mua. Số lượng cổ phần mới ưu tiên mua được tính theo đẳng thức:

$$LCP_M = LCP_C / TLC/M \quad \{2-4\}$$

LCP_C = Số lượng cổ phần cũ đang có trong tay cổ chủ

LCP_M = Số lượng cổ phần mới cổ chủ được ưu tiên mua

TLC/M = Tỉ lệ cũ mới

Giá Trị Của Quyền Mua

Quyền ưu tiên mua cổ phần mới có giá trị (monetary value) của chính nó. Giá trị này được tính bằng \$ theo từng quyền (1 right). Giá trị của một quyền được tính

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

theo đẳng thức:

$$GT_{1Q} = [(G_C - G_M) \times T_{L/C/M}] / (T_{L/C/M} + 1) \quad \{2-5\}$$

G_M = Giá bán ra của số cổ phần mới, \$

G_C = Giá thị trường của số cổ phần cũ, \$

$T_{L/C/M}$ = Tỷ lệ cũ mới

GT_{1Q} = Giá trị của một quyền, ưu tiên mua một cổ phần mới, \$

Cổ Phiếu Bị Loãng Giá

Sau khi số cổ phần mới được tung ra thị trường, giá cổ phiếu của công ty sẽ thay đổi. Giảm sút nhiều hay ít tùy thuộc vào mức chênh lệch giữa giá của cổ phần cũ và giá của cổ phần mới và tùy thuộc vào tỷ lệ giữa số lượng cổ phần cũ và số lượng cổ phần mới. Giá của một cổ phiếu sau khi bị làm loãng (diluted) được tính theo đẳng thức:

$$G_L = [(T_{L/C/M} \times G_C) + G_M] / (T_{L/C/M} + 1) \quad \{2-6\}$$

G_M = Giá bán ra của số cổ phần mới, \$

G_C = Giá thị trường của số cổ phần cũ, \$

G_L = Giá sau khi bị làm loãng, \$

$T_{L/C/M}$ = Tỷ lệ cũ mới

Dẫn Giải 2-2

Công ty XYZ có 1,000,000 cổ phần thường đang đang du hành với giá thị trường là 50 USD một cổ phần. Công ty này sẽ cho

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phát hành thêm 500,000 cổ phần mới với giá 40 USD một cổ phần. Giả dụ thêm là ông A đang nắm giữ 210,000 cổ phần của công ty XYZ và 4,200,000 USD trong tương mục đầu tư. Câu hỏi: (1) Ông A được quyền ưu tiên mua bao nhiêu cổ phần mới? (2) Ưu tiên mua này đáng giá bao nhiêu một quyền? (3) Nếu tất cả những yếu tố khác không thay đổi, giá một cổ phần sau khi bị làm loãng là bao nhiêu? (4) Số lượng cổ phần mới có ảnh hưởng thế nào đối với toàn bộ đầu tư của ông A?

Giải Đáp:

1. Số Lượng Cổ Phần Mới Ông A Được Quyền Mua:

$$\begin{aligned} TL_{C/M} &= TL_{C/C} / TL_{C/M} \\ &= 1,000,000 / 500,000 \\ &= 2.0 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} LCP_M &= LCP_C / TL_{C/M} \\ &= 210,000 / 2.0 \\ &= 105,000 \end{aligned}$$

Ông A được quyền mua tối đa là 105,000 cổ phần mới với giá 40 USD một cổ phần.

2. Giá Trị Của Quyền Mua:

$$\begin{aligned} GT_{1Q} &= [(G_C - G_M) \times TL_{C/M}] / (TL_{C/M} + 1) \\ &= [(50 - 40) \times 2.0] / (2.0 + 1) \\ &= 6.67 \text{ USD} \end{aligned}$$

Quyền ưu tiên mua cổ phần mới đáng giá 6.67 USD một quyền.

3. Giá Cổ Phần Sau Khi Bị Loãng:

$$\begin{aligned} G_L &= [(G_C \times TL_{C/M}) + G_M] / [TL_{C/M} + 1] \\ &= [(50 \times 2.0) + 40] / [2.0 + 1] \\ &= 46.67 \text{ USD} \end{aligned}$$

Nếu tất cả những yếu tố khác không thay đổi, giá của cổ phiếu XYZ đang du hành trên thị trường sẽ điều chỉnh từ 50

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

USD xuống 46.67 USD một cổ phần sau khi công ty XYZ bán ra số cổ phần mới.

4. Ảnh Hưởng Đến Giá Trị Đầu Tư:

4a. Trước Khi Bị Làm Loãng

$$\begin{aligned}\text{ĐT}_{\text{KL}} &= (G_C \times \text{LCP}_C) + 4,200,000 \\ &= (50 \times 210,000) + 4,200,000 \\ &= 14,700,000 \text{ USD}\end{aligned}$$

4b. Nếu Mua Số CP Mới

$$\begin{aligned}\text{ĐT}_L &= (G_C \times \text{LCP}_C) + (G_M \times \text{LCP}_M) + \\ &\quad [4,200,000 - (G_M \times \text{LCP}_M)] \\ &= (50 \times 210,000) + (40 \times 105,000) + \\ &\quad [4,200,000 - (40 \times 105,000)] \\ &= 14,700,000 \text{ USD}\end{aligned}$$

4d. Sau Khi Giá Điều chỉnh Xong, Với Số CP Mới

$$\begin{aligned}\text{ĐT}_L &= G_L \times (\text{LCP}_C + \text{LCP}_M) \\ &= 46.67 \times (210,000 + 105,000) \\ &= 14,700,000 \text{ USD}\end{aligned}$$

4c. Nếu Để Cho Quyền Mua Hết Hạn

$$\begin{aligned}\text{ĐT}_L &= (G_L \times \text{LCP}_C) + (G_{T10} \times \text{LCP}_M) + 4,200,000 \\ &= (46.67 \times 210,000) + (3.33 \times 0) + 4,200,000 \\ &= 14,000,700 \text{ USD}\end{aligned}$$

Trước khi bị làm loãng, giá trị toàn bộ đầu tư của ông A là 14.7 triệu USD. Nếu mua số cổ phần mới với giá 40 USD một cổ phần, giá trị toàn bộ đầu tư của ông A vẫn là 14.7 triệu USD. Sau khi thị trường điều chỉnh giá, toàn bộ đầu tư của ông A vẫn là 14.7 triệu USD. Nhưng nếu để cho quyền mua hết hạn, giá trị toàn bộ đầu tư của ông A chỉ còn lại khoảng 14.0 triệu USD.

Những kết quả trên cho thấy cổ phiếu bị làm loãng sẽ không có lợi [cho cổ chủ đang nắm giữ cổ phần cũ] và trong trường hợp này cổ chủ cần phải tích cực bảo quản tài sản đầu tư nếu không sẽ bị thiệt hại.

Điều Khoản Ưu Tiên

Một số tiểu bang của Hoa Kỳ bắt buộc những công ty của tiểu bang phải ghi rõ điều khoản cho quyền ưu tiên mua cổ phần mới trong bản văn kiện thành lập công ty. Mục đích của điều khoản này là nhằm bảo vệ chủ quyền của những cổ chủ hiện hữu. Không có điều khoản này số lượng cổ phần mới bán vào tay của những cổ chủ mới sẽ làm loãng chủ quyền, tức là làm loãng quyền tham dự vào nội bộ công ty và quyền lợi kinh tế, của những cổ chủ hiện hữu.

Một số công ty còn có ghi trong văn kiện thành lập công ty điều khoản cho phát hành cổ phiếu mới với quyền bầu cử cao hơn quyền bầu cử của cổ phiếu cũ (weighted voting right). Mục đích chính của điều khoản này, còn gọi là điều khoản chống cá mập (sharks repellent clause), là để ngăn ngừa tình trạng bị khống chế hoặc bị giật mất công ty một cách hợp pháp bởi những tay mua đoạt công ty nhà nghề (corporate raiders).

Phân Cấp Cổ Phiếu

Cổ phiếu thường đẳng đôi khi được phân cấp theo chữ. Thí dụ như cấp A, B, E hoặc H (class A, B, E, H). Cách phân cấp này thực ra không có nguyên tắc hoặc tiêu chuẩn rõ rệt và thường gây nhầm lẫn. Phần lớn lý do cho việc phân cấp là để bảo vệ quyền “khống chế công ty.”

Thông thường công ty dùng chữ A và B để phân cấp cổ phiếu thường đẳng. Cổ phiếu cấp A chỉ khác với cổ phiếu cấp B ở quyền bầu cử. Thí dụ điển hình cho cách phân cấp này là cổ phiếu của Ford Motor Company. Cổ phiếu cấp A bán ra tự do trên thị trường trong khi cổ phiếu cấp B chỉ bán cho những nhân vật cốt lõi

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

trung niên của công ty và bán cho những phần tử trong gia đình họ Ford mà thôi. Điều đặc biệt là số lượng cổ phần của cổ phiếu cấp B chỉ vào khoảng 9% của tổng số cổ phần của công ty $[A + B]$ nhưng quyền bầu cử của cổ phiếu cấp B lại chiếm tới 40% của tổng số phiếu bầu.

Một thí dụ điển hình khác là cổ phiếu cấp A và cấp B của Adolph Coors Company. Chỉ có cổ phiếu cấp A của công ty là được quyền bầu cử. Số lượng cổ phần của cổ phiếu cấp A chỉ vào khoảng 3.5% của tổng số cổ phần của công ty. Gia đình Coors nắm giữ 100% số lượng cổ phần của cổ phiếu cấp A và 54% số lượng cổ phần của cổ phiếu cấp B. Như vậy, tuy là với số lượng ít ỏi của cổ phiếu cấp A, gia đình Coors nắm 100% quyền chỉ đạo công ty.

Đôi khi cổ phiếu được phân cấp vì những lý do khác hơn là lý do tranh giữ quyền lực nội bộ. Thí dụ điển hình cho trường hợp này là cổ phiếu của General Motor Company (GM). Năm 1984 và 1985 công ty GM mua lại công ty Electronic Data System (EDS) và công ty Hughes Aircraft (HA). General Motor đã biến cổ phiếu của hai công ty EDS và HA thành cổ phiếu cấp E và cấp H [lấy chữ đầu của EDS và HA] của công ty GM. Cổ phiếu cấp E và cổ phiếu cấp H của công ty GM có quyền bầu cử riêng và có cách phân phối lợi nhuận riêng.

Giá Trị Phiếm Bản, GTPB

Giá trị phiếm bản (par value, face value, stated value) của cổ phiếu thường đấng đôi khi được đề cập tới trong những văn kiện báo cáo tình trạng tài chính của công ty và trong văn bản thành lập công ty (articles of incorporation). Giá trị phiếm bản được trình bày bằng đơn vị tiền tệ (\$) cho một cổ phần.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Theo khái niệm kế toán xưa cũ toàn bộ tài sản của công ty được coi như là tài sản của một quỹ tín nhiệm (trust fund) và giá trị của mỗi cổ phần sẽ phản ánh, theo tỉ lệ, giá trị thực của công ty. Tuy nhiên nền tảng lý thuyết để thành lập cái gọi là “par value” đã lỗi thời. Chính vì vậy “par value” trở thành một giá trị phiếm, một giá trị trừu tượng không hơn không kém. GTPB của cổ phiếu thường chẳng chỉ còn được dùng để thỏa đáng hình thức trên văn kiện kế toán hoặc trên văn kiện thành lập công ty chứ không có ý nghĩa đáng kể hoặc có sự thực dụng. Dẫn chứng 2-3 cho thấy điều này.

Dẫn Chứng 2-3

CÔNG TY	LOẠI CP	GTPB (USD)
3Com	TĐ	0.01
ADC Telecom	TĐ	0.20
ADTRAN	TĐ	0.01
Adaptec	TĐ	0.001
Adobe Systems	TĐ	0.00
Altera	TĐ	0.00
Americ Greetings	TĐ	1.00
American Power	TĐ	0.01
Amgen	TĐ	0.0001
Andrew Corp.	TĐ	0.01
Apple Computer	TĐ	0.00
Applied Materials	TĐ	0.01
Ascend Comm	TĐ	0.001
Atmel	TĐ	0.00
Autodesk	TĐ	0.00
BMC Software	TĐ	0.01
Bed Bath& Beyond	TĐ	0.01
Biogen	TĐ	0.01
Biomet	TĐ	0.00
Boston Chicken	TĐ	0.01

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Cascade Comm	TĐ	0.001
Centocor	TĐ	0.01
Chiron	TĐ	0.01
Cintas	TĐ	0.00
Cirrus Logic	TĐ	0.00
Cisco Systems	TĐ	0.00
Comcast	TĐ	1.00
Compuware	TĐ	0.01
Concord EFS	TĐ	0.33
Corporate Exp	TĐ	0.0002
Costco	TĐ	0.10
Cracker	TĐ	0.50
DSC Comm	TĐ	0.01
Dell Computer	TĐ	0.01
Electronic Arts	TĐ	0.01
Electronic Imaging	TĐ	0.00
FORE Systems	TĐ	0.01
Fastenal	TĐ	0.01
Fiserv	TĐ	0.01
Food Lion	TĐ	0.50
Fort Howard	TĐ	0.01
Gartner Group	TĐ	0.001
Gateway 2000	TĐ	0.01
General Nutrition	TĐ	0.01
Glenayre Tech	TĐ	0.02
HBO	TĐ	0.05
Healthcare COMP	TĐ	0.01
IDEXX Lab	TĐ	0.01
Informix Corp	TĐ	0.01
Intel	TĐ	0.001
Intuit	TĐ	0.01
KLA-Tencor	TĐ	0.001
Komag	TĐ	0.01
Linear Tech	TĐ	0.00
MCI Comm	TĐ	0.10
Maxim Integrated	TĐ	0.001
McAfee	TĐ	0.01
McCormick	TĐ	0.00

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Micron Electronics	TĐ	0.01
Microsoft	TĐ	0.00005
Molex	TĐ	0.05
Nextel Comm	TĐ, Cấp A	0.001
Nordstrom	TĐ	0.00
Northwest Airlines	TĐ, Cấp A	0.01
Novell	TĐ	0.10
Oracle Systems	TĐ	0.01
Outback Steakhse	TĐ	0.01
Oxford Health	TĐ	0.01
PACCAR	TĐ	12.0
PETsMART	TĐ	0.0001
PacifiCare Health	TĐ, Cấp B	0.01
Paging Network	TĐ	0.01
PairGain Tech	TĐ	0.0005
Parametric Tech	TĐ	0.01
Paychex	TĐ	0.01
PeopleSoft	TĐ	0.01
PhyCor	TĐ	0.00
QualComm	TĐ	0.0001
Quantum	TĐ	0.01
Quintiles Trans	TĐ	0.01
RPM	TĐ	0.00
Republic Ind.	TĐ	0.01
Sigma-Aldrich	TĐ	1.00
Staples	TĐ	0.0006
Starbucks	TĐ	0.00
Stryker	TĐ	0.10
Sun Microsystems	TĐ	0.00067
SunGard Data Sys	TĐ	0.01
Sybase	TĐ	0.001
Synopsys	TĐ	0.01
Tele-Comm	TĐ, Cấp A	1.00
Tellabs Inc	TĐ	0.01
Tyson Foods	TĐ, Cấp A	0.10
US Robotics	TĐ	0.01
Viking Office	TĐ	0.00
Wisconsin Central	TĐ	0.01

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

WorldCom	TĐ, Cấp A	0.01
Worthington Ind.	TĐ	0.01
Xilinx	TĐ	0.01

TĐ = Thường đăng

Giá Trị Chủ Bản, GTCB

Giá trị chủ bản (book value, net worth, common stockholders' equity) của một công ty là phần thặng dư khi đem giá trị toàn bộ tài sản của công ty (total assets) trừ đi cho giá trị toàn bộ nợ nần của công ty (total liabilities) và trừ đi cho giá trị toàn bộ cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks) của công ty. Nói một cách khác,

$$\text{GTCB} = \text{TBTS} - (\text{TBN} + \text{TBCP}_{\text{ƯĐ}}) \quad \{2-7\}$$

GTCB = Giá trị chủ bản, \$

TBTS = Toàn bộ tài sản của công ty, \$

TBN = Toàn bộ nợ của công ty, \$

TBCP_{ƯĐ} = Toàn bộ cổ phiếu ưu đẳng của công ty, \$

Trên nguyên tắc phần còn lại sau khi khấu trừ, tức phần giá trị chủ bản, là thuộc về của cổ phiếu thường đẳng và vì vậy nó là tài sản của chủ cổ phiếu thường đẳng (common stockholders' equity). Theo đó, giá trị chủ bản còn được tính theo cách khác như sau:

$$\text{GTCB} = (\text{TBCP}_{\text{TĐ}} + \text{LTGL}) \quad \{2-7b\}$$

TBCP_{TĐ} = Toàn bộ cổ phiếu thường đẳng của công ty (common stock + capital surplus), \$

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

LTGL = Lợi thu giữ lại (retained earning), \$

Tính trên một cổ phần, giá trị chủ bản của công ty được đem chia đều cho tổng số lượng cổ phần của cổ phiếu thường đang du hành. Hay là,

$$GTCB_{1C} = GTCB / TLCP_{TĐ} \quad \{2-8\}$$

$GTCB_{1C}$ = Giá trị chủ bản một cổ phần, \$

$GTCB$ = Giá trị chủ bản của công ty, \$

$TLCP_{TĐ}$ = Tổng lượng cổ phần của CPTĐ đang du hành

Đã có một thời giá trị chủ bản được coi là một chỉ số then chốt để đo lường giá trị của một công ty và để định giá thị trường cho cổ phiếu của công ty đó. Tuy nhiên theo thời gian giới chuyên gia phân tích đầu tư dần dần hạ thấp sự quan trọng của chỉ số giá trị chủ bản. Lý do là vì nguyên tắc kế toán đòi hỏi những giao hoán tài chính (financial transactions) phải được ghi nhận và kết toán theo giá trị lúc giao hoán (based on historical value) cho nên, ngoại trừ khoản tiền mặt hoặc tương đương với tiền mặt (cash or cash equivalent assets), tài sản của công ty được ghi nhận trên sổ sách ít khi phản ánh đúng giá trị hiện tại của chúng. Theo đó, giá trị chủ bản cũng không phản ánh đúng giá trị hiện thực của công ty và vì thế mất dần sự thực dụng.

Khi công chúng hỏi Warren Buffet, một công dân Hoa Kỳ, một guru đầu tư khét tiếng trên thế giới, trong một buổi hội thảo thường niên của công ty Berkshire Hathaway năm 1995 về cái nhìn của ông đối với chỉ số giá trị chủ bản, ông đã trả lời như sau: "Book value is not a consideration. What we consider more important is the generation of high returns on capital employed." Theo ông giá trị chủ bản không đáng quan tâm. Điều quan

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

trọng hơn là khả năng tạo lợi nhuận cao cho vốn đầu tư. Điều này cũng dễ hiểu vì chỉ số giá trị chủ bản được kết toán trên những giá trị thuộc về quá khứ (historical input) trong khi giá trị thị trường của công ty thường là được ước tính dựa trên dự kiến thu hoạch trong tương lai (future output).

Một số chuyên gia, chẳng hạn như Janet Lowe, phân biệt tài sản vô thể (intangible assets) với tài sản hữu thể (tangible assets) và chủ trương không cộng tài sản vô thể vào giá trị chủ bản.² Nếu theo đề nghị này, đẳng thức {2-7} sẽ biến thành:

$$GTCB = TBTS - (TBN + TBCPUĐ + TSvT) \quad \{2-9\}$$

GTCB = Giá trị chủ bản, \$

TBTS = Toàn bộ tài sản của công ty, \$

TBN = Toàn bộ nợ của công ty, \$

TSvT = Tài sản vô thể của công ty, \$

TBCPUĐ = Toàn bộ CPUĐ của công ty, \$

Lợi Nhuận Vô Kỳ, LNVK

Lợi thu doanh thương của công ty tạo được phân phối tới tay cổ chủ cổ phiếu thường đẳng (common stock) được gọi là lợi nhuận vô kỳ (common stock dividends), hay LNVK. Sở dĩ có danh xưng “vô kỳ” là vì công ty phát hành cổ phiếu thường đẳng không nhất thiết, hoặc bị bắt buộc, phải đưa ra khoản lợi nhuận này đúng “định kỳ” như lợi nhuận của trái phiếu hoặc “thường kỳ” có thể dời khất như lợi nhuận của cổ phiếu ưu đẳng. Lợi nhuận vô kỳ cũng không được gọi là cổ tức vì lợi nhuận vô kỳ chỉ là một phần trong lợi tức của cổ phiếu thường đẳng (divi-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

dend v/s income). Lợi tức của cổ phiếu thường đăng, hay cổ tức, bao gồm hai phần: lợi nhuận vô kỳ (dividends) cộng với lợi nhuận tư bản (capital gain). Lợi nhuận tư bản là lợi nhuận đến từ sai biệt giá, giá bán ra trừ cho giá mua vào.

Lợi nhuận vô kỳ một cổ phần, hay LNVK1C, là một cách trình bày khác trong thuật ngữ của thị trường chứng khoán. Đúng với danh xưng, LNVK1C là lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu được phân phối tới tay cổ chủ nhưng chỉ tính trên đơn vị một cổ phần (dividend per share).

Có phân phối lợi nhuận vô kỳ hay không là quyền quyết định của hội đồng giám đốc (Board of Directors) của công ty. Quyết định phân phối, số lượng phân phối, ngày tháng phân phối và tiêu chuẩn phân phối được hội đồng giám đốc của công ty tuyên bố ở những cuộc họp HĐQT định kỳ.

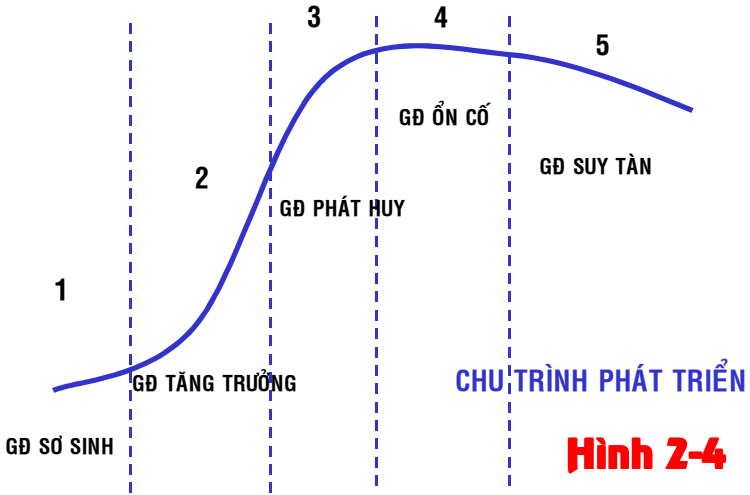
Chính Sách Phân Phối LNVK

Chính sách của công ty trong việc phân phối lợi nhuận vô kỳ thường phản ảnh nhiều yếu tố quan trọng: hiện trạng của nguồn tài chính lưu hoạt (cash-flow position), mức độ phát triển trong tương lai (growth prospect), mức độ ổn định trong lợi thu và trong phân phối lợi nhuận (stability in earnings and dividends), vốn đầu tư cần thiết cho công cuộc phát triển hoặc cho điều hành công ty (capital needs), sự kiểm sát và điều hành nội bộ (control), luật lệ nhà nước (legal rules), vân vân.

Ảnh Hưởng Của

Chu Trình Phát Triển

Chu trình phát triển của một công ty được phác họa trong hình 2-4.



Những công ty nhỏ ở trong giai đoạn sơ sinh (developmental stage), giai đoạn 1, cần giữ lại tất cả lợi thu doanh thương tạo được để tranh thủ sinh tồn. Nếu không bị hủy diệt trong giai đoạn này, công ty sẽ đi vào giai đoạn tăng trưởng (growth stage), giai đoạn 2. Trong giai đoạn tăng trưởng, công ty có khả năng lớn mạnh nhanh chóng và vì vậy cần giữ lại tất cả lợi thu doanh thương tạo được để hỗ trợ cho sự tăng trưởng nhanh chóng này. Ở vào đầu và giữa giai đoạn 2, công ty có khuynh hướng dùng cổ phần của cổ phiếu thường để phân phối lợi nhuận vô kỳ (stock dividends) thay vì dùng tiền mặt. Ở vào cuối giai đoạn 2, công ty có thể dành chút ít tiền mặt để phân phối lợi nhuận vô kỳ (cash dividends). Bước vào giai đoạn phát huy (expansion stage), giai đoạn 3,

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

công ty vẫn tiếp tục lớn mạnh nhưng ở mức độ kém hơn. Trong giai đoạn 3 công ty có khả năng phân phối lợi nhuận với số lượng tương đối mà không sợ tạo ảnh hưởng có hại đến tương lai của công ty. Thường thì mức phân phối nằm trong khoảng 4% cho đến 15% của lợi thu doanh thương (earnings). Bước vào giai đoạn ổn cố (maturity stage), giai đoạn 4, công ty cố gắng duy trì sự phát triển ở mức độ tương đương với mức phát triển của nền kinh tế (stable growth rate). Đi vào giai đoạn sau cùng, giai đoạn suy tàn (decline stage), công ty mất hẳn khả năng phát triển. Đi vào giai đoạn này sớm hay muộn tùy thuộc vào khả năng riêng của từng công ty. Ở vào giai đoạn 4 và 5, công ty có khuynh hướng phân phối lợi nhuận rất cao, thông thường thì vào khoảng 30% cho đến 60% của lợi thu doanh thương.

Nói tóm lại, đối với những công ty nhỏ và đang phát triển khoản lợi nhuận vô kỳ tương đối ít ỏi và được phân phối thất thường. Công ty muốn giữ lại lợi thu doanh thương tạo được để tái đầu tư vào công cuộc phát triển và để tăng gia lợi thu doanh thương trong tương lai. Ngược lại, đối với công ty to lớn và già nua cơ hội để phát triển thêm không có nhiều. Lợi nhuận vô kỳ gần như là nguồn lợi duy nhất mà giới đầu tư nhắm vào công ty do đó khoản phân phối có phần trội hơn và thường hơn để thu hút giới đầu tư tiếp tục ủng hộ cổ phiếu của công ty và vì vậy duy trì giá của cổ phiếu đó trên thị trường.

Nguyên Tắc Ngoại Tranh

Theo lý thuyết, một công ty chỉ nên giữ lại lợi thu doanh thương tạo được để tái đầu tư vào chính nó qua những chương trình phát triển của công ty nếu những chương

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

trình này hứa hẹn cho được một mức thu hoạch ít ra phải là tương đương với mức lợi nhuận sau khi trừ thuế mà cổ chủ có thể tự đầu tư ở một nơi khác. Nếu không thể hứa hẹn được mức thu hoạch này, công ty nên phân phối số lợi thu doanh thương tạo được đến những cổ chủ cổ phiếu thường đẳng của công ty để họ tự đầu tư vào nơi khác. Nguyên tắc này được gọi là nguyên tắc ngoại tranh trong quyết định phân phối hoặc giữ lại lợi thu doanh thương mà công ty tạo được (marginal principle of retained earnings). Mức lợi nhuận tối thiểu trong nguyên tắc ngoại tranh được tính như sau:

$$MLN_{TT} = (1-Th) \times MLN_{NT} \quad \{2-10\}$$

MLN_{TT} = Mức lợi nhuận tối thiểu, %

MLN_{NT} = Mức lợi nhuận ngoại tranh, %

Th = Mức thuế, %

Dẫn Giải 2-5

Giả dụ là cổ chủ CPTĐ của công ty XYZ có cơ hội tạo 10% lợi nhuận nếu chịu đầu tư vào công ty KLM. Giả dụ thêm (1) mức thuế cho công ty XYZ là 30% và (2) cả hai công ty đều có mức hiểm họa đầu tư (investment risk) ngang nhau. Câu hỏi: chiếu theo nguyên tắc ngoại tranh, ở mức lợi nhuận nào thì công ty XYZ nên giữ lại lợi thu doanh thương để tái đầu tư vào chính nó?

Giải Đáp:

$$\begin{aligned} MLN_{TT} &= (1-Th) \times MLN_{NT} \\ &= (1,0 - 0,30) \times 10\% \\ &= 7\% \end{aligned}$$

Nếu mức thu hoạch của công ty XYZ dự phóng từ 7% trở lên, công ty nên giữ lại lợi thu doanh thương để tái đầu tư

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

vào chính nó. Còn ngược lại, nếu mức thu hoạch dự phóng dưới 7%, công ty XYZ nên phân phối lợi thu doanh thương cho cổ chủ CPTĐ để họ đem tiền đó đầu tư vào một nơi khác, thí dụ như là đầu tư vào công ty KML.

Tỉ Lệ Phân Phối Và Giữ Lại Lợi Thu

Mức phân phối lợi nhuận vô kỳ (dividend payout rate) của một công ty được đo bằng tỉ lệ phân phối lợi thu doanh thương và mức giữ lại lợi thu doanh thương (retention rate) để tái đầu tư vào công ty được đo bằng tỉ lệ giữ lại lợi thu doanh thương. Hai chỉ số này được trình bày bằng số phần trăm của lợi thu doanh thương và được chiết tính bằng những đẳng thức như sau:

$$TLPP = (LTPP / LTDT) \times 100\% \quad \{2-11\}$$

hoặc

$$TLPP = (LNVK_{1c} / LTDT_{1c}) \times 100\% \quad \{2-11b\}$$

và

$$TLGL = (LTGL / LTDT) \times 100\% \quad \{2-12\}$$

hoặc

$$TLGL = 100\% - TLPP \quad \{2-12b\}$$

TLPP = Tỉ lệ phân phối lợi thu (payout rate), %

TLGL = Tỉ lệ giữ lại lợi thu (retention rate), %

LTPP = Lợi thu phân phối (pay out), \$

LTGL = Lợi thu giữ lại (retention), \$

LTDT = Lợi thu doanh thương (earnings), \$

LNVK_{1c} = Lợi nhuận vô kỳ 1 cổ phần (dividends per

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

share), \$

$LTDT_{1c}$ = Lợi thu doanh thương 1 cổ phần (earnings per share), \$

Đa số công ty có khuynh hướng phân phối vào khoảng 50% lợi thu doanh thương của công ty.³

Một số chuyên gia nghiên cứu về thị trường chứng khoán cho rằng quyết định khi nào phân phối và mức phân phối lợi nhuận vô kỳ của công ty không làm cho giới đầu tư quan tâm.⁴ Tuy nhiên có một số chuyên gia khác không đồng ý với nhận định trên.⁵

Dẫn Giải 2-6

Giả dụ trong năm 1996 lợi thu doanh thương một cổ phần (earnings per share, EPS) của cổ phiếu thường đăng XYZ là 4.0 USD. Cũng trong năm này công ty XYZ đã phân phối 1.9 USD lợi nhuận vô kỳ cho mỗi cổ phần. Câu hỏi: (1) Tính mức phân phối lợi nhuận vô kỳ của công ty XYZ và (2) tính mức giữ lại lợi thu doanh thương của công ty XYZ.

Giải Đáp:

$$\begin{aligned} TLPP &= (LNVK_{1c} / LTDT_{1c}) \times 100\% \\ &= (\$1.90 / \$4.0) \times 100\% \\ &= 47.5\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} TLGL &= 100\% - TLPP \\ &= 100\% - 47.5\% \\ &= 52.5\% \end{aligned}$$

Mức phân phối lợi nhuận và mức giữ lại lợi thu doanh thương trong năm 1996 của công ty XYZ là 47.5% và 52.5%.

Điều Hòa Trong Mức Phân Phối

Trong quyết định phân phối lợi nhuận vô kỳ công ty thường cố gắng duy trì tính cách điều hòa trong mức phân phối (dividend stability) đầu cho lợi thu doanh thương của công ty có thay đổi hoặc chìm nổi theo từng năm. Thí dụ như mức phân phối lợi nhuận vô kỳ của hai công ty ABC và XYZ như sau:

	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>
XYZ (USD)	0.75	0.90	1.08	1.32
ABC (USD)	0.75	2.00	0.30	1.00

So sánh cách phân phối lợi nhuận vô kỳ của hai công ty, nếu tất cả những yếu tố khác đều bình đẳng, giới đầu tư có khuynh hướng ưa chuộng XYZ hơn là ABC mặc dầu tổng giá trị phân phối trong 4 năm, 4.05 USD một cổ phần, tính ra ngang nhau.

Lịch Trình Phân Phối

Trong lịch trình phân phối lợi nhuận vô kỳ có nhiều mốc thời gian khác nhau: ngày thành lập (holder-of-record date), ngày loại miễn (ex-dividend date), và ngày phân phối (payment date). Ngày thành lập là ngày công ty thành lập danh sách những cổ chủ sẽ được nhận lợi nhuận vô kỳ. Chỉ có những người chính thức trở thành cổ chủ của công ty trước ngày loại miễn là có tên trong danh sách được hưởng lợi nhuận vô kỳ. Còn những người chỉ chính thức trở thành là cổ chủ của công ty từ ngày loại miễn trở về sau thì phải đợi tới kỳ phân phối kế. Ngày thành lập thường là 4 ngày sau ngày loại miễn.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Còn ngày phân phối là ngày công ty thực sự phân phối lợi nhuận vô kỳ đến cổ chủ có tên trong danh sách và thường là trong vòng một tháng sau ngày thành lập. Thí dụ như công ty XYZ đưa ra lịch trình phân phối lợi nhuận vô kỳ như sau:

Ngày <u>Loại Miễn</u>	Ngày <u>Thành Lập</u>	Ngày <u>Phân Phối</u>
06/01/96	06/05/96	06/30/96

Theo lịch trình này, chỉ có những người chính thức là cổ chủ của công ty trước ngày 6/1/1996 là sẽ nhận lợi nhuận vô kỳ. Ngày 6/5/1996 sẽ là ngày thành lập danh sách và lợi nhuận vô kỳ sẽ được phân phối vào ngày 6/30/1996 đến những cổ chủ có tên trong danh sách.

Ảnh Hưởng Sau Ngày Loại Miễn

Giới đầu tư rất quan tâm đến ngày loại miễn (ex-dividend date). Sau ngày này, nếu tất cả những yếu tố khác không thay đổi, giá của cổ phiếu sẽ giảm xuống, điều chỉnh theo số lượng tương đương với số lượng lợi nhuận vô kỳ đã phân phối.

Phân Phối LNVK Bằng Cổ Phiếu

Công ty có thể phân phối lợi nhuận vô kỳ qua hai thể thức: phân phối bằng tiền mặt (cash dividends) hoặc phân phối bằng cổ phiếu (stock dividends).

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Với thể thức phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu, một số cổ phần mới sẽ được phân phối tới tay cổ chủ, thường thì vào khoảng 10% của tổng số cổ phần hiện hành. Số cổ phần mới, sau khi điều chỉnh, không làm gia tăng hoặc sút giảm giá trị chủ bản của công ty mặc dầu có sự thay đổi trong ghi nhận kế toán. Tuy nhiên, một phần của lợi thu doanh thương giữ lại sẽ được chuyển vào vốn cổ phiếu, tức là tư bản hoá một phần lợi thu doanh thương giữ lại tương đương với tổng giá trị của số cổ phần mới.

Đối với những cổ chủ, số cổ phần mới không làm gia tăng hoặc giảm sút giá trị của toàn bộ đầu tư mặc dù lợi thu doanh thương một cổ phần (earnings per share, EPS) và giá thị trường của cổ phiếu có thay đổi để điều chỉnh theo số lượng cổ phần mới.

Dẫn Giải 2-7

Công ty XYZ tuyên bố phân phối lợi nhuận vô kỳ với 10% cổ phần mới. Trước khi phân phối giả dụ là giá cổ phiếu, lợi thu doanh thương, giá cổ phiếu, giá trị đầu tư của ông B và giá trị chủ bản của công ty XYZ như sau:

Lợi Thu Doanh Thương Trước Khi Phân Phối

Lợi Thu Doanh Thương	\$400,000
LTDT _{1C}	\$0.40

Giá Cổ Phiếu Trước Khi Phân Phối

G _{TT}	\$16 ⁽¹⁾
G _{TT} /LTDT _{1C}	40

Giá Trị Đầu Tư Của Ông B Trước Khi Phân Phối

Số CP XYZ	10,000 ⁽²⁾
Tổng Giá Trị Đầu Tư, (1) x (2)	\$160,000

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

<u>Giá Trị Chủ Bản Trước Khi Phân Phối</u>	
Vốn CPTĐ, GTPB, \$0.1x1 triệu CP	\$100,000 ⁽³⁾
Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, \$4.9x1 triệu CP	\$4,900,000 ⁽⁴⁾
Lợi Thu Doanh Thương Giữ Lại	<u>\$ 800,000</u> ⁽⁵⁾
Giá Trị Chủ Bản, GTCB, (3)+(4)+(5)	\$5,800,000

Chú Thích:

Vốn CPTĐ, GTPB, 1CP = \$0.10

Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, 1CP = (\$5 - \$0.1) = \$4.9

Vấn Đề: so sánh trước và sau khi phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng số cổ phần mới (1) tổng lượng cổ phần, (2) giá thị trường của cổ phiếu, (3) giá trị chủ bản và (4) toàn bộ giá trị đầu tư của ông B. Cần nói thêm, vốn cổ phiếu thường đăng ở thí dụ này là 5 USD một cổ phần và được ghi nhận làm hai phần: phần giá trị phiếu bản, GTPB, và phần vượt giá trị phiếu bản là theo qui ước kế toán của Hoa Kỳ. Chi tiết kế toán sẽ được giải thích cặn kẽ hơn trong chương nói về việc đánh giá một công ty.

Giải Đáp:

Tổng Số Cổ Phần Sau Khi Phân Phối 10% CP Mới

$(1 + 0.10) \times 1,000,000 \text{ CP} = 1,100,000 \text{ CP}$ ^(a)

<u>Giá Trị Chủ Bản Sau Khi Phân Phối</u>	
Vốn CPTĐ, GTPB, \$0.1x1.1 triệu CP	\$110,000 ^(b)
Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, \$4.9x1.1 triệu CP	\$5,390,000 ^(c)
Lợi Thu Doanh Thương Giữ Lại,	<u>\$300,000</u> ^(d)
Giá Trị Chủ Bản, GTCB, (b)+(c)+(d)	\$5,800,000

Chú Thích:

Vốn CPTĐ, GTPB, 1CP = \$0.10

Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, 1CP = (\$5 - \$0.1) = \$4.9

(d) = (\$800,000 - \$500,000) = \$300,000

Lợi Thu Doanh Thương Sau Khi Phân Phối

Lợi Thu Doanh Thương	\$400,000 ^(e)
LTDT _{1C} , (e)/(a)	\$0.3636 ^(f)

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Giá Cổ Phiếu Sau Khi Phân Phối

$G_{TT}/LTDT_{1C}$	40 ^(g)
$G_{TT}, (g) \times (f)$	\$14.545 ^(h)

Giá Trị Đầu Tư Của Ông B Sau Khi Phân Phối

Số Cổ Phần $(1.0 + 0.1) \times 10,000$ CP	11,000 ^(k)
Tổng Giá Trị Đầu Tư, $(h) \times (k)$	\$160,000

Sau khi cộng 10% cổ phần mới, tổng số cổ phần du hành của công ty tăng lên 1,100,000. Đồng thời 500,000 USD được chuyển ra khỏi mục lợi thu doanh thương giữ lại (retained earnings) để đưa vào vốn cổ phiếu thường đăng, phần GTPB (capital stock; par) và phần vượt GTPB (capital surplus; paid-in excess of par; paid-in surplus; paid-in capital; contributed capital). So sánh trước và sau khi phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phần mới, giá trị chủ bản của công ty không thay đổi. Sự thay đổi chi tiết bên trong chỉ là để điều chỉnh theo qui ước kế toán. Toàn bộ giá trị đầu tư của ông B cũng không thay đổi đầu là giá thị trường, G_{TT} , và lợi thu doanh thương một cổ phần, $LTDT_{1C}$, có thay đổi để điều chỉnh theo số lượng cổ phần mới. Giá thị trường của cổ phiếu sau khi phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phần mới, 14.545 USD, được chiết tính dựa trên dự kiến là thị trường vẫn đồng ý mua với một giá gấp 40 lần lợi thu doanh thương một cổ phần.

Lý Do Phân Phối LNVK Bằng Cổ Phiếu

Trong giai đoạn phát triển mạnh, công ty cần giữ lại tiền mặt để hỗ trợ công cuộc phát triển của công ty. Để vừa làm được điều đó vừa giữ vững niềm tin và sự ủng hộ của giới đầu tư, công ty có thể dùng thể thức phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu. Khi chọn thể thức phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu, công ty có ý ngầm nhắc nhở với thị trường và với cổ chủ là “Sở dĩ

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

công ty không đưa tiền mặt cho quý lị là vì cần giữ lại lợi thu doanh thương đã tạo được để tái đầu tư vào công ty. Hãy tin vào tương lai tươi sáng của công ty chúng ta! Với số cổ phần mới, quý vị hãy tạm tưởng tượng là chúng ta đã giàu hơn.” Do đó, thể thức phân phối này được coi như một phương tiện truyền thông.

Có đôi khi những công ty chưa tạo ra được lợi nhuận cũng áp dụng thể thức phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phần mới. Nhưng trong trường hợp này, mục đích chính là làm hoa mắt giới đầu tư kém thông thạo để che đậy khả năng kém cỏi của cấp lãnh đạo và điều hành hoặc để che đậy tình trạng yếu kém của công ty.

LNVK Hay LTDT?

Khuynh hướng của thị trường về chỉ số lợi nhuận vô kỳ thay đổi theo thời gian và hoàn cảnh. Vào thập niên 1960, giới đầu tư gần như không để ý gì tới lợi nhuận vô kỳ mà chỉ chú trọng vào khả năng tạo lợi thu doanh thương của công ty, đo bằng chỉ số LTDT1C (earning per share, EPS). Những công ty như Syntex, Xerox, Palaroid, Sears Roebuck, Procter & Gamble, Eastman Kodak được giới đầu tư ưa chuộng nhờ vào chỉ số này. Ở vào giai đoạn đó gia tăng nhanh chóng trên lợi thu doanh thương đồng nghĩa với gia tăng nhanh chóng trên giá thị trường của cổ phiếu. Ngược lại những công ty lớn (blue chips) nằm trong DJIA, dầu là phân phối lợi nhuận vô kỳ rất cao và đều đặn, vẫn bị giới đầu tư chê và bỏ quên.

Sự phá giá trầm trọng của thị trường cổ phiếu vào năm 1969 dẫn đến sự thay đổi trên quan điểm đầu tư. Rồi vào thập niên 1980, chỉ số LNVK1C trở thành là trọng tâm. Khả năng phân phối lợi nhuận vô kỳ của một công ty, nếu cao và điều hòa, được giới đầu tư ưa chuộng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

hơn.

Đến thập niên 1990, giới đầu tư dường như đánh giá hai chỉ số ngang nhau. Những công ty vững chãi có khả năng tạo lợi thu doanh thương cao lẫn khả năng phân phối lợi nhuận vô kỳ cao và điều hòa được giới đầu tư ưa chuộng. Tuy nhiên theo nhận định của các ông Richard Tewels, Edward Bradley và Ted Tewels, giới đầu tư muốn bắt cá hai tay là điều không thực tế.⁶

Ảnh Hưởng Đến Quyền Chỉ Đạo

Hội đồng giám đốc của một công ty, nhất là những công ty còn nhỏ yếu, thường dè dặt trong vấn đề phân phối lợi nhuận vô kỳ. Họ lo ngại là sau khi phân phối công ty sẽ bị thiếu hụt và đưa đến tình trạng buộc họ phải bán ra thêm cổ phiếu mới để thu hút nguồn tài chính cần thiết. Số cổ phiếu mới có thể sẽ làm loãng đi quyền bầu cử của số cổ phiếu cũ và có thể sẽ đưa đến tình trạng mất đi quyền chỉ đạo công ty mà họ đang nắm.

Luật Cấm Xâm Phạm Vốn Đầu Tư

Hầu hết tất cả những tiểu bang của liên bang Hoa Kỳ đều ngăn cấm công ty dùng vốn đầu tư của cổ chủ (contributed capital) để phân phối lợi nhuận vô kỳ. Công ty chỉ được phép phân phối lợi thu doanh thương tồn giữ từ những năm trước cộng lợi thu doanh thương trong năm hiện tại (past and current earnings). Phân phối vượt trên tổng số lợi thu doanh thương cũ và mới vừa nói

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

công ty sẽ bị định tội là xâm phạm vốn đầu tư (raiding the capital). Luật lệ này chủ yếu là để bảo vệ quyền lợi của những chủ nợ (creditors) đã cho công ty vay mượn hoặc mua thiếu.

Lợi Nhuận Hiện Hành, LNHH

Mức lợi nhuận hiện hành của cổ phiếu (dividend yield) là tỉ lệ của tất cả lợi nhuận vô kỳ nhận được trong năm trên giá thị trường của cổ phiếu lúc mua vào, hay là:

$$\text{LNHH} = (\text{LNVK}_{1\text{C}} / \text{GTT}) \times 100\% \quad \{2-13\}$$

LNHH = Mức lợi nhuận hiện hành, %

LNVK_{1C} = Lợi nhuận vô kỳ 1 cổ phần, \$

GTT = Giá thị trường lúc mua vào, \$

Chỉ Số GTT/LTDT_{1C}

Giá thị trường trên lợi thu doanh thương một cổ phần (Price/Earnings Ratio, P/E), hay chỉ số GTT/LTDT_{1C}, của một cổ phiếu là một số đo cho biết thị trường bằng lòng mua vào một cổ phiếu với một giá gấp bao nhiêu lần lợi thu doanh thương của cổ phiếu đó. Thí dụ trong dẫn giải {2-7} vừa rồi cho thấy thị trường đồng ý với một giá gấp 40 lần lợi thu. Chỉ số GTT/LTDT_{1C} được tính bằng đẳng thức:

$$\text{GTT/LTDT}_{1\text{C}} = (\text{GTT}) / (\text{LTDT}_{1\text{C}}) \quad \{2-14\}$$

GTT = Giá thị trường của cổ phiếu, \$

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

$LTDT_{1C}$ = Lợi thu doanh thương một cổ phần, \$

Phân Cổ Phần

Phân cổ phần (stock split) cũng tương tự như phân phối LNVK bằng cổ phiếu. Cả hai đều tạo thêm một số cổ phần mới và làm gia tăng tổng số lượng cổ phần hiện hành. Tuy nhiên, theo luật lệ của thị trường mua bán chứng khoán và theo qui ước của Hội Đồng Thiết Lập Tiêu Chuẩn Kế Toán Tài Chính (FASB), nếu số cổ phần mới vào khoảng 20% tổng số cổ phần cũ hay cao hơn công ty phải áp dụng thể thức phân cổ phần (stock split) thay vì phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu (stock dividend).

Cách kế toán cho phân cổ phần cũng có phần khác biệt so với cách kế toán cho phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu. Sau khi phân cổ phần, tổng số cổ phần sẽ gia tăng và giá thị trường của cổ phiếu sẽ giảm xuống ở mức tương đương với tỉ lệ phân cổ phần trong khi giá trị chủ bản và giá trị toàn bộ đầu tư sẽ không thay đổi.

Thông thường lý do cho quyết định phân cổ phần là vì công ty phát hành cổ phiếu muốn điều chỉnh giá thị trường của cổ phiếu đó xuống thấp hơn để đáp ứng thị hiếu của giới đầu tư (to meet popular trading range). Giữa hai cổ phiếu, giới đầu tư sẽ có khuynh hướng chọn mua 1,000 cổ phần của cổ phiếu giá 10 USD hơn là mua 100 cổ phần của cổ phiếu giá 100 USD dẫu là giá thành của cả hai đều là 10,000 USD.

Lý do thứ hai cho việc phân cổ phần là để làm gia tăng khả năng lưu hoạt (liquidity) của cổ phiếu. Số lượng cổ phần càng nhiều thì cổ phiếu càng có hy vọng đạt mức lưu hoạt cao hơn (improving liquidity).⁷

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Dẫn Giải 2-8

Giả dụ công ty XYZ tuyên bố phân cổ phần theo tỉ lệ 3:1. Tỉ lệ ba trên một có nghĩa là cứ một cổ phần hiện tại sẽ trở thành ba cổ phần trong tương lai sau ngày chính thức phân cổ phần. Trước khi phân cổ phần giả dụ là giá cổ phiếu, lợi thu doanh thương, giá cổ phiếu, giá trị đầu tư của ông B và giá trị chủ bản của công ty XYZ như sau:

Lợi Thu Doanh Thương Trước Khi Phân Phối

Lợi Thu Doanh Thương, LTDT	\$400,000
LTDT _{1c}	\$0.40

Giá Cổ Phiếu Trước Khi Phân Phối

G _{TT}	\$16 ⁽¹⁾
G _{TT} /LTDT _{1c}	40

Giá Trị Đầu Tư Của Ông B Trước Khi Phân Phối

Số CP XYZ	10,000 ⁽²⁾
Tổng Giá Trị Đầu Tư, (1) x (2)	\$160,000

Giá Trị Chủ Bản Trước Khi Phân Phối

Vốn CPTĐ, GTPB, \$0.1x1 triệu CP	\$100,000 ⁽³⁾
Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, \$4.9x1 triệu CP	\$4,900,000 ⁽⁴⁾
Lợi Thu Doanh Thương Giữ Lại	<u>\$ 800,000 ⁽⁵⁾</u>
Giá Trị Chủ Bản, GTCB, (3)+(4)+(5)	\$5,800,000

Chú Thích:

Vốn CPTĐ, GTPB, 1CP = \$0.10

Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, 1CP = (\$5 - \$0.1) = \$4.9

Vấn Đề: so sánh trước và sau khi phân cổ (1) tổng lượng cổ phần, (2) giá thị trường của cổ phiếu, (3) giá trị chủ bản và (4) toàn bộ giá trị đầu tư của ông B.

Cần nói thêm, vốn cổ phiếu thường đăng trong thí dụ này là 5 USD một cổ phần và được ghi nhận làm hai phần: phần giá trị phiếu bản, GTPB, và phần vượt giá trị phiếu bản là theo qui ước kế toán của Hoa Kỳ. Chi tiết kế toán sẽ được giải thích cặn kẽ hơn trong chương nói về việc đánh giá một

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

công ty.

Giải Đáp:

Tổng Số Cổ Phần Sau Khi Phân Cổ Theo Tỷ Lệ 3:1

$(3/1) \times 1,000,000 \text{ CP} = 3,000,000 \text{ CP}^{(a)}$

Giá Trị Chủ Bản Sau Khi Phân Phối

Vốn CPTĐ, GTPB, $\$0.033 \times 3$ triệu CP $\$100,000^{(b)}$

Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, $\$1.633 \times 3$ triệu CP $\$4,900,000^{(c)}$

Lợi Thu Doanh Thương Giữ Lại, $\$800,000^{(d)}$

Giá Trị Chủ Bản, GTCB, $(b)+(c)+(d)$ $\$5,800,000$

Chú Thích:

Vốn CPTĐ, GTPB, 1CP = $(\$0.1)/(3/1) = \0.033

Vốn CPTĐ, Vượt GTPB, 1CP = $(\$5 - \$0.1)/(3/1) = \$1.633$

Lợi Thu Doanh Thương Sau Khi Phân Phối

Lợi Thu Doanh Thương $\$400,000^{(e)}$

LTDT_{1C}, $(e)/(a)$ $\$0.1333^{(f)}$

Giá Cổ Phiếu Sau Khi Phân Phối

G_{TT}/LTDT_{1C} $40^{(g)}$

G_{TT}, $(g) \times (f)$ hoặc $(\$16)/(3/1)$ $\$5.33^{(h)}$

Giá Trị Đầu Tư Của Ông B Sau Khi Phân Phối

Số Cổ Phần $(3/1) \times 10,000 \text{ CP}$ $30,000^{(k)}$

Tổng Giá Trị Đầu Tư, $(h) \times (k)$ $\$160,000$

Sau khi phân cổ, tổng số cổ phần du hành của công ty tăng lên 3,000,000. So sánh trước và sau khi phân cổ, giá trị chủ bản của công ty không thay đổi. Sự thay đổi chi tiết bên trong chỉ là để điều chỉnh theo qui ước kế toán. Toàn bộ giá trị đầu tư của ông B cũng không thay đổi đầu là giá thị trường, G_{TT}, và lợi thu doanh thương một cổ phần, LTDT_{1C}, có thay đổi để điều chỉnh theo số lượng cổ phần mới. Giá thị trường của cổ phiếu sau khi phân cổ, 5.33 USD, được chiết tính dựa trên dự kiến là thị trường vẫn đồng ý mua với một giá gấp 40 lần lợi thu doanh thương một cổ phần.

Khả Năng Lưu Hoạt

Khả năng lưu hoạt (liquidity) của một chứng khoán là khả năng hoán chuyển vốn đầu tư từ chứng khoán đó sang tiền mặt hoặc sang một chứng khoán khác. Nói một cách dễ hiểu hơn, một chứng khoán có mức lưu hoạt cao là một chứng khoán thịnh hành trên thị trường, tức là cung lẫn cầu của chứng khoán đều cao, vì vậy nó dễ mua và dễ bán. Tính dễ mua và dễ bán này nâng khả năng lưu hoạt của một chứng khoán. Những chứng khoán có khả năng lưu hoạt quá thấp khó thu hút được những thành phần tham dự vào thị trường chứng khoán, trong đó có những trung gian mua bán chứng khoán (brokers), những đại lý mua bán chứng khoán (dealers) và giới đầu tư.

Dẫn lực của những cổ phiếu có khả năng lưu hoạt cao làm cho chứng vốn đã thịnh hành càng thêm thịnh hành. Thịnh hành là một trong những điều kiện để một cổ phiếu được đăng ký mua bán trên những thị trường có uy tín lớn. Những công ty đang phát triển cần những thị trường mua bán có uy tín lớn để thu hút nguồn tài chính mới cho công cuộc phát triển.

Nhập Cổ Phần

Ngược lại với việc phân cổ phần là nhập cổ phần (reverse split). Lý do chính để nhập cổ phần là vì công ty muốn chỉnh lại giá của cổ phiếu cho cao hơn để đáp ứng nhu cầu của giới đầu tư. Cổ phiếu có giá thị trường ở mức quá thấp có khuynh hướng thu hút những tay chơi may rủi (speculators) hơn là thu hút những người đầu tư chân chính (investors). Nếu như một số lượng lớn cổ phần của một công ty nằm trong tầm ảnh hưởng của những tay chơi may rủi, giá của cổ phiếu đó sẽ trở nên

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

bất ổn định hơn nhiều và hậu quả là giới đầu tư có thể sẽ tránh xa cổ phiếu đó.

Thu Mua Lại Cổ Phần

Những công ty có tiền mặt thặng dư trong tay (excess cash) nhưng chưa có thêm cơ hội tốt để đầu tư phát triển công ty của họ đôi khi dùng số tiền mặt thặng dư này để thu mua lại cổ phiếu của công ty nhà (stock repurchase).

Quyết định thu mua lại cổ phiếu của công ty nhà thường được dựa trên hai lý do. Thứ nhất, vì công ty tin rằng giá thị trường của cổ phiếu của công ty nhà thấp hơn giá trị tương xứng của nó khá xa. Trong trường hợp này, mua lại cổ phần là hình thức đầu tư vào chính công ty của mình. Thứ hai, có thể là vì công ty muốn nâng giá thị trường cho cổ phiếu của công ty nhà. Thu mua một số lượng lớn cổ phần của công ty sẽ tạo ảnh hưởng tích cực đến tâm lý của thị trường và đến cánh cân cung cầu với hy vọng là làm cho giá thị trường của cổ phiếu của công ty nhà gia tăng, hoặc làm cho giá đứng lại trong trường hợp nó đang tuột dốc.

Sau khi thu mua, số cổ phần của công ty nhà có thể (1) được đem hủy bỏ (to be retired) hoặc (2) đem bán ra cho công chúng trong tương lai (to be resold to the public). Chúng được gọi là cổ phiếu thu hồi (treasury stocks).

Mua Bán Cổ Phiếu

Nhu cầu mua và bán cổ phiếu làm nên thị trường cổ

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

phiếu (stock markets) và những vụ mua bán được thành lập tại những nơi mua bán được gọi là thị trường mua bán dành riêng cho cổ phiếu (stock market exchanges). Những “nơi mua bán” này có thể là một cao ốc (building) mà cũng có thể là một kiến trúc của thế giới vi tính, hệ thống mạng vi tính (computer network). Cổ phiếu du hành trên thị trường và được mua bán một cách hiệu quả phần lớn là nhờ vào khả năng cung cấp dịch vụ của những đại lý mua bán cổ phiếu (dealers), những trung gian mua bán cổ phiếu (brokers) và những cơ quan đảm trách dịch vụ tài chính khác.

Thị Trường Cổ Phiếu

Thị trường cổ phiếu (stock markets) được chia ra làm thị trường cấp 1 (primary market) và thị trường cấp 2 (secondary market). Thị trường cấp 1 là thị trường của cổ phiếu mới trong khi thị trường cấp 2 là thị trường của cổ phiếu cũ.

Cổ phiếu mới là cổ phiếu được bán ra lần đầu tiên (primary offerings) trên thị trường và số tài chính thu hút được sẽ chạy vào công ty phát hành cổ phiếu. Cổ phiếu mới thường do những ngân hàng đầu tư (investment banks) đứng ra đảm nhiệm phân phối qua kinh công hệ (public placement) hoặc phân phối qua kinh tư hệ (private placement).

Cổ phiếu cũ là cổ phiếu được mua đi bán lại giữa những người đầu tư và số lượng tài chính chỉ chuyển hoán giữa những người đầu tư chứ không vào tay công ty phát hành. Như vậy, thị trường cấp 1 mới thực sự là “ống dẫn tiền” vào tay những công ty doanh thương để tài trợ cho công cuộc phát triển kinh doanh.

Thị Trường Mua Bán Cổ Phiếu

Sau khi được những ngân hàng kinh tài phân phối, cổ phiếu mới bây giờ trở thành cổ phiếu cũ và được mua đi bán lại (secondary transactions) trên những thị trường mua bán cấp 1 (registered stock exchanges; organized stock exchanges) hoặc những thị trường mua bán cấp 2 (self-regulated exchanges).

Thị trường mua bán cấp 1 là những thị trường có đăng ký và có tổ chức rất chặt chẽ. Trong số những thị trường mua bán cấp 1 của Hoa Kỳ có New York Stock Exchange (NYSE) và American Stock Exchange (AMEX). Một vài vùng của Hoa Kỳ cũng có những thị trường mua bán cấp 1 nhưng tầm vóc nhỏ hơn (regional exchanges), thí dụ như Pacific Stock Exchange (PSE), Philadelphia Stock Exchange (PHLX), Boston Stock Exchange, Midwest Stock Exchange, và Cincinnati Stock Exchange (CSE). Hải ngoại có những thị trường mua bán cấp 1 nổi tiếng như là Tokyo Stock Exchange, Hongkong Stock Exchange, Toronto Stock Exchange . . .

Thị trường mua bán cấp 2 (over-the-counter, OTC) là thị trường tự quản tự kiểm (self-regulated). Một tập hợp với sự tham dự của hàng ngàn đại lý mua bán chứng khoán (dealers) liên kết để làm thị trường qua một tổ chức được gọi là Nghiệp Đoàn Đại Lý Mua Bán Chứng Khoán (National Association of Securities Dealers, Inc., NASD). Thay vì gặp mặt nhau tại nơi mua bán để đấu giá theo truyền thống lâu đời của thị trường mua bán cấp 1, giá của cổ phiếu được mặc cả và mua bán được thành lập qua một hệ thống mạng vi tính (screen-based market). NASD Automated Quote (NASDAQ), Over-the-Counter Bulletin Board (OTCBB) và PORTAL Market (PORTAL) thuộc vào loại thị trường mua bán cấp 2 này.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Có hơn 50,000 công ty trên OTCBB và hơn 5,000 công ty trên NASDAQ.

Đăng Ký Với Thị Trường Mua Bán Cổ Phiếu

Để cho cổ phiếu của công ty được phép mua bán trên một thị trường mua bán cổ phiếu, công ty phát hành trước hết phải đăng ký với thị trường mua bán đó.

Muốn đăng ký với một thị trường mua bán cấp 1, công ty phát hành cổ phiếu phải hội đủ một số điều kiện do thị trường mua bán cấp 1 qui định. Nếu công ty phát hành cổ phiếu không thể duy trì đúng với tiêu chuẩn đã qui định, công ty sẽ bị loại ra khỏi danh sách đăng ký và cổ phiếu của công ty sẽ không được tiếp tục mua bán trên thị trường mua bán đó nữa. NYSE và AMEX đề ra những tiêu chuẩn rất cao do đó những công ty đăng ký mua bán trên hai thị trường mua bán này được coi là có căn bản rất vững chắc và có đầy đủ uy tín.

Công ty bị loại ra khỏi thị trường mua bán cấp 1 có thể đăng ký với một thị trường mua bán cấp 2 để cổ phiếu của công ty đó tiếp tục du hành. Tiêu chuẩn đăng ký của những thị trường mua bán cấp 2 có phần nới hơn nhiều so với tiêu chuẩn của những thị trường mua bán cấp 1.

Đại Lý Mua Bán Chứng Khoán Và Trung Gian Mua Bán Chứng Khoán

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Chứng khoán du hành trên thị trường phần lớn là nhờ vào hoạt động của những đại lý mua bán chứng khoán (securities dealers) và những trung gian mua bán chứng khoán (securities brokers).

Đại lý mua bán chứng khoán phải tự bỏ tiền ra mua chứng khoán để bán lại kiếm lời. Khách hàng của họ thường là những người đầu tư với danh nghĩa cá nhân (private investors) hoặc với danh nghĩa của tổ chức (institutional investors), còn gọi là người đầu tư với danh nghĩa của tổ chức hoặc người đầu tư thuộc vào tổ chức.

Khác với đại lý mua bán chứng khoán, những trung gian mua bán chứng khoán chỉ đứng ra làm môi giới mua bán để kiếm tiền phí môi giới chứ không bỏ tiền ra mua chứng khoán dự trữ để bán lại kiếm lời. Khách hàng của những trung gian mua bán chứng khoán đa số là những người đầu tư với danh nghĩa cá nhân hoặc với danh nghĩa của tổ chức. Và trong số khách hàng của họ cũng có cả những đại lý mua bán chứng khoán.

Yết Giá Cổ Phiếu

Giá của cổ phiếu được niêm yết nhiều nơi và qua những phương tiện truyền thông quen thuộc. Những bảng yết giá cổ phiếu đăng tải trên những nhật báo thường giống như bảng yết giá trong hình 2-9.

Căn cứ theo bảng yết giá 2-9, cột thứ 1 cho biết giá cao nhất của cổ phiếu đã mua bán trên thị trường trong suốt 52 tuần sau cùng (52-week high). Cột thứ 2 cho biết giá thấp nhất của cổ phiếu đã mua bán trên thị trường trong suốt 52 tuần sau cùng (52-week low). Cột thứ 3 cho biết tên của công ty phát hành cổ phiếu. Nếu không có chữ chú thích nằm bên cạnh tên của công ty thì cổ phiếu đó chính là cổ phiếu thường đăng. Nếu có

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

52W high	52W low	Stock	Ticker	Div	Yield %	P/E	Vol 00s	High	Low	Close	Net chg
545.39	19.75	ResMed	RMD			52.5	3831	42.00	39.51	41.50	-1.90
11.63	3.55	Revlon A	REV				162	6.09	5.90	6.09	+0.12
77.25	55.13	RioTinto	RTP	2.30	3.2		168	72.75	71.84	72.74	+0.03
31.31	16.63	RitchieBr	RBA			20.9	15	24.49	24.29	24.49	-0.01
8.44	1.75	RiteAid	RAD				31028	4.50	4.20	4.31	+0.21
538.63	18.81	RobtHalf	RHI			26.5	6517	27.15	26.50	26.50	+0.14
51.25	27.69	Rockwell	ROK	1.02	2.1	14.5	6412	47.99	47.00	47.54	+0.24

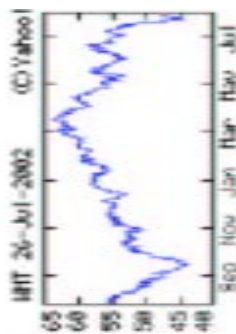
Hình 2-9

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Views: [Basic](#) - [DayWatch](#) - [Performance](#) - [Real-time Mkt](#) - [Detailed](#) - [Create New View](#)

WAL-MART STORES (NYSE:WMT) - Trade: [Choose Brokerage](#)

Last Trade	Change	Prev Cls	Open	Volume
4:01pm - 49.53	+1.35 (+2.80%)	48.18	48.19	10,985,500
Day's Range	Bid	Ask	P/E	Mkt Cap
47.60 - 49.65	N/A	N/A	31.08	220.3B
52-wk Range	Bid Size	Ask Size	P/S	Div/Shr
42.00 - 63.94	N/A	N/A	0.95	0.30
1y Target Est	EPS _(ttm)	EPS Est	PEG	Yield
66.00	1.55	1.79	1.61	0.62
			Ex-Div	Jun 19
			Div Date	Jul 8



Small: [1d](#) [5d](#) [1y](#) [none](#)

Big: [1d](#) [5d](#) [3m](#) [6m](#) [1y](#) [2y](#) [5y](#) [max](#)

[Chart](#), [Financials](#), [Historical Prices](#), [Insider](#), [Messages](#), [News](#), [Options](#)
[Profile](#), [Reports](#), [Research](#), [SEC Filings](#), [Upgrades](#), [more...](#)

Hình 2-10

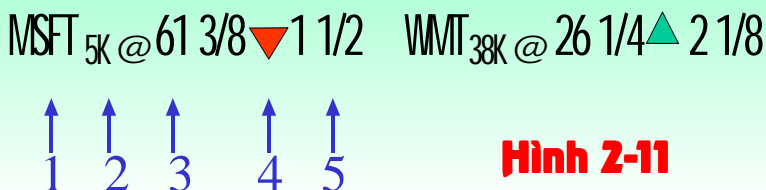
Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

chữ “pf” nằm bên cạnh tên của công ty thì nó là cổ phiếu ưu đẳng. Đôi khi tên của công ty có một mẫu tự nằm bên cạnh để cho biết cấp (class) của cổ phiếu đó, thí dụ như là Revlon A trong cột 3 của hình 2-9. Cột thứ 4 cho biết ký hiệu riêng của cổ phiếu. Cột thứ 5 cho biết lợi nhuận vô kỳ hoặc lợi nhuận thường kỳ đã phân phối đến tay cổ chủ tính trên một cổ phần và tính trong vòng một năm (annual dividend per share). Chỗ bỏ trống trong cột này có nghĩa là công ty chưa phân phối lợi nhuận trong năm hiện tại. Cột thứ 6 cho biết mức lợi nhuận hiện hành (dividend yield) của cổ phiếu, hay là LNHH%. Cột thứ 7 cho biết chỉ số giá thị trường trên lợi thu doanh thương một cổ phần (P/E ratio) của cổ phiếu, lợi thu doanh thương của 4 tam cá nguyệt sau cùng (last 4 quarters). Cột thứ 8, nhân cho 100, cho biết số lượng cổ phần mua bán trong ngày. Cột thứ 9 cho biết giá cao nhất của cổ phiếu đã mua bán trên thị trường trong ngày (day high). Cột thứ 10 cho biết giá thấp nhất của cổ phiếu đã mua bán trên thị trường trong ngày (day low). Cột thứ 11 cho biết giá cuối cùng ngay khi chấm dứt mua bán trong ngày (day close). Và sau hết cột thứ 12 cho biết khoảng cách tăng giảm của giá cổ phiếu so với một ngày trước. Sai biệt giá được tính bằng cách đem giá cuối cùng của ngày, yết ở cột 11, trừ cho giá cuối cùng của ngày trước (previous day).

Với kỹ thuật hiện đại giá cổ phiếu được niêm yết nhiều nơi trên hệ thống mạng vi tính. Thí dụ như trên trang của Yahoo hoặc CBS Watch Market. Những bảng yết giá trên mạng vi tính cũng tương tự như bảng yết giá trong hình 2-10 và nội dung cũng không khác mấy so với nội dung của bảng yết giá trong hình 2-9.

Ngoài ra giá của cổ phiếu cũng được niêm yết trên những chương trình phát hình, nhất là những chương trình chuyên thông tin về đầu tư và tài chính, dưới hình

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1



Hình 2-11

thức bằng yết giá điện tử (electronic ticker tape) giống như hình 2-11. Bảng yết giá điện tử liên tục thông báo giá mới nhất của cổ phiếu trên thị trường (showing real-time or 15 minute delayed). Nội dung của bảng yết giá điện tử rất đơn giản. Đó là, cột thứ 1 cho biết ký hiệu riêng của cổ phiếu. Cột thứ 2 cho biết số lượng cổ phần đang mua bán. Mấu tự K có nghĩa là nhân cho 1 ngàn, M là nhân cho 1 triệu và B là nhân cho một tỉ. Như vậy, 5K có nghĩa là 5 ngàn cổ phần và 38K là 38 ngàn cổ phần. Cột thứ 3 cho biết giá mới nhất của cổ phiếu. Cột thứ 4 cho biết giá của cổ phiếu trôi hay sụt so với giá sau cùng của ngày hôm trước (previous day's closing price). Thông thường dấu màu đỏ chỉ hướng giảm, màu xanh chỉ hướng tăng, và màu trắng để chỉ không có thay đổi. Và cột thứ 5 cho biết giá của cổ phiếu đã trôi sụt bao nhiêu so với giá sau cùng của ngày hôm trước.

Phiếu Chứng Nhận Ký Thác Cổ Phần

Phiếu chứng nhận ký thác cổ phần (American Deposit Receipts, ADRs) là một sáng tạo của Morgan Guarantee Trust ở thập niên 1920s. Vào khoảng thời gian đó Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Khoán (Securities and Exchanges Commission) cũng như thủ tục đăng ký chứng khoán chưa ra đời. Mua bán trực tiếp một chứng khoán của một công ty ngoại quốc rất là phức tạp [và ngay cả bây giờ cũng vậy]. Cho nên, thay vì mua bán trực tiếp một cổ phiếu do công ty nước ngoài phát hành phiếu chứng nhận ký thác cổ phần của cổ phiếu đó được sử dụng để tiện hơn cho việc mua bán.

Theo phương cách trên cổ phiếu do một công ty ngoại quốc phát hành được đem ký thác vào một ngân hàng có tầm vóc quốc tế, Sau khi kiểm tra và chấp nhận, ngân hàng này sẽ phát hành phiếu chứng nhận ký thác cổ phần của công ty đó để bán ra trên thị trường Hoa Kỳ. Khi ngân hàng chịu đứng ra phát hành phiếu chứng nhận ký thác cổ phần, cổ phiếu đó được coi là có bảo chứng (sponsored). Ngân hàng chỉ bảo chứng cổ phiếu theo sự yêu cầu của công ty phát hành. Ngược lại, ngân hàng có thể hủy bỏ bảo chứng theo sự yêu cầu của giới đầu tư. Ngày nay tất cả phiếu chứng nhận ký thác cổ phần (sponsored ADRs) đều có đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán.

Với chiều hướng đầu tư vào những công ty hải ngoại của giới đầu tư Hoa Kỳ càng ngày càng nhiều, phiếu chứng nhận ký thác cổ phần càng ngày càng trở nên thịnh hành hơn. Giới đầu tư Hoa Kỳ ưa chuộng phiếu chứng nhận ký thác cổ phần, so với mua trực tiếp cổ phần của công ty ngoại quốc (buying foreign shares directly) vì những lý do sau đây. Thứ nhất, mua phiếu chứng nhận ký thác cổ phần rất dễ dàng. Thứ hai, để tránh bị phạt vạ vì vô tình mua và bán ra chứng khoán không có đăng ký. Bán ra cổ phiếu do một công ty ngoại quốc phát hành không có hoặc chưa có đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Chứng Khoán sẽ bị phạt dưới điều khoản “trợ giúp phân phối chứng khoán không có đăng ký” (as a distributor of unregis-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

tered securities) theo luật chứng khoán ban hành năm 1933 (Security Act of 1933). Thứ ba, người nắm giữ phiếu chứng nhận ký thác cổ phần có đầy đủ những chủ quyền dành cho cổ chủ của công ty. Thứ tư, báo cáo tài chính và những văn kiện liên hệ đều được in bằng Anh ngữ. Thứ năm, lợi nhuận vô kỳ và giá của cổ phiếu được tính bằng USD.

Tham Khảo

^{1a} Theo định nghĩa của Securities Exchange Act of 1934, chứng khoán là: “Any note, stock, treasury stock, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit, for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a ‘security’; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.”

¹ Công ty của tiểu bang ở đây có ý nói là công ty đăng ký

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thành lập tại tiểu bang đó (chứ không có ý nói tiểu bang nắm chủ quyền).

² Janet Lowe, 1996, *Value Investing Made Easy*, tr.42

³ Donald Fisher and Ronald Jordan, 1987, *Security Analysis and Portfolio Management*, tr.276

⁴ Merton Miller and Franco Modigliani, 10/1961, Tr.411-433

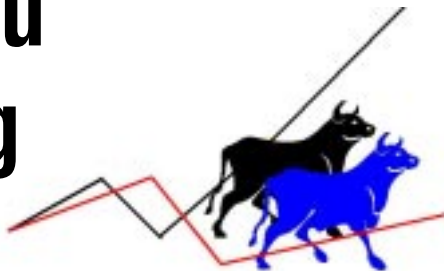
⁵ Myron Gordon, 5/1963, tr.243-269

⁶ Richard Teweles & Edward Bradley & Ted Teweles, 1992, *The Stock Market*, tr.29

⁷ Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, *International Economic Review*, January 1969, tr.1-21

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Cổ Phiếu Ưu Đẳng



Cổ phiếu ưu đẳng là một công cụ huy động vốn cao giá hơn một số công cụ khác. Thí dụ như so với trái phiếu, cổ phiếu ưu đẳng phân phối lợi nhuận thường kỳ (preferred dividends) với lợi thu doanh thương sau khi trừ thuế (after-tax profits) trong khi trái phiếu trả lợi nhuận định kỳ (interests) với lợi thu doanh thương trước khi trừ thuế (pre-tax profits). Chỉ với điều này, nếu cả hai cho một mức lợi nhuận ngang nhau, huy động vốn với công cụ cổ phiếu ưu đẳng tính ra sẽ mắc hơn là với công cụ trái phiếu.

Tuy vậy có những công ty vẫn chọn công cụ cổ phiếu ưu đẳng để huy động vốn thay vì sử dụng một công cụ khác, nhất là những công ty non trẻ cần nguồn tài chính từ những nhà tài trợ vốn phát triển cho những công ty nhiều triển vọng (venture capital investors). Có thể là vì những công ty này không muốn hoặc không thể huy động vốn qua công cụ vay mượn như là phát hành trái phiếu hoặc tìm đến ngân hàng và cũng không muốn hoặc không thể huy động vốn qua công cụ cổ phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

thường đẳng vì một lý do nào đó.

Cổ phiếu ưu đẳng cho người đầu tư (1) quyền ưu tiên, so với cổ phiếu thường đẳng, trong việc phân phối lợi thu doanh thương của công ty phát hành và phân phối tài sản của công ty phát hành (priority on distribution of assets) nếu nó sáp nhập với một công ty khác hoặc bán phá sản và (2) một số đặc quyền (certain preferential rights) trong đó có quyền biểu quyết những thay đổi quan trọng như là mua hoặc bán công ty (the acquisition or sale of the company).

Đa số những điều khoản được thành lập cho một cổ phiếu ưu đẳng (preferred stock terms) đều theo tiêu chuẩn (standard) và thường là không thể điều đình (non-negotiable). Qui ước của cổ phiếu ưu đẳng thường xoay quanh (1) những chọn lựa trong trường hợp công ty sáp nhập với một công ty khác hoặc bán dẹp công ty (merger or liquidation preferences), (2) những hình thức chống làm loãng (anti-dilution protections), giá và chủ phần, và (3) những điều khoản hoàn trả vốn (redemption provisions).

Trong trường hợp công ty phát hành sáp nhập với một công ty khác hoặc bán dẹp công ty, với quyền ưu tiên, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng sẽ nhận được tiền bồi hoàn (get their money back upon the liquidation), có thể kèm với lợi nhuận ở một mức đã giao ước, trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng. Và những chọn lựa cho trường hợp công ty phát hành cổ phiếu ưu đẳng sáp nhập với một công ty khác hoặc bán dẹp công ty nằm dưới 2 dạng: khả dự (participating) hoặc không khả dự (non-participating).

Dưới dạng khả dự, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng sẽ nhận được tiền bồi hoàn (get their money back upon the liquidation) trước tiên. Sau đó phần còn lại của số thu do

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

bán công ty (the balance of the proceed) được đem chia đều cho tổng số cổ phần của cả hai loại cổ phiếu, tức là số cổ phần của cổ phiếu ưu đẳng cộng với số cổ phần của cổ phiếu thường đẳng. Có nghĩa là, ngoài việc lấy lại vốn, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng còn được tham dự vào chia chác của phần còn lại.

Dưới dạng không khả dự, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng sẽ nhận được tiền bồi hoàn trước tiên. Sau đó phần còn lại của số thu do bán công ty (the balance of the proceed) được chuyển giao cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng. Cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng không được tham dự chia chác thêm phần còn lại này.

Dưới dạng không khả dự nhưng khả hoán, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng có quyền hoán đổi cổ phần của cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phần của cổ phiếu thường đẳng và theo đó nhận phần chia chác theo tỉ lệ của số cổ phần mình đang có.

Những điều khoản chống làm loãng nằm dưới hai dạng: dựa trên giá (price-based) hoặc không dựa trên giá (non-priced based). Điều khoản chống làm loãng dựa trên giá (price-based anti-dilution provisions) có ít nhất là 3 phương pháp: phương pháp bình quân hữu cân trải rộng (broad-based weighted average), phương pháp bình quân hữu cân thu hẹp (narrow-based weighted average), và phương pháp khoá siết (ratchet).

Chống làm loãng theo phương pháp bình quân hữu cân (weighted average protection) có ý nói đến một công thức để chiết tính số lượng bồi thường nếu như công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn so với giá đã bán ra trong đợt tài trợ trước đó. Phương pháp bình quân hữu cân làm giảm chủ quyền của những nguyên chủ và công nhân viên (founders and employees) ít nhất, so với những phương pháp khác, vì nó “cân” số lượng cổ phần bán ra ở giá thấp hơn để chiết tính.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Bình quân hữu cân còn có ý nói đến một công thức để chiết tính điều chỉnh tỉ lệ hoán đổi (refers to a formula adjusting the conversion ratio), từ cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phiếu thường đẳng. Bình quân hữu cân gọi là “mở rộng” hay “thu hẹp” tùy thuộc vào công thức lấy số cổ phần của cả hai để tính hay chỉ lấy số cổ phần của cổ phiếu ưu đẳng mà thôi. Nếu chỉ lấy số cổ phần của cổ phiếu ưu đẳng để tính thì nó được gọi là bình quân hữu cân thu hẹp.

Chống làm loãng với phương pháp khoá siết (ratchet anti-dilution) có nghĩa là trong đợt huy động vốn kế tiếp nếu như công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn so với giá đã bán ra trong những đợt huy động vốn trước đó, tất cả cổ phiếu bán ra trong đợt huy động vốn trước sẽ được định giá lại cho ngang với giá trong đợt tài trợ sau (earlier rounds of financings are repriced to the lower price of the later round). Đây là phương pháp nặng tay nhất trong số những phương pháp chống làm loãng và ít khi được sử dụng cho những công ty thuộc kỹ thuật cao.

Một số người đầu tư muốn cổ phiếu thường đẳng có kèm theo điều khoản hoàn trả vốn để có phương tiện “get money back” trong trường hợp công ty chưa “gone public” nhưng vẫn có lợi thu. Hiện nay tương đối ít có cổ phiếu ưu đẳng kèm theo điều khoản hoàn trả vốn vì giới đầu tư nhận ra rằng nó không có lợi cho họ vì những ngân hàng có khuynh hướng “treat” những cổ phiếu ưu đẳng có kèm điều khoản hoàn trả vốn như là nợ (as debt), làm phức tạp thêm những liên hệ trong vay mượn.

Có một số điều khoản có thể điều đình được thí dụ như điều khoản đề cử đại diện nằm trong hội đồng giám đốc (board representation), bảo hiểm sinh mạng cho những nguyên chủ (insurance on the lives of the founders), quyền đăng ký (registration rights), vân vân.

Định Danh

Cổ phiếu được định danh “ưu đẳng” là vì nó được quyền ưu tiên trong việc phân phối lợi thu doanh thương của công ty và quyền ưu tiên trong việc phân phối tài sản của công ty nếu công ty sáp nhập với một công ty khác hoặc bán phá sản, so sánh với cổ phiếu thường đẳng.

Lợi nhuận của cổ phiếu ưu đẳng có tên là lợi nhuận thường kỳ. Thường kỳ là vì nó được phân phối đều đều nhưng có thể dèi khát so sánh với lợi nhuận vô kỳ, không hứa hẹn sẽ có, của cổ phiếu thường đẳng và lợi nhuận định kỳ, đều và không thể dèi khát, của trái phiếu.

Giải thích một cách khác, lợi thu doanh thương của công ty phân phối tới tay cổ chủ cổ phiếu thường đẳng được gọi là lợi nhuận vô kỳ (common stock's dividends). Được định danh là vô kỳ vì công ty được toàn quyền chủ động quyết định phân phối hay không phân phối. Lợi thu doanh thương của công ty phân phối tới tay cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng được gọi là lợi nhuận thường kỳ (preferred stock's dividends). Được định danh là thường kỳ vì công ty phải chi trả theo lịch trình như đã giao ước nhưng có thể dèi khát được. Còn lãi nhuận của trái phiếu được gọi là lợi nhuận định kỳ (interest). Được định danh là định kỳ vì lãi nhuận phải được chi trả theo “đúng” lịch trình.

Đặc Điểm

Cũng giống như cổ phiếu thường đẳng (common stocks), cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks) được xếp vào loại công cụ hùn vốn (equity instrument). Tuy nhiên những đặc tính căn bản của cổ phiếu ưu đẳng có phần khác biệt so với những đặc tính căn bản của cổ phiếu thường

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

đăng. Có thể nói một số đặc tính của cổ phiếu ưu đăng gần với đặc tính của trái phiếu hơn là cổ phiếu thường đăng.

Quyền Bầu Cử

Trong số những điểm dị biệt giữa cổ phiếu thường đăng và cổ phiếu ưu đăng một điều nổi bật nhất là cổ phiếu ưu đăng không cho cổ chủ quyền bầu cử, ngoại trừ trường hợp công ty phát hành cam kết ngược lại. Do đó, cổ chủ cổ phiếu ưu đăng sẽ không được quyền tham dự vào những quyết định nội bộ của công ty như là cổ chủ cổ phiếu thường đăng dầu là cổ phiếu ưu đăng cũng đại diện cho chủ quyền trong công ty như là cổ phiếu thường đăng.

Đặc điểm này có thể là một lý do để giải thích tại sao một công ty chọn công cụ cổ phiếu ưu đăng thay vì chọn công cụ cổ phiếu thường đăng để huy động vốn cho công ty.

Thông thường cổ phiếu ưu đăng có thể cho quyền bầu cử rất giới hạn nằm trong một số hoàn cảnh đặc biệt như sau: (1) công ty phát hành muốn nhập với một công ty khác (merger); (2) công ty phát hành muốn bán dẹp; hoặc (3) công ty muốn phát hành trái phiếu mới hoặc cổ phiếu ưu đăng mới (issue new bonds or preferred stock).

Lợi Nhuận

Thường Kỳ, LNTK

Cổ phiếu ưu đăng cho lợi nhuận ở một mức cố định và được phân phối thường kỳ. Nếu vì một lý do nào đó công ty phát hành cổ phiếu ưu đăng không thể phân

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

phối lợi nhuận như đã cam kết, số lợi nhuận thường kỳ sẽ tiếp tục tích lũy (dividend arrears) để chờ công ty trang trả khi có điều kiện.

Công ty phát hành không thể phân phối lợi thu doanh thương cho cổ phiếu thường đăng, còn gọi là lợi nhuận vô kỳ, trước khi trang trả xong cho cổ phiếu ưu đăng số lợi nhuận thường kỳ tích lũy (dividends in arrears). Nói một cách khác, cổ phiếu ưu đăng được ưu tiên hơn cổ phiếu thường đăng trong quyền chia lợi thu doanh thương của công ty.

Lợi nhuận thường kỳ của một cổ phiếu ưu đăng được tính theo phần trăm một năm trên mệnh giá của cổ phiếu ưu đăng đó, hay là:

$$\text{LNTK}_{1C} = \text{LNTK}\% \times \text{MG}_{\text{CPUĐ}} \quad \{3-1\}$$

LNTK_{1C} = Lợi nhuận thường kỳ 1 cổ phần, \$

$\text{LNTK}\%$ = Mức lợi nhuận thường kỳ, %

$\text{MG}_{\text{CPUĐ}}$ = Mệnh giá của CPUĐ, \$

Như vậy nếu mức lợi nhuận thường kỳ, $\text{LNTK}\%$, là 10% cho một năm và mệnh giá của cổ phiếu ưu đăng, $\text{MG}_{\text{CPUĐ}}$, là 50 USD thì lợi nhuận thường kỳ một cổ phần, LNTK_{1C} , sẽ là 5 USD cho một năm hay là 0.10×50 USD.

Công ty phát hành sẽ tiếp tục trả lợi nhuận thường kỳ cho đến khi cổ phiếu ưu đăng được thu hồi hay hủy bỏ,

Mức lợi nhuận thường kỳ, $\text{LNTK}\%$, của một cổ phiếu ưu đăng thường là cố định (fixed rate) trong khi giá thị trường của cổ phiếu ưu đăng, GTT, liên tục điều chỉnh theo lãi suất hiện hành trên thị trường (market interest rate).

Trong những năm gần đây một số công ty cho

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phát hành cổ phiếu ưu đãi với mức lợi nhuận thường kỳ điều chỉnh theo lãi suất thị trường.

Mệnh Giá, $MG_{CƯĐ}$

Giống như trái phiếu, mỗi cổ phiếu ưu đãi đều có một mệnh giá. Mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi (preferred stock's par value) là giá trị cố định của cổ phiếu đó và nó được dùng để tính lợi nhuận thường kỳ. Mệnh giá của một cổ phiếu ưu đãi thường là 100, 75, 50 hoặc 25 USD một cổ phần.

Thông thường cổ phiếu ưu đãi được phát hành và bán ra với giá ngang với mệnh giá.

Mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi cũng đại diện cho số tiền cao nhất có thể nhận được từ công ty, trong trường hợp công ty bán phá sản.

Không giống như giá trị phiếu bản của cổ phiếu thường (common stock's par value), mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi rất quan trọng vì lợi nhuận thường kỳ của một cổ phiếu ưu đãi được tính trên phần trăm của mệnh giá.

Giá Thị Trường, G_{TT}

Giống như trái phiếu, giá thị trường của cổ phiếu ưu đãi tùy thuộc vào lãi suất hiện hành trên thị trường. Nếu lãi suất hiện hành trên thị trường có xu hướng gia tăng, giới đầu tư có xu hướng chuyển vốn từ cổ phiếu ưu đãi qua trái phiếu ngắn hạn và vì vậy giá thị trường của cổ phiếu ưu đãi sẽ bị giảm xuống. Ngược lại nếu lãi suất hiện hành trên thị trường có xu hướng đi xuống, giới đầu tư có xu hướng chuyển vốn từ trái phiếu ngắn hạn qua cổ phiếu ưu đãi và vì vậy giá thị

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

trường của cổ phiếu ưu đẳng sẽ tăng lên. Như vậy có thể nói là cổ phiếu ưu đẳng cạnh tranh trực tiếp với trái phiếu ngắn hạn.

Một yếu tố khác ảnh hưởng đến giá thị trường của cổ phiếu ưu đẳng là số lợi nhuận thường kỳ tích lũy (preferred stock's dividend in arrears) mà công ty phát hành chưa trang trải. Số tích lũy càng lớn thì giá thị trường của cổ phiếu đó càng sút giảm.

Một yếu tố khác nữa ảnh hưởng đến giá thị trường của cổ phiếu là, giống như những trái phiếu, trình độ khả tín của công ty phát hành cổ phiếu ưu đẳng được đánh giá và cổ phiếu ưu đẳng của những công ty này theo đó được xếp hạng khả tín bởi những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư như Standard & Poors, Moody's Investors Service, Fitch's Investors Service hoặc Duff & Phelps.

Thể Loại

Cổ phiếu ưu đẳng được phân loại dựa trên những đặc tính của chúng. Đại khái là có 5 loại cổ phiếu ưu đẳng: cổ phiếu ưu đẳng khả chính, cổ phiếu ưu đẳng khả thu, cổ phiếu ưu đẳng không tích lũy, cổ phiếu ưu đẳng khả hoán, và cổ phiếu ưu đẳng khả dự.

CPUĐ Khả Chính

Thông thường thì mức lợi nhuận thường kỳ, LNTK%, của cổ phiếu ưu đẳng không thay đổi. Tuy nhiên, có những cổ phiếu ưu đẳng cho điều chỉnh lợi nhuận thường kỳ theo lãi suất ngắn hạn (90-day T-bill rate) của thị trường và sự điều chỉnh này sẽ theo một công thức và thời điểm định trước. Loại này được gọi là cổ phiếu thường đẳng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

khả chỉnh (adjustable rate preferred stock).

Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với lợi nhuận ở một mức theo cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng.

Cổ phiếu ưu đẳng khả chỉnh rất là thịnh hành tại Hoa Kỳ trong thập niên 1980s. Phía công ty lẫn phía đầu tư đều chuộng đặc điểm này vì nó giúp giới hạn hiểm họa lãi suất.

CPUĐ Khả Thu

Cổ phiếu ưu đẳng có đính kèm quyền thu hồi (call provision or redeemable provision) được định danh là cổ phiếu ưu đẳng khả thu (callable preferred stock or redeemable preferred stock). Quyền này cho phép công ty tự do thu hồi và hủy bỏ cổ phiếu ưu đẳng do chính công ty phát hành ở một giá thu hồi đã được định trước (call price) kể từ sau ngày có hiệu lực cũng đã được định trước (after a stated date).

Lý do công ty muốn có quyền thu hồi là để phòng bị khi lãi suất hiện hành trên thị trường xuống tới mức quá thấp so với mức lợi nhuận thường kỳ cao hơn của cổ phiếu đó, công ty có thể huy động vốn mới để tái tài trợ cho chính nó ở một mức rẻ hơn. Quyền thu hồi có lợi cho công ty phát hành cổ phiếu ưu đẳng nhưng không có lợi cho phía đầu tư.

Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với một số lợi nhuận theo cam kết trước khi số thu (the proceed) được

chuyển giao qua cho cổ chủ của cổ phiếu thường đăng.

CPUĐ Không Tích Lũy

Cổ phiếu ưu đẳng có đính kèm điều khoản không tích lũy lợi nhuận thường kỳ được gọi là cổ phiếu ưu đẳng không tích lũy (non-cummulative preferred stock).

Với điều khoản không tích lũy công ty phát hành được quyền không chi trả lợi nhuận thường kỳ cho cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng, và cũng không đòi hỏi, nếu công ty không đủ khả năng.

Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với một số lợi nhuận theo cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cho cổ chủ của cổ phiếu thường đăng.

Cổ phiếu ưu đẳng loại này không được ưa chuộng vì không có lợi cho phía đầu tư.

CPUĐ Khả Hoán

Cổ phiếu ưu đẳng cho quyền hoán đổi, từ cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phiếu thường đăng, được gọi là cổ phiếu ưu đẳng khả hoán (convertible preferred stock). Loại cổ phiếu này thường được sử dụng bởi những nhà tài trợ vốn phát triển cho những công ty nhiều triển vọng (venture capitalists).

Với quyền này cổ chủ có thể đem cổ phần cổ phiếu ưu đẳng để đổi lấy cổ phần cổ phiếu thường đăng của công ty theo một công thức đã định trước lúc phát hành cổ phiếu ưu đẳng khả hoán.

Công thức dùng để tính tỉ lệ hoán đổi cổ phần cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phần cổ phiếu thường đăng còn là

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

một động cơ điều chỉnh (adjusting mechanism) trong cái gọi là “điều khoản chống làm loãng” (anti-dilution provision). Tùy vào bản chất và cách tính, điều khoản này có thể rất là quan trọng đối với cổ chủ cổ phiếu thường đẳng. Điều khoản chống làm loãng bảo vệ cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng càng nhiều thì chủ quyền của cổ phiếu thường đẳng càng bị loãng (the more protected the holder of convertible preferred stock is from dilution the more dilution the common stockholder are likely to suffer).

Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm một số lợi nhuận theo như cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng.

Có một số cổ phiếu ưu đẳng khả hoán cho cổ chủ quyền yêu cầu công ty phát hành phải thu hồi cổ phiếu sau một thời hạn định trước với một số lợi nhuận tương đối. Và có một số cổ phiếu ưu đẳng khả hoán cho công ty quyền cưỡng bách hoán đổi (entitles the company to force to redemption or conversion) sau một thời hạn định trước, thường là sau vài năm.

Thông thường cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng khả hoán cũng có được quyền bầu cử hội đồng giám đốc (board of directors) và quyền biểu quyết một số vấn đề quan trọng, rất giới hạn và được định trước (predefined “important decisions”), của công ty như là phát hành thêm cổ phần mới (issuance of new shares), bán hoặc sáp nhập công ty, phát hành cổ phiếu mới (creation of the new stock), hoặc thay đổi nghiệp vụ nòng cốt (core business’s activities).

CPUĐ Khả Dự

Cổ phiếu ưu đẳng khả dự (participating preferred stock)

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thực ra là cổ phiếu ưu đẳng khả hoán có thêm quyền tham dự vào chia chác lợi thu doanh thương vượt ngoài lợi nhuận thường kỳ cố hữu và chia chác tài sản của công ty trong trường hợp sáp nhập hoặc bán phá sản.

Cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng khả dự được quyền hưởng thêm lợi nhuận, tức là lợi nhuận phụ trội vượt ngoài lợi nhuận thường kỳ (extra dividends over nominal ones). Có phân phối lợi nhuận phụ trội hay không là quyền quyết định của hội đồng giám đốc của công ty phát hành cổ phiếu ưu đẳng đó.

Trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trước tiên cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với một số lợi nhuận theo cam kết. Sau đó sẽ nhận thêm phần chia chác theo tỉ lệ cổ phần từ số thu còn lại (the balance of the proceed) sau khi bán công ty và chi trả xong tiền bồi hoàn cho cổ phiếu ưu đẳng.

Vì loại cổ phiếu ưu đẳng này cho nhiều quyền, nhất là quyền tham dự chia chác, nên công ty phát hành chỉ đồng ý bán ra nếu được giá (receive a meaningful price) hoặc để đổi lấy một điều kiện nào đó có lợi cho công ty (receive other concession in return). Thêm vào đó, nếu có thể, thành phần lãnh đạo của công ty sẽ điều đình với người đầu tư điều khoản “kết thúc hiệu lực” (sunset provision) để làm cho một số đặc quyền không còn hiệu lực sau một thời hạn nào đó.

Nhiều công ty sử dụng cổ phiếu ưu đẳng khả dự như là những viên thuốc độc (poison pills) để phòng chống bị đánh chiếm công ty (unwanted takeover). Trong trường hợp này, công ty chỉ phân phối cổ phiếu ưu đẳng khả dự cho những cổ chủ cổ phiếu thường đẳng hiện hữu (current common stock shareholders) và cho họ quyền được mua cổ phần ở một giá thật rẻ nếu công ty bị đánh chiếm. Thí dụ như trường hợp công ty Hartz Mountain

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

cho giá mua đoạt (made a hostile bid) công ty Pet Products vào tháng giêng năm 1995. Để chống lại công ty Hartz Mountain, thành phần lãnh đạo của công ty Pet Products cho phát hành quyền được mua cổ phiếu ưu đãi khả dự với một giá rẻ và chỉ dành đặc quyền này cho những cổ chủ cổ phiếu thường đăng hiện hữu (issued participating preferred rights to existing common shareholders). Quyền này được sắp xếp là sẽ tự động có hiệu lực (structured to kick-in) nếu bất kỳ một nhóm nào đó mua 20 phần trăm, hoặc nhiều hơn, cổ phần cổ phiếu thường đăng của Pet Products mà không được sự đồng ý trước của thành phần lãnh đạo của công ty này.

Dẫn Giải 3-1

Giả dụ như nhóm đầu tư ABC mua 1 triệu cổ phần cổ phiếu ưu đãi của công ty XYZ với giá tổng cộng là 25 triệu USD và ban lãnh đạo của công ty XYZ làm chủ 4 triệu cổ phần cổ phiếu thường đăng của công ty này. Câu hỏi: so sánh cách chia thác tái sản theo “khả hoán khả dự” với “khả hoán không khả dự” (1) nếu như công ty XYZ được bán đi với giá 30 triệu USD và (2) nếu số tiền bán công ty lên đến 100 triệu USD.

Giải Đáp:

	Khả Hoán Không Khả Dự	Khả Hoán Khả Dự
CPƯĐ, Giá Mua	\$25,000,000	\$25,000,000
CPƯĐ, Cổ Phần	1,000,000	1,000,000
CPTĐ, Cổ Phần	4,000,000	4,000,000
Tổng Lượng Cổ Phần	5,000,000	5,000,000

1. Nếu XYZ bán được 30 triệu USD:

ABC Chia Được	\$6,000,000 (a)	\$26,000,000 (m)
XYZ Chia Được	\$24,000,000 (b)	\$4,000,000 (n)

2. Nếu XYZ bán được 100 triệu USD:

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

ABC Chia Được	\$20,000,000 (c)	\$40,000,000 (o)
XYZ Chia Được	\$80,000,000 (d)	\$60,000,000 (p)

Chú Thích:

$$(a) = \$30,000,000 \times (1,000,000\text{CP}/5,000,000\text{CP}) \\ = \$6,000,000$$

$$(b) = \$30,000,000 \times (4,000,000\text{CP}/5,000,000\text{CP}) \\ = \$24,000,000$$

$$(c) = \$100,000,000 \times (1,000,000\text{CP}/5,000,000\text{CP}) \\ = \$20,000,000$$

$$(d) = \$100,000,000 \times (4,000,000\text{CP}/5,000,000\text{CP}) \\ = \$80,000,000$$

$$(m) = (\$30,000,000 - \$25,000,000) \times (1,000,000\text{CP}/5,000,000\text{CP}) \\ + \$25,000,000 \\ = \$26,000,000$$

$$(n) = \$30,000,000 - (m) = \$30,000,000 - \$26,000,000 \\ = \$4,000,000$$

$$(o) = (\$100,000,000 - \$25,000,000) \times (1,000,000\text{CP}/5,000,000\text{CP}) \\ + \$25,000,000 \\ = \$40,000,000$$

$$(p) = \$100,000,000 - (o) = \$100,000,000 - \$40,000,000 \\ = \$60,000,000$$

Dẫn Giải 3-2

Giả dụ như XYZ có 10 ngàn cổ phần cổ phiếu ưu đẳng với mệnh giá (preferred stock's par value) 100 USD một cổ phần và có 2 triệu cổ phần cổ phiếu thường đẳng với giá trị phiếu bản (common stock's par value) 1 USD một cổ phần. Cổ phiếu ưu đẳng thuộc loại khả dự trọn vẹn (fully participating) và có

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mức lợi nhuận thường kỳ là 8% một năm. Câu hỏi: (1) nếu số lợi thu doanh thương công ty dự định phân phối cho năm đương thời (current year dividend) là 390 ngàn USD thì nó sẽ được phân chia như thế nào giữa hai loại cổ phiếu? (2) nếu cổ phiếu ưu đãi thuộc loại khả dự có giới hạn (limited participating) và giới hạn đó là 11% thì nó sẽ được phân chia như thế nào?

Giải Đáp:

Cổ Phiếu Ưu Đãi

LNTK	8% (a)
Mệnh Giá, 1CP	\$100
Mệnh Giá, 10,000CP x \$100/CP	\$1,000,000 (b)

Cổ Phiếu Thường Đãi

GTPB, 1CP	\$1
GTPB, 2,000,000CP x \$1/CP	\$2,000,000 (c)

1. Trường Hợp Khả Dự Trộn Ven

Phân Chia Vòng Đầu

Số LTDT Dự Định Phân Phối	\$390,000 (d)
Phần Của CPUĐ, $a \times b$	\$80,000
Phần Của CPTĐ, $a \times c$	\$160,000
Tổng Cộng Vòng Đầu	\$240,000 (e)

Phân Chia Vòng Kế

Số LTDT Còn Thừa Lại Sau Vòng Đầu, d-e	\$150,000 (f)
Phần Của CPUĐ, $[b/(b+c)] \times f$	\$50,000
Phần Của CPTĐ, $[c/(b+c)] \times f$	\$100,000
Tổng Cộng Vòng Kế	\$150,000 (g)
Còn Thừa Lại Sau Vòng Kế, f-g	\$0

Tóm Lược Số Lượng Phân Chia

CPUĐ, \$80,000 + \$50,000	\$130,000
CPTĐ, \$160,000 + \$100,000	\$260,000

Phần của cổ phiếu ưu đãi tổng cộng là 130 ngàn USD và của cổ phiếu thường đãi là 260 ngàn USD. Cũng có thể dùng một

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

phương pháp khác tương đối đơn giản hơn để chiết tính.

1b. Trường Hợp Khả Dự Trọn Vẹn, Cách Tính Thứ Hai:

Mức Phân Phối Tổng Hợp, $d/(b+c)]*100\%$	13% (g)
So Sánh, (g) với (a)	13% > 8%
CPƯĐ, b x g	\$130,000
CPTĐ, c x g	\$260,000

Vì mức phân phối tổng hợp cao hơn 8% lợi nhuận thường kỳ của cổ phiếu ưu đẳng và vì cổ phiếu ưu đẳng thuộc loại khả dự trọn vẹn cho nên 13% sử dụng được cho cả hai để chiết tính. Phần của cổ phiếu ưu đẳng là 130 ngàn USD và phần của cổ phiếu thường đẳng là 260 ngàn USD.

2. Trường Hợp Khả Dự Giới Hạn, 11%

Mức Phân Phối Tổng Hợp, $d/(b+c)]*100\%$	13% (g)
Giới Hạn, Lợi Nhuận Khả Dự	11% (h)
So Sánh, (g) với (h)	11% < 13%
CPƯĐ, b x h	\$110,000 (i)
CPTĐ, d-i	\$280,000

Vì mức phân phối tổng hợp cao hơn giới hạn 11% cho nên giới hạn 11% được dùng để chiết tính cho cổ phiếu ưu đẳng. Phần của cổ phiếu ưu đẳng là 110 ngàn USD và phần còn lại, 280 ngàn USD, thuộc về cổ phiếu thường đẳng.

Cũng cần nói thêm là nếu như tổng lượng phân phối "X" có cả số lượng lợi nhuận thường kỳ tích lũy trong đó thì số lượng phân phối cho năm đương thời (current year dividend) được chiết tính bằng cách lấy tổng lượng phân phối "X" trừ cho số lượng lợi nhuận thường kỳ tích lũy.

Chú Thích:

- LNTK = Lợi nhuận thường kỳ
- CPƯĐ = Cổ phiếu ưu đẳng
- CPTĐ = Cổ phiếu thường đẳng
- GTPB = Giá trị phiếu bản
- LTDT = Lợi thu doanh thương

Điều Khoản Chống Làm Loãng

Điều khoản chống làm loãng là một giao ước trong đó cam kết là công ty sẽ đưa thêm một số cổ phần, không lấy thêm tiền, cho cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản nếu như về sau công ty bán ra cổ phiếu đó ở một giá thấp hơn. Giới đầu tư muốn có những điều khoản này để bảo vệ họ chống lại hậu quả bị làm loãng (dillutive effect) do công ty bán ra cổ phiếu trong tương lai ở một giá thấp hơn giá họ đã mua vào. Vì những điều khoản chống làm loãng đưa đến kết quả là người đầu tư sẽ nhận thêm cổ phần không tính tiền (free shares of stock), nếu công ty bán ra cổ phiếu với giá thấp hơn trong những đợt tài trợ trong tương lai, phần trăm chủ quyền của những cổ chủ không được bảo vệ (unprotected shareholders) sẽ bị giảm thiểu với một tỉ lệ cao hơn (disproportionately reduced). Trong số những cổ chủ không được bảo vệ có những nguyên chủ và thành phần lãnh đạo công ty (founders and management).

Bảo vệ chống làm loãng (antidillution protection) có thể nằm dưới hình thức trong những giao ước tài trợ (financing agreements), trong hàm phiếu độc chế (option) hoặc hàm phiếu quyền (warrant), trong giao ước đặc quyền của người đầu tư (investors rights agreement), trong giao ước của cổ chủ (share holder's agreement), hoặc trong những giao ước khác giữa người đầu tư và công ty.

Một dạng của điều khoản chống làm loãng cam kết là chủ phần, phần trăm chủ quyền (percentage of ownership), của cổ chủ sẽ không bị giảm cho đến khi một sự kiện đã xác định trước xảy ra trong tương lai. Sự kiện đó có thể là đã tới một thời điểm (passage of time),

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

tài trợ thêm một số ngân khoản “X” USD, vân vân. Nếu công ty bán ra cổ phiếu trước khi sự kiện xảy ra cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản sẽ nhận thêm một số cổ phần, không tổn tiền hoặc ở một giá đã được định trước, và số cổ phần đó đủ để duy trì nguyên vẹn chủ phần của cổ chủ.

Một dạng khác của điều khoản chống làm loãng cam kết là nếu như về sau công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn, cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản sẽ nhận thêm một số cổ phần không phải trả tiền.

Một dạng khác nữa của điều khoản chống làm loãng cam kết là cổ chủ được quyền mua thêm một số cổ phần nếu như sau này công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn hoặc bán ra một số lượng cổ phần vượt trên số lượng cho phép trong điều khoản. “Một số cổ phần” ở đây có thể là một số lượng cố định (fixed number of shares) hoặc tính trên phần trăm của số cổ phần đang du hành (percentage of outstanding shares).

Đứng về mặt bảo vệ quyền lợi của nguyên chủ và thành phần lãnh đạo công ty, tất cả điều khoản chống làm loãng phải có một ngày chấm dứt hiệu lực (should stipulate an expiration date). Không nên để cho điều khoản chống làm loãng còn hiệu lực, dưới bất cứ lý do gì hay bất cứ hoàn cảnh nào, lúc mang cổ phiếu của công ty bán ra cho công chúng (public offering) hoặc còn hiệu lực lúc bán công ty hay sáp nhập công ty, vì nó sẽ hạn chế khả năng của công ty để có thể điều đình lấy một giá có lợi cho công ty hoặc để có thể bán cổ phiếu trên thị trường cấp 1 qua kinh công hệ ở một giá có lợi hơn.

Và nếu có thể, điều khoản chống làm loãng nên kèm theo điều khoản ngoại miễn để công ty được phép bán hay tặng cổ phiếu cho nhân viên của mình (for use in an incentive plan) hầu khuyến khích những nhân viên cốt lõi của công ty làm việc tận tụy và trung thành.

Phương Pháp Bình Quân Hữu Cân

Phương pháp bình quân hữu cân (weighted average method) áp dụng trong điều khoản chống làm loãng dùng một công thức để chiết tính hậu quả sau khi bị làm loãng (dilutive effect) do công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn và dùng kết quả chiết tính để bồi thường cho cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản chống làm loãng một số cổ phần và số lượng cổ phần này đủ để bù đắp hậu quả bị làm loãng.

Công thức bình quân hữu cân thông dụng nhất là đem chia tổng lượng đầu tư của đợt tài trợ cũ cộng mới với tổng lượng cổ phần hiện hành sau đợt mới (number of outstanding shares after new investment), để tính giá bình quân. Sau đó đem số lượng đầu tư trong đợt cũ của cổ chủ chia cho giá bình quân rồi đem số thành trừ cho số cổ phần cổ chủ đã mua trong đợt cũ để tính số lượng cổ phần sẽ được bồi thường. Nói một cách khác theo toán học, giá bình quân được tính theo đẳng thức [3-1] như sau:

$$GBQ = \frac{(G_C * TLCP_C) + (G_M * TLCP_M)}{(TLCP_C + TLCP_M)} \quad \{3-1\}$$

GBQ = Giá bình quân

G_C = Giá bán ra trong đợt cũ, \$/CP

TLCP_C = Tổng lượng cổ phần bán ra trong đợt cũ

G_M = Giá bán ra trong đợt mới, \$/CP

TLCP_M = Tổng lượng cổ phần của đợt mới

Và số lượng cổ phần bồi thường được tính theo đẳng thức {3-2} như sau:

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

$$CP_{BT} = (\text{ĐT}_C / G_{BQ}) - (\text{ĐT}_C / G_C) \quad \{3-2\}$$

CP_{BT} = Số cổ phần bồi thường

ĐT_C = Số lượng đầu tư trong đợt cũ của cổ chủ, \$

G_{BQ} = Giá bình quân

G_C = Giá bán ra trong đợt cũ, \$/CP

Phương pháp bình quân hữu cân có lợi cho công ty hơn là phương pháp khoá siết (ratchet method).

Phương Pháp Khoá Siết

Phương pháp khoá siết áp dụng trong điều khoản chống làm loãng là một phương pháp rất “nặng tay” đôi khi những tay đầu tư đặt điều kiện để tài trợ công ty.

Với phương pháp này cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản chống làm loãng sẽ được bồi thường một số cổ phần mà không phải trả thêm tiền nếu sau này công ty bán ra cổ phiếu với giá thấp hơn. Và số lượng cổ phần sẽ đủ để làm cho giá mua trung bình tính trên một cổ phần của cổ chủ (investor's average cost per share) xuống ngang với giá bán ra sau này. Nói một cách khác, số lượng cổ phần bồi thường được tính bằng đẳng thức {3-3} như sau:

$$CP_{BT} = ((C_{PC} * G_C) / G_M) - C_{PC} \quad [3-3]$$

CP_{BT} = Số lượng cổ phần bồi thường

C_{PC} = Số lượng cổ phần cũ của cổ chủ

G_C = Giá bán ra trong đợt cũ, \$/CP

G_M = Giá bán ra trong đợt mới, \$/CP

Phương pháp khoá siết được coi là “nặng tay” vì

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nó không cần quan tâm đến số lượng cổ phần bán ra sau này, và vì nó không “cân” theo số lượng nên kết quả có thể sẽ rất “ngoạn mục” và có thể làm thay đổi cấu trúc chủ quyền của công ty.

Phương pháp khoá siết có thể được buộc vào giá hoán đổi (are tied to conversion prices), như là của cổ phiếu ưu đãi khả hoán. Trong trường hợp này cổ chủ sẽ nhận số cổ phần bồi thường vào lúc hoán đổi. Phương pháp khoá siết cũng có thể được buộc vào hàm phiếu độc chế (options) hoặc hàm phiếu quyền (warrants). Trong trường hợp này cổ chủ sẽ nhận số cổ phần bồi thường vào lúc thực hiện quyền của mình.

Dẫn Giải 3-3

Giả dụ như nhóm tài trợ đầu tư, có tên ABC, mua 300 ngàn cổ phần của công ty XYZ với giá 2 USD một cổ phần trong đợt huy động vốn đầu của công ty. Nguyên chủ và thành phần lãnh đạo của công ty XYZ, gọi tắt là XYZ, làm chủ 700 ngàn cổ phần. Sau đó công ty XYZ bán ra 200 ngàn cổ phần cho nhóm DEF trong đợt huy động vốn kế tiếp. Câu hỏi: (1) tính số lượng cổ phần bồi thường (a) theo phương pháp khoá siết và (b) theo phương pháp bình quân hữu cân. (2) so sánh kết quả của hai phương pháp trên.

Giải Đáp:

ABC, Giá 1CP, Giá Cũ	\$2 (a)	
ABC, Số CP Cũ		300,000 (b)
Số Lượng Đầu Tư Cũ, axb	\$600,000	
XYZ, Số CP Cũ		700,000 (c)
Tổng Lượng Cổ Phần Cũ, b+c		1,000,000
DEF, Giá 1CP, Giá Mới	\$1 (d)	
DEF, Số Cổ Phần Mới		200,000 (e)
Số Lượng Đầu Tư, dxe	\$200,000	

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

1a. Tính Số Lượng Cổ Phần Bồi Thường, Phương Pháp Khoá Siết:

$$\begin{aligned}CP_{BT} &= ((CP_C * G_C) / G_M) - CP_C \\ &= ((300,000 * \$2) / \$1) - 300,000 \\ &= 300,000 \text{ CP}\end{aligned}$$

Với phương pháp khoá siết, nhóm đầu tư ABC sẽ nhận thêm 300 ngàn cổ phần mới và theo đó giá mua bình quân một cổ phần của ABC sẽ xuống tới 1 USD ngang với giá bán ra cho DEF.

1b. Tính Số Lượng Cổ Phần Bồi Thường, Phương Pháp Bình Quân Hữu Cân:

$$\begin{aligned}GP_{BQ} &= ((G_C * TLCP_C) + (G_M * TLCP_M)) / (TLCP_C + TLCP_M) \\ &= ((\$2 * 1,000,000) + (\$1 * 200,000)) / (1,000,000 + 200,000) \\ &= \$1.833\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}CP_{BT} &= (ĐT_C / GP_{BQ}) - (ĐT_C / G_C) \\ &= (\$600,000 / 1.833) - (\$600,000 / \$2) \\ &= 327,332 - 300,000 \\ &= 27,332 \text{ CP}\end{aligned}$$

Với phương pháp bình quân hữu cân, giá bình quân một cổ phần là 1.833 USD và số cổ phần bồi thường cho ABC là 27,332.

2. So Sánh Kết Quả Của Hai Phương Pháp:

	Bình Quân Hữu Cân	Khoá Siết
ABC, Số CP Mua	300,000	300,000
ABC, Số CP Bồi Thường	27,332	300,000
ABC, Tổng Lượng CP	327,332	600,000
DEF, Tổng Lượng CP	200,000	200,000
XYZ, Tổng Lượng CP	700,000	700,000
Tổng Lượng CP Hiện Hành	1,227,332	1,500,000
ABC, Giá Bình Quân 1CP	\$1.833	\$1.00
ABC, % Chủ Quyền	26.67%	40.00%
DEF, % Chủ Quyền	16.30%	13.33%
XYZ, % Chủ Quyền	57.03%	46.67%

Loãng Giá

Loãng giá (value dilution) là một khái niệm kế toán nói về khoản sai biệt “X” giữa giá mua cổ phiếu của công ty với giá trị chủ bản của công ty ngay sau khi hoàn tất giao hoán. Nếu như người đầu tư chi trả với một giá cao hơn giá trị chủ bản cho những cổ phần của mình, thuật ngữ chuyên môn nói là “người đầu tư bị tình trạng loãng giá X USD một cổ phần” (investor suffers X USD per share value dilution).

Giả dụ như công ty XYZ có giá trị chủ bản tổng cộng là 100 ngàn USD với 50 ngàn cổ phần đang du hành (outstanding shares). Bà Q mua 10 ngàn cổ phần của công ty XYZ với giá 10 USD một cổ phần hay là 100 ngàn USD đầu tư. Ngay sau khi giao hoán, tổng giá trị chủ bản của công ty tăng lên đến 200 ngàn USD, hay là 100 ngàn USD lúc đầu + 100 ngàn USD đầu tư của bà Q, và tổng lượng cổ phần hiện hành lên đến 60 ngàn, hay là 50 ngàn cổ phần lúc đầu + 10 ngàn cổ phần của bà Q. Theo đó giá trị chủ bản một cổ phần sau khi giao hoán là 3.33 USD, hay là 200 ngàn USD chia cho 60 ngàn cổ phần. Như vậy bà Q bị tình trạng loãng giá 6.67 USD một cổ phần, hay là 10 USD - 3.33 USD.

Những tay tài trợ vốn phát triển cho những công ty có nhiều triển vọng (venture capital investors) biết rõ bị tình trạng loãng giá là điều gần như không tránh khỏi. Đồng thời họ cũng biết rõ chỉ số giá trị chủ bản chỉ là một phương pháp tương đối để định giá trị của một công ty. Đối với họ điều quan trọng hơn là giá trị thị trường (fair market value) và triển vọng thành công của một công ty.

Loãng Chủ Phần

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Loãng chủ phần (percentage ownership dilution) xảy cho cổ chủ hiện hữu (existing shareholders) khi công ty bán ra thêm cổ phần cho những cổ chủ mới (new shareholders). Nó là kết quả của sự gia tăng tổng lượng cổ phần hiện hành do công ty bán ra một số cổ phần mới. Sự gia tăng này làm giảm phần trăm chủ quyền trên mỗi cổ phần. Theo đó chủ phần trong công ty của những cổ chủ hiện hữu, nếu không mua thêm cổ phần mới, sẽ ít hơn.

Giả dụ như nguyên chủ XYZ làm chủ 50 ngàn cổ phần của công ty XYZ tức là có 100% chủ phần trong công ty này. Sau đó, công ty bán ra 50 ngàn cổ phần mới cho những người đầu tư. Theo đó chủ phần của nguyên chủ XYZ chỉ còn lại 50% hay là 50 ngàn cổ phần của nguyên chủ chia cho 100 ngàn cổ phần hiện hành. Như vậy, chủ phần của nguyên chủ bị làm loãng. Hay nói một cách khác, phần trăm chủ quyền trong công ty của nguyên chủ bị làm loãng.

Loãng chủ phần là điều không thể tránh khỏi trong nỗ lực huy động vốn từ bên ngoài công ty qua công cụ hùn hạp. Và có không ít nguyên chủ của những công ty cố gắng duy trì đa số chủ phần trong công ty trước khi mang công ty của họ ra công chúng. Tuy vậy sự thật vẫn là: 10% chủ phần trong công ty trị giá 50 triệu USD nhiều hơn 100% chủ phần trong công ty chỉ trị giá 500 ngàn. Do đó yếu tố quan trọng hơn trong vấn đề chủ phần bị làm loãng là có bao nhiêu tiền chạy vào công ty và vào túi của nguyên chủ sau khi bán cổ phần ra công chúng.

Mua Bán

Cổ phiếu ưu đẳng được mua bán trên thị trường như là cổ phiếu thường đẳng. Những công ty phát hành cổ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phiếu ưu đãi thường phát hành nhiều đợt (series) và dùng chữ A, B, C, vân vân đặt cho mỗi đợt để phân biệt.

Cổ phiếu ưu đãi luôn luôn được yết giá chung với cổ phiếu thường đãi. Trong bảng yết giá đăng trên nhật báo, ký hiệu “pf” đứng cạnh tên của công ty được dùng để chỉ cổ phiếu ưu đãi. Với bảng yết giá (ticker) trên máy điện toán, như bảng yết giá của Yahoo, ký hiệu “P” đứng cạnh tên của công ty với một gạch nối đứng giữa được dùng để chỉ cổ phiếu ưu đãi. Thí dụ như XYZ_P để chỉ cổ phiếu ưu đãi của công ty XYZ. Và với bảng yết giá trên TV, như bảng yết giá của đài CNBC, ký hiệu “PR” đứng (vertical PR) nằm ngay sau tên của công ty là để chỉ cổ phiếu ưu đãi.

Giới đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi đa số là những công ty. Lý do là vì tới 80% của lợi nhuận thường kỳ phân phối tới tay công ty được miễn thuế, IRS gọi nó là “dividend received deduction.”

Cổ phiếu ưu đãi thường được sử dụng trong những vụ sáp nhập công ty (mergers) hoặc mua công ty (acquisitions) bởi vì nó có thể được cấu trúc như là một bảo đảm cho người bán (can be structured as a guaranty to the seller). Nhiều nhất là trường hợp mua những công ty do gia đình làm chủ (family own companies) hoặc những công ty mà chủ phần được bảo vệ chặt chẽ (closely held companies) và cổ phiếu ưu đãi trong những trường hợp này ít khi bán ra cho công chúng (shares are frequently not traded publically).

Tham Khảo

Growth Company Guide 2000@GrowGo.com

Neal R. VanZante, 1996, Simplifying Dividend Distribu-

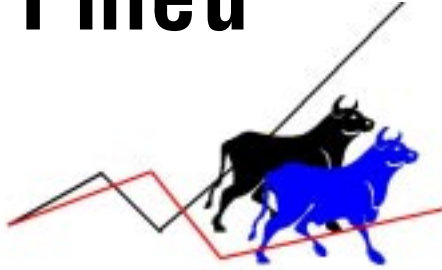
Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

tion Where Participating Preferred Stock Is Present.
South Western College Publishing.

Ameritrade Education Center, 2000, Preferred v/s Com-
mon Stock.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Trái Phiếu



Trái phiếu là giấy mượn nợ do một công ty tư nhân, một chính quyền hoặc một cơ quan được chính quyền bảo trợ phát hành trên một căn bản được thành lập rõ rệt. Căn bản đó là công ty hoặc chính quyền hoặc cơ quan phát hành cam kết sẽ (1) trả một khoản lợi nhuận định kỳ trong suốt thời gian mượn nợ, (2) lợi nhuận định kỳ này có quyền ưu tiên cao hơn lợi nhuận thường kỳ của cổ phiếu ưu đãi và cao hơn lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu thường đãi, và (3) sẽ hoàn trả số nợ ghi trên trái phiếu vào một thời điểm nhất định trong tương lai.

Thời gian từ khi trái phiếu được phát hành cho đến khi trái phiếu mãn hạn được gọi là du kỳ (maturity) và thời điểm phải hoàn trả số nợ theo cam kết được gọi là ngày mãn hạn du kỳ (maturity date).

Mỗi trái phiếu đều có một mệnh giá (par value,

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

face value, denominator). Mệnh giá của một trái phiếu là đơn vị giá ghi trên trái phiếu đó. Trái phiếu của công ty doanh thương thường có mệnh giá 1,000 USD cộng 1,000 USD cho mỗi mức gia tăng trong khi trái phiếu của chính quyền liên bang hoặc của cơ quan được liên bang bảo trợ có mệnh giá 1,000, 5,000, 10,000 USD và cao hơn. Mệnh giá của trái phiếu sẽ không thay đổi. Mệnh giá của trái phiếu cũng chính là số nợ mà công ty hoặc cơ quan phát hành phải trả cho trái phiếu đó vào ngày mãn hạn du kỳ.

Mỗi trái phiếu đều cho lợi nhuận và lợi nhuận được chi trả theo một thời biểu cố định. Vì vậy lợi nhuận của trái phiếu được gọi là lợi nhuận định kỳ (interest), khác với đặc tính “không biết trước, không định trước” của lợi nhuận vô kỳ ở cổ phiếu thường đẳng (common stock dividend) và khác với đặc tính “có thể khất lại” của lợi nhuận thường kỳ ở cổ phiếu ưu đẳng (preferred stock dividend). Thông thường thì lợi nhuận định kỳ được chia làm 2 phần đều nhau và được chi trả ở mỗi 6 tháng một lần (two installments a year). Lợi nhuận định kỳ còn được gọi là lãi nhuận của trái phiếu.

Mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu được tính bằng phần trăm cho một năm trên mệnh giá của trái phiếu và nó còn được gọi là lãi suất của trái phiếu (interest rate), khác với mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu (yield; current yield) và khác với mức lợi nhuận tới cuối du kỳ của trái phiếu (yield-to-maturity).

Giả dụ là công ty ABC phát hành trái phiếu có mệnh giá 1,000 USD với lợi nhuận định kỳ không đổi 9.0% một năm và trái phiếu sẽ mãn hạn du kỳ vào ngày 15 tháng 1 năm 2015. Với giả dụ này công ty ABC cam kết sẽ trả cho trái chủ, tính trên một trái phiếu, 90 USD mỗi năm, hay là $9\% \times 1,000 \text{ USD}$, và sẽ trả liên tục cho đến đầu năm 2015. Số tiền 90 USD sẽ được trả cho trái

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

chủ làm hai lần, mỗi lần là 45 USD, một lần vào giữa năm và một lần vào cuối năm. Đồng thời công ty ABC cam kết sẽ hoàn trả số vốn 1,000 USD, tính trên một trái phiếu, đúng vào ngày 15 tháng 1 năm 2015.

Những Thể Loại Của Trái Phiếu

Trái phiếu có thể được phân đại loại ra làm 5 nhóm. Thứ nhất là những trái phiếu do chính quyền liên bang Hoa Kỳ phát hành (U.S. Government bonds). Thứ hai là những trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương phát hành (municipal bonds; munis). Thứ ba là những trái phiếu do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs bonds). Thứ tư là những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành (corporate bonds). Và, thứ năm là những trái phiếu quốc tế.

Trái Phiếu Của Chính Quyền Liên Bang

Tất cả trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành được gọi chung là trái phiếu của chính quyền liên bang. Những trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành, qua Công Khố Trung Ương, còn được gọi là công trái phiếu.

Trái phiếu của chính quyền liên bang được phân ra và định danh theo chiều dài thời gian du kỳ. Trái phiếu ngắn hạn (treasury bills; T-bills) có du kỳ dài dưới 1 năm. Trái phiếu trung hạn (treasury notes; T-notes) có du kỳ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

dài từ 2 năm cho đến 10 năm. Trái phiếu dài hạn (treasury bonds; T-bonds) có du kỳ dài trên 10 năm cho đến 30 năm.

Trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang được phát hành với 3 du kỳ: 91, 182 và 364 ngày. Trái phiếu có du kỳ 91 ngày và trái phiếu có du kỳ 182 ngày được Công Khố Trung Ương bán đấu giá vào ngày Thứ Hai mỗi tuần. Trái phiếu có du kỳ 364 ngày được bán đấu giá vào ngày Thứ Năm mỗi 4 tuần một lần, hay là 13 lần trong một năm.

Trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang không định trước mức lợi nhuận định kỳ. Thay vào đó lợi nhuận định kỳ sẽ do thị trường quyết định vào lúc cho đấu giá, tức là tùy thuộc vào những người đấu giá cho mức lợi nhuận cao nhất (depending on what highest bidders are willing to pay). Trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang cũng không chi trả lợi nhuận theo định kỳ như những trái phiếu khác. Thay vào đó, tính trên mức lợi nhuận định kỳ do thị trường quyết định, trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang được bán ra với một giá dưới mệnh giá rất xa (deep discount) và là loại trái phiếu duy nhất của chính quyền liên bang bán ra dưới dạng này.

Trái phiếu trung hạn của chính quyền liên bang (treasury notes) được phát hành với 4 du kỳ: 2, 3, 5 và 10 năm. Trái phiếu có du kỳ 2 và 5 năm được bán đấu giá mỗi tháng. Trái phiếu có du kỳ 3 năm được bán đấu giá mỗi tam cá nguyệt. Trái phiếu có du kỳ 10 năm được bán đấu giá 6 lần trong một năm. Tất cả trái phiếu trung hạn của chính quyền liên bang luôn luôn chi trả lợi nhuận định kỳ mỗi 6 tháng.

Trái phiếu dài hạn của chính quyền liên bang thường là có du kỳ 30 năm và trả lợi nhuận định kỳ mỗi sáu tháng một lần.

Đặc Tính Chung

Trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành có 4 đặc tính nổi bật. Đó là (1) không sợ bị giạt nợ (free of default risk), (2) có mức lưu hoạt rất cao (high liquidity), (3) có lợi về mặt thuế (favorable tax status) và (4) có mệnh giá thấp (low minimum denomination). Cũng vì những đặc tính này cho nên trái phiếu của chính quyền liên bang cho mức lợi nhuận định kỳ thấp hơn là của những loại trái phiếu khác.

Trái phiếu của chính quyền liên bang được giới đầu tư coi là một công cụ an toàn nhất, nói về hiểm họa bị giạt nợ, so với những loại trái phiếu khác hoặc so với ngay cả những công cụ ngắn hạn trong thị trường tiền tệ, thí dụ như tín phiếu kỳ thác (CDs) hoặc tín phiếu thương mại (commercial papers). Cũng nhờ vào đặc tính này cho nên trái phiếu của chính quyền liên bang thường được sử dụng để thế chấp cho những công cụ đầu tư khác.

Trái phiếu của chính quyền liên bang có mức lưu hoạt rất cao vì nó là một công cụ thuần nhất (homogeneous instrument) và nó có thị trường mua bán được tổ chức cao độ và rất hiệu quả (highly organized and efficient market). Một cách để đo mức lưu hoạt của một công cụ tài chính là nhìn vào khoản sai biệt giá (spread), giữa giá kêu mua (bid price) và giá kêu bán (ask price). Trong những năm gần đây khoản sai biệt giá cho trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành chỉ còn vào khoảng 2 điểm căn bản (2 basis points), tức là 2/100 của một phần trăm, thấp hơn bất cứ một công cụ nào trong thị trường tiền tệ.

Không giống như những công cụ khác lợi nhuận định kỳ của trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành được miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương (exempt from all state and local income taxes). Tương quan

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

giữa mức lợi nhuận được miễn thuế với mức lợi nhuận không được miễn thuế được tính bằng đẳng thức:

$$LNTĐ\%_{KMT} = LN\%_{MT} / (1-Th) \quad \{4-1\}$$

Th = Mức thuế lợi tức, %

LN%_{MT} = Mức lợi nhuận miễn thuế, %

LNTĐ%_{KMT} = Mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế, %

Tất cả trái phiếu của chính quyền liên bang đều được phát hành với mệnh giá 1,000 USD dẫu rằng qui định tối thiểu cho số lượng bán ra có khác nhau. Qui định tối thiểu cho số lượng bán ra của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành là 1,000 USD nhưng sau năm 1970 được nâng lên 10,000 USD. Tuy con số sau lớn gấp 10 lần, qui định tối thiểu cho số lượng mua của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành cũng còn rất thấp so với những công cụ đầu tư khác trong thị trường tiền tệ. Trái phiếu trung hạn và dài hạn được qui định bán ra ở số lượng tối thiểu là 1,000 USD cộng 1,000 USD cho mỗi mức gia tăng sau đó.

Trái phiếu của chính quyền liên bang không cho quyền kết thúc du kỳ trước ngày mãn hạn theo ý muốn của người đầu tư (cannot be redeemed before maturity) và cũng không cho quyền thu hồi trước ngày mãn hạn (do not have call provision) theo ý muốn của chính quyền, ngoại trừ một số trái phiếu của liên bang phát hành trước năm 1985 cho quyền thu hồi trong vòng 5 năm trước ngày mãn hạn du kỳ.

Trái Phiếu Tiết Kiệm

Chính quyền liên bang còn phát hành một loại trái phiếu

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

khác rất quen thuộc đối với đa số quần chúng đó là trái phiếu tiết kiệm (U.S. savings bonds). Trái phiếu tiết kiệm là loại trái phiếu có đăng ký chủ quyền, bất khả thu hồi và bất khả chuyển nhượng (a registered, non-callable, non-transferable bond) được bảo đảm bằng uy tín của chính quyền Hoa Kỳ (backed by full faith and credit of the U.S. Government).

Trái phiếu tiết kiệm thường được biết đến bằng mẫu tự E, EE và HH (series E, series EE, series HH). Loạt trái phiếu tiết kiệm mang mẫu tự E có từ năm 1941 cho tới năm 1979. Hai loạt trái phiếu mang mẫu tự EE và HH có từ năm 1980 cho tới nay.

Trái phiếu tiết kiệm được phát hành với mệnh giá 50 USD, 75 USD, 100 USD, 200 USD, 500 USD, 1,000 USD, 5,000 USD, 10,000 USD và giá bán ra luôn luôn bằng $\frac{1}{2}$ mệnh giá.

Trái chủ có thể đem trái phiếu tiết kiệm đổi lấy tiền mặt (cash in) bất cứ lúc nào, tại bất cứ ngân hàng nào, và sẽ không bị trừ phạt (penalty) nếu đã mua nó trên 6 tháng.

Vốn và lợi nhuận định kỳ của trái phiếu tiết kiệm được bảo đảm bằng uy tín của chính quyền liên bang (by the full faith and credit of the United States).

Lợi nhuận của trái phiếu được miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương đồng thời được khất lại thuế liên bang (postponed; deferred) cho đến khi đổi trái phiếu để lấy tiền mặt hoặc cho đến khi trái phiếu không còn tiếp tục cho lợi nhuận định kỳ nữa.

Không giống như những loại trái phiếu khác, đến ngày mãn hạn du kỳ trái phiếu tiết kiệm tự động được gia hạn thêm 10 năm (automatically extended for ten years) và có thể được gia hạn thêm một thời gian nữa tiếp theo đó. Và vì vậy, lợi nhuận định kỳ của trái phiếu tiết kiệm tiếp tục tích lũy theo du kỳ gia hạn (interest

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

continues to accrue on the bonds during these extensions).

Trái Phiếu Điều Chỉnh Lạm Phát

Gần đây chính quyền liên bang cho phát hành loại trái phiếu điều chỉnh lạm phát (inflation indexed bonds). Loại trái phiếu này thực ra là loại trái phiếu tiết kiệm loạt I (series I).

Loại trái phiếu này cho mức lợi nhuận định kỳ cố định (fixed interest rate) và có phần thấp hơn lợi nhuận định kỳ của trái phiếu tiết kiệm khác, nhưng sẽ điều chỉnh lạm phát mỗi 6 tháng một lần. Vì vậy, lợi nhuận định kỳ sẽ được tính trên giá trị của vốn đầu tư đã điều chỉnh lạm phát (pays interest on the inflation-adjusted principal amount). Tới ngày mãn hạn, nợ trái phiếu sẽ được hoàn trả và số tiền có thể (1) sẽ bằng với số vốn đầu tư đã điều chỉnh lạm phát hoặc (2) sẽ bằng với mệnh giá, tùy vào cái nào cao hơn và có lợi hơn cho trái chủ.

Trái phiếu loại này được chính thức biết đến vào năm 1997 dưới tên TIPS (Treasury inflation protection securities).

Lợi nhuận của trái phiếu điều chỉnh lạm phát được miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương.

Giống như những loại trái phiếu khác do chính quyền liên bang phát hành, trái phiếu điều chỉnh lạm phát được bảo đảm thuần túy bằng uy tín của chính quyền Hoa Kỳ và vì vậy rất an toàn.

Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương phát hành chứng khoán để tài trợ chi tiêu của chính nó hoặc để tài trợ cho những công trình công cộng (public projects) như là tái thiết hoặc xây thêm trường học, thư viện, bệnh xá, chung cư cho người nghèo, cầu, đường, hải cảng, phi cảng, hệ thống nước thải, hệ thống nước sạch, vân vân nằm trong vùng trách nhiệm của chính quyền đó. Đôi khi chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương còn phát hành chứng khoán để tài trợ cho những tổ chức tư nhân (private firms) và cá nhân (individuals), nhưng trường hợp này rất hiếm. Những chứng khoán do chính quyền tiểu bang hoặc do chính quyền địa phương phát hành được gọi chung là chứng khoán của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương (municipal securities).¹

Chính quyền tiểu bang hoặc địa phương sử dụng nhiều loại chứng khoán khác nhau tùy theo nhu cầu huy động tài chính, trong đó có trái phiếu (municipal bonds; municipal notes), cổ phiếu ưu đãi (municipal preferred stock), tín phiếu thương mại (municipal commercial papers), tín phiếu hồi theo nhu cầu (demand obligations), tín phiếu hoán vị (swaps) và tín phiếu lãi suất nổi (floater; inverse floater).

Nhưng công cụ phổ thông nhất vẫn là trái phiếu. Trong số trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành (munis) có trái phiếu dài hạn và ngắn hạn. Trái phiếu ngắn hạn (municipal notes) có du kỳ từ 13 tháng trở xuống và trái phiếu dài hạn (municipal bonds) có du kỳ trên 13 tháng.²

Trái Phiếu Ngắn Hạn

Trong những loại trái phiếu ngắn hạn của chính quyền tiểu bang và địa phương (municipal notes) có trái phiếu BAN (bond anticipation notes), trái phiếu TAN (tax anti-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

pation notes), trái phiếu RAN (revenue anticipation notes), và trái phiếu TRAN (tax and revenue anticipation notes).

Chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành trái phiếu ngắn hạn để tạm thời tài trợ cho khoản bội chi, sai biệt giữa tổng lượng chi tiêu và tổng lượng nhập thu đến từ những thứ thuế (taxes), những công trình tạo lợi tức (income generating projects), những ngân khoản biểu tặng (grants) và những chứng khoán (securities). Một trong những loại trái phiếu ngắn hạn được chính quyền tiểu bang và địa phương sử dụng nhiều nhất là trái phiếu BAN.

Trái phiếu BAN (bond anticipation note) được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng một nguồn tài chính mới, và nguồn tài chính mới đó được dự trù là sẽ được tài trợ bằng trái phiếu mới dài hạn hơn. Trái phiếu BAN vì vậy được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng dự trù phát hành trái phiếu dài hạn. Giả dụ như chính quyền Quận XYZ dự trù tài trợ một công trình kiến thiết với trái phiếu dài hạn. Nhưng thay vì phát hành trái phiếu dài hạn ngay từ đầu trong hoàn cảnh không xác quyết được tổng lượng chi phí của công trình, chính quyền Quận XYZ có thể chọn phát hành trái phiếu BAN với du kỳ 2 năm để tạm tài trợ cho công trình. Sau khi công trình tiến hành gần hai năm, chính quyền Quận XYZ lại cho phát hành trái phiếu BAN đợt hai cũng với du kỳ 2 năm để lấy tiền hoàn trả nợ trái phiếu BAN đợt đầu sắp mãn hạn và tài trợ cho nhu cầu mới. Hai năm sau, sau khi công trình đã hoàn tất mỹ mãn, chính quyền Quận XYZ phát hành trái phiếu dài hạn với du kỳ 20 năm để lấy tiền hoàn trả nợ trái phiếu BAN đợt hai và để giải quyết dứt điểm tất cả những khoản bội chi chưa được tài trợ.

Trái phiếu TAN (tax anticipation note), trái phiếu

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

RAN (revenue anticipation note), trái phiếu GAN (grant anticipation note) và trái phiếu TRAN (tax and revenue anticipation note) là những loại trái phiếu thông dụng khác do chính quyền tiểu bang và địa phương phát hành.

Trái phiếu TAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trù đến từ thuế thu. Vì vậy, trái phiếu TAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng thuế thu dự trù.

Tương tự, trái phiếu RAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trù đến từ lợi tức nhập thu (revenues), và vì vậy, trái phiếu RAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng tức thu dự trù.

Trái phiếu GAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trù đến từ biểu tặng (grants), và vì vậy, trái phiếu GAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng tài chính biểu tặng dự trù.

Trái phiếu TRAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trù đến từ thuế thu lẫn tức thu (taxes and revenues), và vì vậy, trái phiếu TRAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng tức thu và thuế thu dự trù.

Trái Phiếu Dài Hạn

Trong những loại trái phiếu dài hạn của chính quyền tiểu bang và địa phương (municipal bonds) có trái phiếu GO (general obligation bonds), trái phiếu LS (limited and special tax bonds), trái phiếu IR (industrial revenue bonds),

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trái phiếu R (revenue bonds), trái phiếu H (housing bonds), trái phiếu MO (moral obligation bonds), trái phiếu DB (double barreled bonds).

Trái phiếu GO (general obligation bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính tổng quát của chính quyền phát hành. Như vậy, số nợ được bảo đảm thuần túy bằng uy tín của chính quyền phát hành (backed by the full faith and credit of the issuer). Bảo đảm bằng uy tín của chính quyền phát hành cũng có nghĩa là chính quyền phát hành phải làm mọi thứ có thể làm được trong giới hạn của luật định để hoàn trả số nợ trái phiếu như đã hứa (use just about any means to guarantee payments). Những thứ có thể làm được là tăng thuế, ban hành sắc thuế mới, vay mượn, bán bất động sản. Bảo đảm này không bị giới hạn trong bản chất (this guarantee is of an unlimited nature). Trái phiếu GO được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng uy tín của chính quyền.

Trái phiếu LST (limited and special tax bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính đến từ thuế thu của một sắc thuế đặc biệt, đang có hiệu lực hoặc sẽ được ban hành, cho mục đích hoàn trả nợ của trái phiếu nó tài trợ. Thí dụ như thuế đánh vào thuốc lá, rượu, xăng. Bảo đảm của chính quyền có giới hạn trong bản chất. Trái phiếu LST vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng thuế thu đặc biệt và có giới hạn.³

Trái phiếu IR (industrial revenue bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính đến từ lợi tức nhập thu của một công trình phát triển công nghiệp của tiểu bang hoặc địa phương. Trái phiếu

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

IR vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng tức thu công nghiệp.³ Mức độ an toàn của trái phiếu tùy thuộc vào trình độ khả tín của những công ty bảo trợ (corporate guarantors)

Trái phiếu R (revenue bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính đến từ lợi tức nhập thu của một công trình phát triển cộng đồng của tiểu bang hoặc địa phương, thí dụ như là phí sử dụng đường cao tốc (toll fees) hoặc phí cung cấp nước sạch (water service charges). Trái phiếu R vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng tức thu phát triển cộng đồng.³ Thông thường thì trái phiếu loại này cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn là mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu GO vì trái phiếu bảo đảm bằng tức thu không an toàn như là trái phiếu bảo đảm bằng thuế thu.

Trái phiếu H (housing bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn tài trợ cho công trình xây dựng nhà ở cho từng gia đình (single family homes) và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai, bảo đảm bằng nguồn tài chính đến từ chi trả định kỳ (mortgage payments) của những khoản cho vay mua nhà. Trái phiếu H vì thế được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng tức thu xây dựng tư thất.³

Trái phiếu MO (moral obligation bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính tổng quát của chính quyền. Trái phiếu được bảo đảm thuần túy bằng danh nghĩa của chính quyền chứ không bằng pháp lý như là trường hợp của trái phiếu GO. Đây là sáng tạo của tiểu bang New York vào thập niên 1960. Thông thường trái phiếu loại này được sử dụng để tài trợ cho một chương trình có chủ đích (specific purpose) thí dụ như là chương trình xây dựng chung cư cho người

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nghèo. Trái phiếu MO vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng danh nghĩa của chính quyền.

Trái phiếu DB (double barreled bonds) được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả trong tương lai, bảo đảm bởi hai nguồn tài chính riêng rẽ (two separate sources). Vì vậy trái phiếu DB được định danh là trái phiếu dài hạn được bảo đảm kép.

Đặc Tính Chung

Tuy những loại trái phiếu của chính quyền tiểu bang và địa phương được định danh khác nhau và có phần phức tạp nhưng tựu trung là chúng được đặt tên theo nguồn tài trợ. Nói một cách khác, khi câu hỏi “làm cách nào để hoàn trả số nợ của trái phiếu này?” được trả lời thì nội dung của câu trả lời chính là căn bản để đặt tên cho trái phiếu đó.

Mệnh giá của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành thường là vào khoảng 5,000 USD hoặc cao hơn. Cho mệnh giá cao hay thấp tùy thuộc vào sự chọn lựa đối tượng của chính quyền phát hành trái phiếu. Nếu muốn bán ra cho cá nhân quần chúng họ sẽ cho mệnh giá thấp hơn, và ngược lại, nếu nhắm vào những nhà đầu tư thuộc vào tổ chức (institutional investors) họ sẽ cho mệnh giá cao hơn.

Trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương có thể là dưới dạng có kèm phiếu lãi (coupon bonds) hoặc không kèm phiếu lãi (zero coupon bonds). Trái phiếu có kèm phiếu lãi cho lãi suất cố định (fixed interest rate) hoặc lãi suất điều chỉnh (variable interest rate). Trái phiếu không kèm phiếu lãi của chính quyền phát hành được biết dưới tên STRIP. Trái phiếu không kèm phiếu lãi được bán ra thị trường với một giá dưới mệnh giá (discount) và tất cả lợi nhuận định kỳ, tính theo

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

phương pháp tính lãi hỗn hợp (compounding method), sẽ được chi trả một lần một vào ngày trái phiếu mãn hạn du kỳ.

Có những chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành trái phiếu đứng ra mua bảo hiểm cho trái phiếu do chính mình phát hành để bảo đảm rằng nợ trái phiếu chắc chắn sẽ được hoàn trả như cam kết. Chi phí cho bảo hiểm, nói cho thật cùng, là do người đầu tư gánh chịu dưới hình thức là những trái phiếu này cho lợi nhuận định kỳ thấp hơn những trái phiếu khác có cùng chiều dài du kỳ và phẩm chất.

Để khuyến khích dân chúng đầu tư phát triển địa phương, chính quyền Hoa Kỳ miễn thuế liên bang trên lợi nhuận của những trái phiếu do những chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành. Những trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành được miễn thuế liên bang còn được gọi là trái phiếu được miễn một thứ thuế (tax-free munis). Trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương cũng sẽ được miễn luôn cả thuế tiểu bang nếu người đầu tư cư trú trong cùng một tiểu bang với chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành trái phiếu đó. Trong trường hợp này được gọi là trái phiếu được miễn hai thứ thuế (double tax-free munis). Và, may mắn hơn, trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương cũng sẽ được miễn luôn cả thuế địa phương nếu người đầu tư cư trú trong cùng một địa phương với chính quyền địa phương phát hành trái phiếu đó. Trong trường hợp này được gọi là trái phiếu được miễn ba thứ thuế (triple tax-free munis).

Nói một cách tổng quát, những trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương được coi là những trái phiếu hảo hạng vì chính quyền ít khi bị phá sản nên người đầu tư không sợ bị giạt nợ. Tuy nhiên có những trường hợp xảy ra trong quá khứ cho thấy là “chính quyền bị

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phá sản” không phải là điều không thể xảy ra, thí dụ như tình trạng của New York City trong thập niên 1970 và của Orange County trong thập niên 1990.

Trái Phiếu Của Cơ Quan Được Chính Quyền Liên Bang Bảo Trợ

Những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ (government sponsored enterprises; GSEs), lớn nhất và quen thuộc nhất, có Federal Home Loan Bank System (FHLB), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Farm Credit System, Federal Agricultural Mortgage Corporation (Farmer Mac) và Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), College Construction Loan Insurance Association (Connie Lee), Small Business Administration (SBA) và Tennessee Valley Authority (TVA). Những cơ quan này phát hành trái phiếu ngắn, trung và dài hạn để tài trợ cho những công trình theo chính sách của chính phủ (projects relevant to public policy).

Phần lớn của số lượng trái phiếu do những cơ quan này phát hành là những trái phiếu bán dưới mệnh giá (discount notes). Trái phiếu bán dưới mệnh giá có hạn du kỳ dài từ 1-360 ngày và mệnh giá tối thiểu tùy thuộc vào chủ trương của cơ quan phát hành. Trái phiếu bán dưới mệnh giá do Sallie Mae hoặc FHLB phát hành có mệnh giá tối thiểu là 100,000 USD, của Freddie Mac là 25,000 USD, của Fannie Mae là 10,000 USD và của Farm Credit System là 5,000 USD.

Ngoài những trái phiếu bán dưới mệnh giá, những

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

cơ quan này còn phát hành những chứng khoán ngắn và trung hạn khác như là trái phiếu Master (Master notes), trái phiếu RFS (Residential Financial Securities), và trái phiếu trung hạn (medium-term notes).

Trái phiếu Master do cơ quan Sallie Mae và Fannie Mae phát hành thuộc loại khả thu (callable bonds), điều chỉnh lợi nhuận định kỳ hàng tuần theo mức lãi suất của công trái 91 ngày (91-day treasury bills), có hạn du kỳ từ 1 tới 18 tháng và mệnh giá tối thiểu là 10 triệu USD hoặc cao hơn.

Trái phiếu RFS do Fannie Mae phát hành có hạn du kỳ 6 tháng, 1 năm và 2 năm và có mệnh giá tối thiểu là 10,000 USD và cao hơn.

Trái phiếu trung hạn do Freddie Mac phát hành có hạn du kỳ từ 3 tới 7 năm, cho lợi nhuận định kỳ hoặc cố định hoặc điều chỉnh theo lãi suất LIBOR (London Interbank Offered Rate) hoặc không kèm phiếu lãi (zero coupon) bán ra dưới mệnh giá (sold at a discount and redeemed at par), và có mệnh giá tối thiểu là 10,000 USD cộng 5,000 USD cho mỗi mức gia tăng.

Trái phiếu dài hạn không có thể chấp do Fannie Mae and Freddie Mac phát hành (debentures) cho lợi nhuận định kỳ hoặc cố định hoặc thả nổi. Phần lớn trái phiếu có lợi nhuận định kỳ thả nổi của hai cơ quan này điều chỉnh theo lãi suất của công trái phiếu có cùng chiều dài du kỳ và, số còn lại, điều chỉnh theo lãi suất LIBOR.

Trái phiếu gộp dài hạn (consolidated bonds) do FHLB phát hành có mệnh giá tối thiểu là 10,000 USD cộng 5,000 USD cho mỗi mức gia tăng và trả lợi nhuận định kỳ ở mỗi sáu tháng (semi-annually).

Trái phiếu gộp dài hạn (consolidated bonds) do Farm Credit System phát hành cho lợi nhuận định kỳ cố định và mệnh giá tối thiểu là 1,000 USD cộng 1,000 USD cho mỗi mức gia tăng.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Ngoài ra Fannie Mae và Freddie Mac còn phát hành chứng khoán được bảo đảm với một tập hợp vốn tài trợ địa ốc (mortgage-back securities). Trong số đó có trái phiếu CMO (collateralized mortgage obligation), loại trái phiếu được bảo đảm với một tập hợp vốn tài trợ địa ốc rất là thịnh hành trong thập niên 1980, và REMIC (real estate mortgage investment conduit), một loại trái phiếu cải dạng của CMO rất là thịnh hành trong thập niên 1990.

Trái phiếu của những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ không được bảo đảm bằng uy tín của chính quyền Hoa Kỳ như những công trái phiếu, tuy nhiên những trái phiếu này được thị trường đánh giá cao không kém công trái phiếu bao nhiêu,

Theo đó, lợi nhuận định kỳ của những trái phiếu do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành có phần cao hơn chút ít so với những trái phiếu tương đồng do chính quyền liên bang phát hành.

Thành phần tham dự vào thị trường trái phiếu của những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ đa số là những nhà đầu tư đại diện cho tổ chức (institutional investors).

Trái Phiếu Của Công Ty Doanh Thương

Những công ty doanh thương cần tiền để tài trợ cho hoạt động của chúng. Một cách tổng quát, một công ty có thể chọn lựa một trong ba cách huy động vốn từ bên ngoài để đáp ứng cho nhu cầu của công ty: vay mượn với một ngân hàng, chia lại chủ quyền của công ty bằng cách phát hành cổ phiếu, hoặc vay mượn nợ từ giới đầu tư bằng cách phát hành trái phiếu.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Trái phiếu của công ty doanh thương (corporate bonds; debentures) được phát hành với nhiều hạn du kỳ: ngắn, trung và dài hạn. Trái phiếu ngắn hạn của công ty doanh thương (short-term corporate bonds) có du kỳ dài từ 1 đến 5 năm. Trái phiếu trung hạn của công ty doanh thương (medium-term corporate bonds) có du kỳ dài từ trên 5 đến 15 năm. Và trái phiếu dài hạn của công ty doanh thương (long-term corporate bonds) có du kỳ dài trên 15 năm.

Thông thường thì trái phiếu do công ty doanh thương phát hành có mức hiểm họa cao hơn trái phiếu của chính quyền liên bang. Dầu là được phát hành bởi những công ty to lớn và có danh tiếng tốt, trái phiếu của những công ty doanh thương ẩn chứa hiểm họa cao nhất vì những công ty doanh thương, so với chính quyền, rất mẫn cảm với những thay đổi xấu trong điều kiện kinh tế, trong khả năng của ban quản trị, và trong môi trường cạnh tranh doanh thương. Trường hợp chính quyền địa phương bị phá sản rất hiếm khi xảy ra. Nhưng công ty bị phá sản là chuyện xảy ra rất thường, ngay cả những công ty có tầm vóc, thí dụ như công ty Pan Am, công ty LTV Steel hoặc công ty Chrysler trong năm 1979,

Theo đó, mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu do công ty phát hành cũng cao hơn là mức lợi nhuận định kỳ của những công trái phiếu. Ngoài lý do hiểm họa cao hơn, trái phiếu của công ty doanh thương cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn vì một lý do khác nữa, đó là, vì lợi nhuận của trái phiếu do công ty doanh thương phát hành không được miễn thuế.

Trái phiếu do công ty doanh thương phát hành luôn luôn được đánh giá và xếp hạng khả tín bởi những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư. Hai công ty quen thuộc nhất là Standard and Poor's Rating Services và Moody's Investors Service.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Hạng khả tín của một công ty, cũng là phẩm hạng của trái phiếu, được xếp theo mẫu chữ la tinh. Trái phiếu loại A được đánh giá cao nhất và được coi là trái phiếu hảo hạng. Trái phiếu loại B được đánh giá trung bình. Trái phiếu loại C được đánh giá thấp. Trái phiếu hạng BBB theo Standard and Poor's, tương đương với hạng Baa theo Moody's Service, và những hạng cao hơn được coi là những trái phiếu tốt, thuộc hạng phù hợp cho mục đích đầu tư (investment-grade), nói theo thuật ngữ chuyên môn. Trái phiếu hạng BB theo Standard and Poor's, tương đương với hạng Ba theo Moody's, và những hạng thấp hơn được coi là những trái phiếu thuộc hạng phù hợp cho mục đích đánh cá may rủi (less-than-investment grade).

Trái phiếu phát hành bởi những công ty doanh thương thiếu tầm vóc hoặc những công ty doanh thương đang đói khát tài chính thường trả mức lợi nhuận rất cao (high yield) và bán ra dưới mệnh giá rất xa (deep discount) thường được gọi chung là những trái phiếu may rủi (speculative bonds). Vào thập niên 1980 loại trái phiếu cho lợi nhuận thật cao rất thịnh hành ở Hoa Kỳ và là phương tiện chính đáng để giúp những công ty nhỏ mượn vốn phát triển. Tuy nhiên phương tiện này đã bị lạm dụng quá mức và bị hủy hoại với một loạt tai tiếng ô nhục vì những hoạt động phi pháp trong lãnh vực đầu tư của những tay chuyên gia phù thủy, thí dụ như Ivan Boesky and Michael Milken, và một loạt phá sản giạt nợ (defaults) của những công ty vào đầu thập niên 1990s. Chính vì vậy những trái phiếu loại này bị định danh là những trái phiếu tồi (junk bonds).

Đa số trái phiếu do công ty doanh thương phát hành cho lợi nhuận định kỳ ở một mức cố định, còn gọi là lãi suất cố định. Mức lợi nhuận định kỳ cố định hay lãi suất cố định là mức lợi nhuận định kỳ không thay đổi

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

trong suốt du kỳ, từ ngày phát hành cho tới ngày mãn hạn. Trái phiếu có mức lợi nhuận định kỳ không thay đổi được gọi là trái phiếu với mức lợi nhuận định kỳ cố định hay là trái phiếu với lãi suất cố định (fixed rate bonds).

Một số trái phiếu của công ty doanh thương cho mức lợi nhuận định kỳ điều chỉnh theo lãi suất hiện hành của thị trường, thường là tùy thuộc vào một biểu số lãi suất nào đó thí dụ như là công trái phiếu ngắn hạn (short-term treasury bills). Trái phiếu cho mức lợi nhuận định kỳ thay đổi theo lãi suất hiện hành trên thị trường được gọi là trái phiếu với lãi suất điều chỉnh (variable rate bonds) hoặc trái phiếu với lãi suất nổi (floating rate bonds). Thông thường trái phiếu với lãi suất điều chỉnh cho lợi nhuận định kỳ thấp hơn là trái phiếu với lãi suất cố định có cùng một chiều dài du kỳ.

Một số trái phiếu của công ty doanh thương không chi trả lợi nhuận định kỳ theo mỗi 6 tháng một lần như những trái phiếu có phiếu lãi. Thay vào đó lợi nhuận định kỳ sẽ được tính và trừ vào giá bán, do đó, trái phiếu được bán ra với một giá dưới mệnh giá của trái phiếu rất xa (deep discount). Loại trái phiếu này được gọi là trái phiếu không phiếu lãi do công ty doanh thương phát hành (corporate zeros; zero coupon corporate bonds).

Ngoài ra trái phiếu của công ty doanh thương còn được phát hành dưới một số dạng khác sẽ được đề cập sau trong phần “những thể tính của trái phiếu.”

Trái Phiếu Quốc Tế

Trong thập niên 1970, nhiều ngân hàng thương mại trên thế giới đẩy áp tiền ký thác của những đại gia dầu hoả. Với số lượng tiền mặt khổng lồ cần phải giải quyết, những ngân hàng này cho tiền chảy vào những quốc gia kém

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phát triển (LDCs) một cách thoải mái. Rồi giá dầu hỏa xuống thấp vào đầu thập niên 1980 làm cho những quốc gia kém phát triển, vốn dĩ đã vay mượn nợ ngắn hạn khá nhiều, bị kẹt tiền mặt (trapped for cash) và cần vay mượn thêm để chi trả lãi phí hoặc nợ củ. Rồi theo đà của cái vòng xoắn tệ hại đó, chính quyền của những quốc gia kém phát triển bị lún càng lúc càng sâu và cuối cùng không còn đủ khả năng để chi trả lãi phí đúng hạn. Tệ hại hơn, ngân hàng trên thế giới từ chối không cho vay mượn thêm. Trong cơn tuyệt vọng chính quyền của một số quốc gia kém phát triển tuyên bố họ không còn đủ khả năng để thanh toán nợ đã vay mượn, trong đó dẫn đầu là Mexico, và điều này đã dẫn đến cuộc khủng hoảng ngân hàng trên toàn cầu.

Với quá nhiều ngân hàng chỉ còn lại trong tay hàng khối nợ xấu không hy vọng phục hồi (defaulted loans), nhiều tổ chức trên thế giới phải nghĩ cách để cứu vãn. Trong nỗ lực đó trái phiếu Brady (Brady Bond) được khai sinh.

Tên của trái phiếu được lấy từ tên của ông Nicholas Brady là vị bộ trưởng của Công Khố Trung Ương Hoa Kỳ, người cùng với IMF và WB đã đứng ra để lãnh đạo chương trình giảm nợ cho những quốc gia kém phát triển (debts reduction plan for LDCs). Cái ý niệm sau lưng trái phiếu Brady là tái phân bố cấu trúc nợ cho một quốc gia kém phát triển (restructure the debts of an LDC), giúp cho nền kinh tế của quốc gia đó tăng trưởng và nhờ vậy nó có thể chi trả lãi phí vay mượn, bằng cách chuyển những khoản nợ xấu thành trái phiếu được thế chấp với trái phiếu không kèm phiếu lãi của liên bang Hoa Kỳ (by converting the defaulted loans into a bond collateralized by U.S. zero coupon bonds) để bảo đảm khả năng hoàn trả vốn và lời. Không cần nói, loại trái phiếu này chính là trái phiếu Brady.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Trái phiếu Brady được phát hành dưới nhiều thể tính khác nhau. Đa số trái phiếu Brady có mệnh giá tính bằng USD, nhưng cũng có những trái phiếu Brady có mệnh giá tính bằng tiền tệ của quốc gia khác (currencies of other countries). Đây là những trái phiếu có kèm phiếu lãi và cho lãi suất hoặc cố định, hoặc điều chỉnh theo nấc thang, hoặc thả nổi, hoặc tổng hợp (coupon-bearing bonds with fixed, step or floating rate or some combination of each) và thường là có du kỳ dài từ 10 cho đến 30 năm.

Những Thể Tính Của Trái Phiếu

Trái phiếu được phát hành dưới nhiều thể tính khác nhau (a variety of characteristics). Những thể tính này quyết định phần nào giá trị của từng loại trái phiếu.

Quyền Thu Hồi

Thông thường thì công ty phát hành trái phiếu không được quyền kết thúc du kỳ (redeem; payoff) của trái phiếu trước ngày mãn hạn. Tuy nhiên có những trái phiếu có giao ước trước điều khoản thu hồi (call provision) và có ghi rõ trong bản kế ước trái phiếu (bond indenture). Một số công trái phiếu phát hành trước năm 1985 và một số trái phiếu do công ty doanh thương phát hành thuộc loại trái phiếu với quyền thu hồi này. Trái phiếu với quyền thu hồi còn gọi là trái phiếu khả thu (callable bond).

Điều khoản thu hồi có thể ở một trong ba dạng: cho quyền thu hồi không giới hạn (freely callable), cho quyền thu hồi có giới hạn (deferred call), hoặc không

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

cho quyền thu hồi (non-callable).

Với quyền thu hồi không giới hạn công ty hoặc cơ quan phát hành trái phiếu có thể thu hồi (to call) và kết thúc du kỳ của trái phiếu (to retire) đó bất cứ lúc nào.

Với quyền thu hồi có giới hạn công ty hoặc cơ quan phát hành trái phiếu chỉ có thể thu hồi và kết thúc du kỳ của trái phiếu đó sau một thời gian nào đó đã giao ước trước, thí dụ như sau 5 năm hoặc 10 năm.

Không được quyền thu hồi có nghĩa là công ty hoặc cơ quan hoặc chính quyền phát hành trái phiếu tuyệt đối không được phép thu hồi và kết thúc du kỳ của trái phiếu đó trước ngày mãn hạn với bất cứ lý do gì. Loại trái phiếu không cho quyền thu hồi có tên gọi là trái phiếu bất khả thu (non-callable bonds).

Thông thường chính quyền hoặc cơ quan hoặc công ty phát hành trái phiếu sẽ chọn lúc lãi suất hiện hành trên thị trường xuống vào mức thấp nhất để thu hồi trái phiếu.

Nếu trái phiếu bị thu hồi, lợi nhuận định kỳ sẽ bị vô hiệu hóa kể từ ngày công bố. Trái chủ cũng có thể sẽ bị mất đi cơ hội có được một khoản lợi nhuận trên sai biệt giá, giữa giá thị trường và mệnh giá của trái phiếu. Giả dụ trái phiếu ABC với quyền thu hồi không giới hạn, có mệnh giá là 1,000 USD, cho lợi nhuận định kỳ là 6% một năm, và có du kỳ dài 20 năm. Vào năm thứ sáu lãi suất hiện hành trên thị trường xuống thật thấp cho nên công ty ABC quyết định thu hồi trái phiếu do công ty phát hành. Trước ngày công bố giá thị trường của trái phiếu là 1,200 USD hay là 20% cao hơn mệnh giá. Sau khi công bố giá của trái phiếu chỉ còn lại 1,000 USD vì thị trường biết là khi thu hồi công ty chỉ hoàn trả 1,000 USD theo mệnh giá. Diễn biến này làm cho trái chủ mất cơ hội lời 200 USD trên mỗi trái phiếu.

Quyền Hoán Đổi

Đôi khi trái phiếu có đính kèm theo quyền hoán đổi. Đối với người đầu tư, quyền này cho phép trái chủ dùng trái phiếu để đổi lấy cổ phần cổ phiếu thường đẳng hoặc cổ phần cổ phiếu ưu đẳng của cùng một công ty theo một tỉ lệ định trước. Đối với công ty, quyền hoán đổi giúp cho công ty phát hành trái phiếu có cơ hội chuyển đổi số nợ vay mượn (debt) thành số vốn hùn hạp (equity) một cách hợp lý và hợp thời điểm. Những trái phiếu có cho quyền hoán đổi được gọi là những trái phiếu khả hoán (convertible bonds).

Trái phiếu khả hoán có thể là hấp dẫn hơn trái phiếu bất khả hoán, tùy thuộc vào giá trị thị trường của cổ phiếu liên hệ.

Đ dẫn Giải 4-1

Giả dụ trái phiếu khả hoán do công ty ABC phát hành có mệnh giá là 1,000 USD và định tỉ lệ hoán đổi là 40:1, tức là 40 cổ phần cổ phiếu thường đẳng cho mỗi trái phiếu. Giả dụ thêm là lúc định tỉ lệ giao hoán giá của cổ phiếu thường đẳng là 23 USD một cổ phần. Câu hỏi: (1) Dựa trên tỉ lệ hoán đổi, công ty phát hành đã ước tính giá hoán đổi cho cổ phiếu thường đẳng là bao nhiêu USD một cổ phần; (2) Giá của cơ hội để thu hồi trái phiếu ở giá hoán đổi vừa tính là bao nhiêu bao nhiêu phần trăm? (3) Nếu giá thị trường của cổ phiếu ABC lên đến 30 USD một cổ phần, trị giá tương đương của trái phiếu lúc đó là bao nhiêu?

Giải Đáp:

1. Giá Ước Tính Của Cổ Phiếu Dựa Trên Tỉ Lệ Hoán Đổi

$$\begin{aligned}\text{Giá Cổ Phiếu} &= \text{Giá Trái Phiếu} / \text{Tỉ Lệ Hoán Đổi} \\ &= 1,000 \text{ USD} / (40/1) \\ &= 25 \text{ USD}\end{aligned}$$

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

2. Giá Của Cơ Hội Để Thu Hồi Trái Phiếu Đang Du Hành

$$\begin{aligned}\text{Giá Cơ Hội} &= [(\text{Giá Hoán Đổi} / \text{Giá Thị Trường}) - 1] \times 100\% \\ &= [(25 / 23) - 1] \times 100\% \\ &= 8.7\%\end{aligned}$$

Giá hoán đổi cao hơn giá thị trường của cổ phiếu là 8.7%. Sai biệt đó là giá của cơ hội để thu hồi trái phiếu đang du hành.

3. Trị Giá Tương Đương Của Trái Phiếu, Nếu Giá Thị Trường Của Cổ Phiếu Lên Đến 30 USD

$$\begin{aligned}\text{Giá Trái Phiếu} &= \text{Giá Cổ Phiếu} \times \text{Tỉ Lệ Hoán Đổi} \\ &= 30 \text{ USD} \times (40/1) \\ &= 1,200 \text{ USD}\end{aligned}$$

Phiếu Lãi Hoặc Không Phiếu Lãi

Thông thường thì trái phiếu có kèm theo phiếu lãi (coupons) để cho trái chủ đưa ra đổi lấy lợi nhuận định kỳ. Chính vì đặc tính này cho nên trái phiếu có kèm theo phiếu lãi được gọi là trái phiếu có phiếu lãi (coupon bonds). Trái phiếu có phiếu lãi luôn luôn cho lợi nhuận định kỳ ở một mức cố định (fixed interest rate) và không thay đổi sau khi trái phiếu đã phát hành. Lợi nhuận định kỳ của trái phiếu có phiếu lãi được chi trả hàng năm và thường là chi trả mỗi 6 tháng một lần.

Thay vì trả lợi nhuận định kỳ hàng năm, có loại trái phiếu chỉ trả tất cả lợi nhuận một lần một vào ngày mãn du kỳ. Trái phiếu loại này không có kèm theo phiếu lãi và được gọi là trái phiếu không phiếu lãi (zero-coupon bonds).

Loại trái phiếu không phiếu lãi được bán ra thị trường với một giá dưới mệnh giá của trái phiếu rất xa

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

(deep discount).

Trái phiếu không phiếu lãi do công ty doanh thương phát hành (corporate zeros) thường có mức độ dao động giá rất cao và lãi nhuận không được miễn thuế cũng không được khấu lại, trừ trường hợp mua và giữ trong một trương mục cho phép làm điều đó chẳng hạn như là trương mục đầu tư dành cho hồi hưu (tax-deferred retirement account) hoặc trương mục đầu tư dành cho giáo dục (education IRA account).

Trái phiếu không phiếu lãi do chính quyền liên bang phát hành (treasury zeros) còn có tên là STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities), hay TIGRs (Treasury Investment Growth Receipts) do công ty Merrill Lynch đặt cho hoặc CATS (Certificate of Accrual on Treasury Securities) do công ty Salmon Brothers đặt cho.

Đăng Ký Hoặc Không Đăng Ký

Thông thường trái phiếu có kèm theo phiếu lãi là loại trái phiếu không có ghi tên trái chủ, được gọi là trái phiếu không đăng ký (bearer bonds). Bất cứ người nào cầm trái phiếu hoặc lãi phiếu không đăng ký thì người đó được coi là trái chủ và người đó có quyền lãnh tiền.

Một số lượng lớn trái phiếu ngày hôm nay thuộc vào loại trái phiếu có đăng ký (registered bonds). Với loại trái phiếu có đăng ký, tên của trái chủ được đăng ký trong sổ bộ phát hành và chỉ có trái chủ đó mới có quyền bán lại trái phiếu hoặc lãnh tiền lợi nhuận định kỳ.

Điều Chỉnh Lạm Phát

Năm 1997 chính quyền liên bang Hoa Kỳ cho phát hành một loại trái phiếu mới có tên là trái phiếu điều chỉnh lạm phát (inflation indexed bonds).

Với loại này lợi nhuận định kỳ của trái phiếu sẽ được tính trên giá trị của vốn đầu tư đã điều chỉnh lạm phát (pays interest on the inflation-adjusted principal amount) mỗi 6 tháng một lần và mức lợi nhuận định kỳ không thay đổi. Tới ngày mãn hạn, nợ trái phiếu sẽ được hoàn trả và số tiền sẽ (1) bằng với vốn đầu tư đã điều chỉnh lạm phát hoặc (2) bằng với mệnh giá, tùy vào cái nào cao hơn và có lợi hơn cho trái chủ.

Giá Thị Trường, G_{TT}

Giá thị trường của trái phiếu (price) được trình bày bằng một con số đại diện cho phần trăm của mệnh giá. Cách trình bày này là theo qui ước yết giá của thị trường mua bán trái phiếu. Giả dụ như trái phiếu XYZ có mệnh giá là 1,000 USD, cho lợi nhuận định kỳ là 7.5%, du kỳ là 10 năm và giá thị trường là 93. Với giả dụ này, con số 93 phải được hiểu là 93/100 của mệnh giá. Do đó giá thị trường của trái phiếu trong giả dụ này, nếu qui ra thành đơn vị tiền tệ, thực sự là 930 USD hay là $0.93 \times 1,000$ USD. Nó có thể được trình bày bằng đẳng thức như sau:

$$G_{TT,\$} = G_{TT} \times G_M \quad \{4-2\}$$

$G_{TT,\$}$ = Giá thị trường, \$

G_{TT} = Giá thị trường, theo qui ước yết giá

G_M = Mệnh giá, \$

Thông thường thì trái phiếu được bán ra thị trường

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

với giá thấp hơn (discount) hoặc cao hơn (premium) mệnh giá của nó. Thấp hơn hoặc cao hơn bao nhiêu tùy thuộc phần lớn vào mức lợi nhuận định kỳ, chiều dài du kỳ, thể loại và thể tính, hạng khả tín và một phần khác tùy thuộc vào tương quan của trái phiếu đó với lãi suất hiện hành trên thị trường, áp lực cung cầu của thị trường trái phiếu, điều kiện kinh tế, vân vân.

Khác với tính cố định của mệnh giá, giá thị trường của một trái phiếu sẽ được điều chỉnh liên tục. Những thứ làm cho giá thị trường của một trái phiếu thay đổi không gì khác hơn là những tác tố làm thay đổi mức hiểm họa trong đầu tư. Trong số những hiểm họa mà giới đầu tư quan tâm gồm có hiểm họa lạm phát (inflation risk), hiểm họa bị giạt nợ (default risk) và hiểm họa bị hồi vốn sớm (prepayment risk).

Giá thị trường của một trái phiếu đang du hành cũng sẽ thay đổi theo tương quan giữa lãi suất của chính nó, tức là lợi nhuận định kỳ của chính nó, với lãi suất hiện hành của thị trường. Giá thị trường của trái phiếu sẽ tăng lên khi lãi suất hiện hành trên thị trường giảm xuống, và ngược lại. Sự biến đổi ngược chiều này hướng dẫn bởi động lực điều chỉnh của thị trường làm cho lợi nhuận hiện hành của những trái phiếu cũ đã và đang du hành gần lại với lợi nhuận hiện hành của những trái phiếu mới đang phát hành, trên căn bản là những trái phiếu cũ tương đương với những trái phiếu mới về chiều dài du kỳ cũng như mức độ hiểm họa. Thí dụ trái phiếu của AA có du kỳ 30 năm, nhưng chiều dài du kỳ còn lại là 20 năm, có mệnh giá 1,000 USD, cho mức lợi nhuận định kỳ cố định là 6% và giá thị trường đang là 100, hay là 1,000 USD. Trái phiếu mới BB có du kỳ 20 năm, mệnh giá 1,000 USD, cho mức lợi nhuận cố định là 5% và bán ra với giá bằng với mệnh giá. Như vậy, mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu mới BB tính ra cũng là 6%. Trái

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phiếu cũ AA và trái phiếu mới BB được coi là tương đương với nhau. Theo đó trái phiếu cũ AA, với mức lợi nhuận hiện hành tính ra chỉ có 5%, sẽ được thị trường điều chỉnh giá của nó để đạt tới mức lợi nhuận hiện hành tương đương với mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu mới BB, hay là 6%. Sau khi thị trường điều chỉnh xong, giá thị trường của trái phiếu cũ AA có thể lên đến 1,200 USD.

Dao động giá của trái phiếu tương đối ổn định so với cổ phiếu. Trái chủ biết rõ lợi nhuận định kỳ là bao nhiêu, khi nào sẽ nhận được, chừng nào sẽ được hoàn vốn. So với cổ phiếu thường đẳng, nhận xét một cách tổng quát, trái phiếu có phần khả đoán hơn và an toàn hơn.

Khi gần tới ngày mãn hạn du kỳ, giá thị trường của trái phiếu đó sẽ tiến gần tới mệnh giá của nó. Càng lúc càng gần và đến lúc thực sự mãn du kỳ thì giá thị trường của trái phiếu sẽ bằng với mệnh giá.

Lợi Nhuận Định Kỳ, LNĐK

Mức lợi nhuận định kỳ, còn gọi là lãi suất của trái phiếu (interest rate) hay là lãi suất của phiếu lãi (coupon rate), được tính bằng phần trăm trên mệnh giá của trái phiếu. Mức lợi nhuận định kỳ có thể là cố định (fixed rate), có thể là được điều chỉnh theo nấc thang (step rate) và cũng có thể là được thả nổi (floating rate).

Với trái phiếu cho mức lợi nhuận định kỳ 6% cố định và có mệnh giá 1,000 USD, lợi nhuận định kỳ của trái phiếu sẽ là 60 USD một năm, hay là $6\% \times 1,000$ USD.

Mức lợi nhuận định kỳ được điều chỉnh theo lãi

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

suất hiện hành của thị trường (variable rate; step or floating) thường là đi liền với một chỉ số lãi suất nào đó, thí dụ như lãi suất LIBOR hoặc lãi suất của công trái phiếu ngắn hạn.

Thông thường thì lợi nhuận định kỳ của trái phiếu có kèm phiếu lãi (coupon bonds) được chi trả hàng năm, mỗi 6 tháng một lần. Tuy nhiên, những trái phiếu không phiếu lãi (zero-coupon bonds) thường là không trả lợi nhuận định kỳ hàng năm nhưng thay vào đó được bán ra ở một giá dưới mệnh giá rất xa (deep discount) và tất cả lợi nhuận định kỳ được trả một lần một vào ngày mãn du kỳ (the bond is sold at a deep discount to its face value and at maturity the bondholder collects all of the compounded interest, plus the principal).

Lợi nhuận định kỳ (interest) khác với mức lợi nhuận định kỳ (interest rate) ở chỗ lợi nhuận định kỳ được trình bày bằng đơn vị tiền tệ (\$) trong khi mức lợi nhuận định kỳ được trình bày bằng phần trăm (%). Tuy nhiên đôi khi từ lợi nhuận định kỳ được dùng một cách lỏng lẻo cho cả hai hoặc ám chỉ một trong hai. Thuật ngữ sử dụng cũng tương tự cho lợi nhuận hiện hành và mức lợi nhuận hiện hành hoặc lợi nhuận tới cuối du kỳ và mức lợi nhuận tới cuối du kỳ.

Lợi Nhuận Hiện Hành, LNHH

Mức lợi nhuận hiện hành (yield; current yield) của trái phiếu khác với mức lợi nhuận định kỳ (interest rate) và khác với mức lợi nhuận tới cuối du kỳ (yield-to-maturity) của trái phiếu.

Chỉ có một số người đầu tư là mua và giữ trái phiếu họ đã mua cho đến ngày mãn hạn (buy-and-hold).

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Còn một số người đầu tư khác sẽ mua vào và bán lại trước khi trái phiếu mãn hạn du kỳ với một giá thường là cao hơn hoặc thấp hơn giá đã mua vào. Và đương nhiên là giá thị trường của trái phiếu sẽ lên xuống theo những biến đổi của thị trường. Mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu, vì vậy, là một chỉ số phản ánh lợi nhuận của một trái phiếu theo những biến động giá của trái phiếu đó ở vào một thời điểm nào đó. Nói một cách khác, mức lợi nhuận hiện hành là tỉ lệ của mức lợi nhuận định kỳ trên giá thị trường của nó, hay là:

$$\text{LNHH\%} = \text{LNĐK\%} / \text{GTT} \quad \{4-3\}$$

LNHH% = Mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu

LNĐK% = Mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu

GTT = Giá thị trường của trái phiếu, theo qui ước

Và dĩ nhiên là mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu sẽ biến đổi liên tục theo sự điều chỉnh của giá thị trường. Nếu một trái phiếu được bán ra với một giá bằng với mệnh giá, hay $\text{GTT} = 100$, thì mức lợi nhuận hiện hành lúc đó sẽ bằng với mức lợi nhuận định kỳ, hay là $\text{LNHH\%} = \text{LNĐK\%}$. Nhưng sau đó khi giá thị trường của trái phiếu biến đổi thì lợi nhuận hiện hành của trái phiếu cũng sẽ biến đổi theo, nhưng nghịch chiều. Thí dụ như một trái phiếu có mệnh giá 1,000 USD cho lợi nhuận định kỳ 6% và bán ra với giá 100. Như vậy giá bán ra của trái phiếu là 1,000 USD, hay là $1.00 \times 1,000 \text{ USD}$, và lợi nhuận hiện hành của nó lúc bán ra cũng là 6%, hay là $6\%/1.00$. Nếu như sau đó giá thị trường của trái phiếu chỉ còn lại 80, hay là $0.80 \times 1,000 \text{ USD} = 800 \text{ USD}$, mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu lúc đó sẽ là 7.5%, hay là $6\%/0.80$. Còn ngược lại nếu giá thị trường của trái phiếu tăng lên 120, hay là $1.20 \times 1,000 \text{ USD} = 1,200$

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

USD, mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu sẽ là 5%, hay là 6%/1.20.

Đ dẫn Giải 4-2

Giả dụ như trái phiếu XYZ có mệnh giá là 1,000 USD, cho lợi nhuận định kỳ là 7.5%, chiều dài du kỳ là 10 năm, và giá thị trường là 93. Câu hỏi: (1) giá thị trường của trái phiếu XYZ là bao nhiêu USD? (2) mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu XYZ là bao nhiêu?

Giải Đáp:

1. Giá Thị Trường, Tính Bằng Đơn Vị Tiền Tê, Của Trái Phiếu XYZ

$$\begin{aligned} \text{GTT, \$} &= \text{GTT} \times \text{GM} \\ &= (93/100) \times 1,000 \text{ USD} \\ &= 0.93 \times 1,000 \text{ USD} \\ &= 930 \text{ USD} \end{aligned}$$

2. Mức Lợi Nhuận Hiện Hành Của Trái Phiếu XYZ

$$\begin{aligned} \text{LNHH\%} &= \text{LNDK\%} / \text{GTT} \\ &= 7.5\% / (93/100) \\ &= 7.5\% / 0.93 \\ &= 8.06\% \end{aligned}$$

Với giả dụ trên, giá thị trường của trái phiếu XYZ là 930 USD và mức lợi nhuận hiện hành của nó là 8.06%.

Đ dẫn Giải 4-3

Giả dụ như một công trái phiếu ngắn hạn có chiều dài du kỳ là 90 ngày, có mệnh giá là 10,000 USD, và cho lợi nhuận định kỳ là 5%. Câu hỏi: Mức lợi nhuận hiện hành cho một năm của trái phiếu này là bao nhiêu? Cần nói thêm là lợi nhuận định kỳ của công trái phiếu ngắn hạn được khấu trừ trước khỏi số vốn ngay lúc giao hoán mua bán.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Giải Đáp:

1. Lợi Nhuận Định Kỳ 91 Ngày Của Trái Phiếu

$$10,000 \text{ USD} \times 5\% \times (91 \text{ ngày} / 365 \text{ ngày}) = 125 \text{ USD}$$

2. Mức Lợi Nhuận Hiện Hành, Cho 91 Ngày, Của Trái Phiếu

$$(125 \text{ USD} / (10,000 - 125 \text{ USD})) \times 100\% = 1.266\%$$

3. Mức Lợi Nhuận Hiện Hành, Cho Một Năm, Của Trái Phiếu

$$1.266\% \times (365 \text{ ngày} / 91 \text{ ngày}) = 5.08\%$$

Với giả dụ trên, mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu là 5.08% cho một năm, cao hơn mức lợi nhuận định kỳ là 5.0% cho một năm.

Lợi Nhuận Tới Cuối Du Kỳ, LNTCDK

Mức lợi nhuận tới cuối du kỳ (yield-to-maturity) của một trái phiếu là mức lợi nhuận tính theo phần trăm một năm (annualized rate of return in percentage term) được thiết lập dựa trên 2 giả định (2 assumptions) là (1) trái phiếu được mua và giữ cho tới ngày mãn du kỳ và (2) tất cả lợi nhuận định kỳ của trái phiếu đó được đem tái đầu tư với cùng một mức lãi suất. Nó là phần trăm lợi nhuận hỗn hợp của tất cả lợi nhuận (it is the composite rate of return of all payouts), gồm lợi nhuận định kỳ (coupons; interest) và lợi nhuận tư bản (capital gain) được quy về giá trị hiện tại (present value). Cách tính mức lợi nhuận tới cuối du kỳ được tính bằng đẳng thức:

$$\text{LNĐK}(1+\text{LNTCDK}\%)^{-1} + \text{LNĐK}(1 + \text{LNTCDK}\%)^{-2} + \dots + \text{LNĐK}(1 + \text{LNTCDK}\%)^{-n} + \text{GM}(1 + \text{LNTCDK}\%)^{-n} = \text{GTT},\$ \quad \{4-4\}$$

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

LNTCDK% = Mức lợi nhuận tối cuối du kỳ, %

TLĐK = Lợi nhuận định kỳ, \$

GM = Mệnh giá của trái phiếu

GTT,\$ = Giá thị trường lúc mua vào, \$

Giả dụ như một trái phiếu có du kỳ 4 năm với mệnh giá 1,000 USD, cho mức lợi nhuận định kỳ 7% cố định, và được mua vào với giá 950 USD. Nếu trái phiếu được giữ cho đến hết 4 năm và 70 USD lợi nhuận định kỳ hàng năm của trái phiếu được đem tái đầu tư với cùng một mức lãi suất là 7%, đẳng thức 4-4 sẽ giống như sau:

$$70(1+\text{LNTCDK}\%)^{-1} + 70(1 + \text{LNTCDK}\%)^{-2} + 70(1 + \text{LNTCDK}\%)^{-3} + 70(1 + \text{LNTCDK}\%)^{-4} + 1,000(1+ \text{LNTCDK}\%)^{-4} = 950$$

Mức lợi nhuận tối cuối du kỳ của trái phiếu tính ra là 8.53%, cao hơn mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu. Trong giả dụ này mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu là 7.37% hay là 0.07/ 950 USD, cao hơn mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu.

Liên Hệ Giữa LNĐK%, LNHH% Và LNTCDK%

Cho những trái phiếu bán ra dưới mệnh giá (discount), mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu luôn luôn thấp hơn mức lợi nhuận hiện hành và mức lợi nhuận hiện hành luôn luôn thấp hơn mức lợi nhuận tối cuối du kỳ, hay là LNĐK% < LNHH% < LNTCDK%. Ngược lại, đối với những trái phiếu bán ra cao hơn mệnh giá (premium), mức lợi nhuận định kỳ luôn luôn cao hơn mức lợi nhuận hiện hành và mức lợi nhuận hiện hành luôn luôn cao hơn mức

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lợi nhuận tới cuối du kỳ, hay là $LNĐK\% > LNHH\% > LNTCDK\%$. Riêng trường hợp trái phiếu bán ra bằng với mệnh giá, mức lợi nhuận định kỳ luôn luôn bằng với mức lợi nhuận hiện hành và bằng với mức lợi nhuận tới cuối du kỳ, hay là $LNĐK\% = LNHH\% = LNTCDK\%$.

Liên Hệ Nghịch Chiều Giữa G_{TT} & $LNHH$

Giá thị trường và lợi nhuận hiện hành của trái phiếu luôn luôn liên hệ mật thiết và nghịch chiều, tức là khi giá thị trường của một trái phiếu đi lên thì lợi nhuận hiện hành của cùng trái phiếu sẽ đi xuống và ngược lại (move in opposite directions). Quan hệ mật thiết và nghịch chiều này thể hiện rất rõ trong đẳng thức 4-2.

Cái quan trọng muốn nói tới ở đây là: giá thị trường tăng lên cao hơn và mức lợi nhuận hiện hành tăng lên cao hơn đều tốt cho người đầu tư. Điều này thường làm những người không quen thuộc lắm với trái phiếu nhưc đầu vì làm sao có chuyện cả hai đều có lợi cho người đầu tư khi mà hai chỉ số này có quan hệ mật thiết và nghịch chiều? Câu trả lời thực ra rất đơn giản, đó là, tùy thuộc vào người đầu tư đang đứng ở vị thế mua vào hay bán ra.

Lúc mua vào trái phiếu, lợi nhuận hiện hành cao hơn là điều có lợi cho người mua vì lợi nhuận hiện hành cao cũng có nghĩa là mua vào với giá rẻ. Thí dụ như trái phiếu có mệnh giá 1,000 USD cho 6% lợi nhuận định kỳ. Với giá thị trường là 80, trái phiếu sẽ có mức lợi nhuận hiện hành là 7.5%, hay là $6\%/0.80$, cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành 5%, hay là $6\%/1.20$. ở giá thị trường 120. Mua trái phiếu vào lúc mức lợi nhuận hiện hành 7.5% có nghĩa là chỉ phải đầu tư 800 USD, hay là $0.8 \times$

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

1,000 USD mệnh giá, để lấy 60 USD lợi nhuận định kỳ mỗi năm, hay là $6\% \times 1,000$ USD mệnh giá, đương nhiên là có lợi hơn so với phải trả 1,200 USD, hay là $1.20 \times 1,000$ USD mệnh giá.

Sau khi mua vào, giá thị trường của trái phiếu đi lên là điều có lợi cho người đầu tư. Như trong thí dụ trên, khi giá thị trường của trái phiếu đi lên, dầu là lợi nhuận hiện hành chỉ còn lại 5% nhưng lợi nhuận định kỳ vẫn cho đều đặn 60 USD mỗi năm (locked in 6% rate). Nếu bán ra trái phiếu vào lúc mức lợi nhuận hiện hành 5% cũng có nghĩa là sẽ thu được 1,200 USD, hay là $1.20 \times 1,000$ USD mệnh giá. Bán ra trái phiếu ở giá 1,200 USD cao hơn giá mua vào 800 USD đương nhiên là điều có lợi cho người đầu tư.

Đường Biểu Diễn Cấu Trúc LNHH

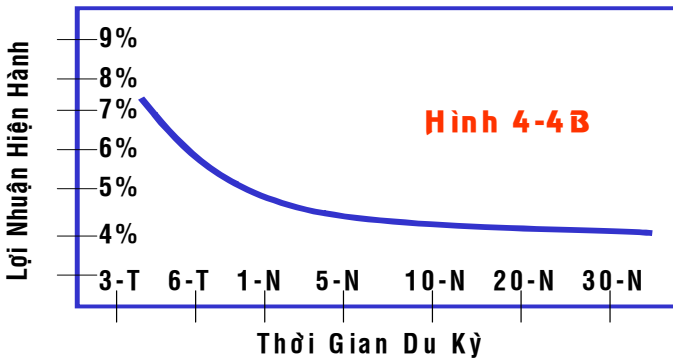
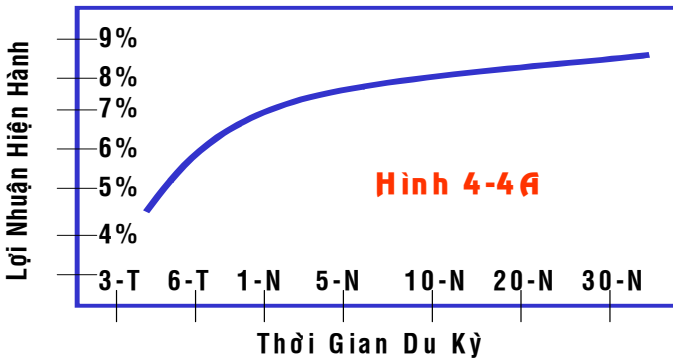
Cấu trúc của mức lợi nhuận hiện hành trên thị trường thường được trình bày bằng một hình vẽ gọi là đồ thị cấu trúc lợi nhuận hiện hành. Đồ thị này chứa những đường biểu diễn trình bày sự liên hệ giữa mức lợi nhuận hiện hành và chiều dài thời gian du kỳ của từng tập thể trái phiếu, có cùng thể tính và thể loại, ở vào một thời điểm nào đó (yield curves).

Một đường biểu diễn cấu trúc lợi nhuận hiện hành bình thường (a normal yield curve) sẽ phản ảnh tương quan cùng chiều giữa mức lợi nhuận hiện hành và chiều dài thời gian du kỳ.

Nói một cách khác, một đường biểu diễn bình thường sẽ cho thấy mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu dài hạn cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn và mức lợi nhuận hiện

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

hành của tập thể trái phiếu trung hạn cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu ngắn hạn. Xem hình 4-4A.



Đường biểu diễn trình bày liên hệ giữa mức lợi nhuận hiện hành và chiều dài thời gian du kỳ của những tập thể trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành còn được gọi là đường biểu diễn cấu trúc lãi suất. Với

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

một đường biểu diễn cấu trúc lãi suất bình thường (a normal interest rate curve), lãi suất dài hạn sẽ cao hơn lãi suất trung hạn và lãi suất trung hạn sẽ cao hơn lãi suất ngắn hạn.

Có đôi khi đường biểu diễn cấu trúc lợi nhuận hiện hành cho thấy tương quan nghịch chiều (inverted yield curve). Trong trường hợp này mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu ngắn hạn sẽ cao hơn mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn và mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn sẽ cao hơn mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu dài hạn. Xem hình 4-4B.

Theo kinh nghiệm, hiện tượng này báo trước một giai đoạn suy thoái của nền kinh tế (recession) hoặc một giai đoạn kém lạc quan cho thị trường cổ phiếu (bear market) sắp xảy ra, ít ra là theo dự phóng của giới đầu tư dẫu đúng hay sai. Vốn đầu tư trên thị trường chứng khoán có lẽ đang chảy từ thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu dài hạn qua thị trường trái phiếu ngắn hạn vì vậy gây áp lực đè giá của trái phiếu dài hạn và nâng giá của trái phiếu ngắn hạn tạo ra hiện tượng tương quan nghịch chiều trong một thời gian.

Nhật báo WallStreet Journal và nhật báo Barrons có in hình đồ thị của cấu trúc lãi suất thường xuyên trong phần dành cho thông tin tài chính đầu tư.

Hiểm Họa

Trái phiếu thường được nhiều người dễ dàng chấp nhận là một công cụ đầu tư an toàn và thích hợp cho những người thận trọng. Điều này là một sai lầm lớn. Cũng như bao nhiêu công cụ đầu tư khác, trái phiếu có nhiều thứ hiểm họa tàng ẩn bên trong. Trong đó có hiểm họa

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

bị giật nợ (default risk; credit risk), hiểm họa lạm phát (inflation risk) và hiểm họa bị hồi vốn sớm (prepayment risk).

Hiểm Họa Bị Giật Nợ

Mỗi lần cho mượn vốn là mỗi lần người cho mượn vốn đối đầu với một sự thật không hay là số vốn đó có thể sẽ không được hoàn trả vì một lý do nào đó. Công ty có thể bị phá sản. Chính quyền tiểu bang và địa phương có thể bị phá sản. Chính quyền quốc gia cũng có thể bị phá sản. Khi điều này xảy ra nợ cho vay sẽ không được hoàn trả (defaulted) hay tối thiểu là không được hoàn trả đúng kỳ hạn (extended). Những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành có cơ hội bị giật nợ cao hơn là cơ hội bị giật nợ của những trái phiếu do cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành hoặc của những trái phiếu do những chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành. Chỉ duy nhất những trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang Hoa Kỳ phát hành được giới đầu tư coi là trái phiếu không sợ bị hiểm họa (risk-free).

Hiểm Họa Bị Hồi Vốn Sớm

Ngược lại với hiểm họa bị giật nợ là hiểm họa bị hồi vốn sớm, trước khi trái phiếu mãn hạn du kỳ chiếu theo quyền khả thu của trái phiếu. Trong điều kiện lãi suất hiện hành trên thị trường đang trên đà đi xuống (interest rates decline), giá của trái phiếu đang lên, những trái phiếu đang cho nguồn lợi nhuận tốt có thể bị thu hồi

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

sớm. Khi trái phiếu bị gọi, trái chủ sẽ không còn tiếp tục nhận được lợi nhuận định kỳ và có thể bị mất đột ngột phần lợi nhuận tư bản khả dĩ (potential capital gain). Thêm vào đó trái chủ bị buộc phải tìm chỗ đầu tư mới cho số vốn được hoàn trả và có lẽ trái phiếu mới sẽ kém hấp dẫn hơn trái phiếu bị gọi. Ngược lại trong hoàn cảnh lãi suất hiện hành trên thị trường đang đi lên, trái chủ bị “lún” vì nắm trong tay những trái phiếu kém giá trị hơn lúc trước.

Vì vậy, quyền thu hồi thực sự là một hiểm họa cho người đầu tư. Cách tốt nhất để tránh hiểm họa này là đừng mua những trái phiếu có kèm quyền thu hồi.

Hiểm Họa Lạm Phát

Đầu tư vào trái phiếu, nhất là đối với trái phiếu dài hạn, thường bị đe dọa trầm trọng bởi nạn lạm phát. Lạm phát làm cho tiêu hao giá trị thực của đồng tiền. Cho nên giá trị thực của vốn hoàn lại cho trái chủ vào ngày mãn hạn du kỳ có thể sẽ bị mất khá nhiều, nếu có lạm phát, dầu là mệnh giá còn nguyên vẹn. Vì vậy, hiểm họa lạm phát là nỗi lo hàng đầu của giới đầu tư trong thị trường trái phiếu. Lúc báo chí truyền hình đăng tải nhiều tin tức lạc quan về điều kiện kinh tế, thí dụ như mức vận dụng nhân công gia tăng, kinh tế phát triển ở mức độ cao và vân vân, cũng là lúc thị trường trái phiếu lo ngại và coi đó là dấu hiệu xấu báo trước cơn ma lạm phát đang rình rập. Nền kinh tế càng “nóng” chừng nào thì đe dọa cho thị trường trái phiếu càng cao và theo đó gây áp lực đè giá thị trường của những trái phiếu đang du hành.

Thị trường trái phiếu chính nó phản ảnh từng phút một những biến động liên quan đến hiểm họa lạm phát. Khi hiểm họa lạm phát đe dọa, giá trái phiếu sẽ đi xuống

và mức lợi nhuận hiện hành, hoặc mức lợi nhuận định kỳ, sẽ đi lên. Hoàn cảnh này không có lợi cho người đầu tư đang nắm giữ những trái phiếu đang du hành.

Quan Hệ Giữa Hiểm Họa Và LNHH

Hiểm họa lạm phát, hiểm họa bị giạt nợ và hiểm họa bị hồi vốn sớm, tất cả đều được tính vào giá trái phiếu. Hiểm họa của trái phiếu càng cao thì mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu càng cao. Đồng thời trái phiếu có thời gian du kỳ dài hơn cũng cho một mức lợi nhuận hiện hành cao hơn. Điều này hợp lý vì thời gian càng dài thì càng có nhiều cơ hội cho những hiểm họa xảy ra, đó là qui luật của xác suất.

Hạng Khả Tín

Những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư chẳng hạn như Standard and Poors (S&P), Moody's Investors Service, Fitch's Investors Service, hoặc Duff & Phelps thường xuyên theo dõi, đánh giá và xếp hạng khả tín của những công ty, cơ quan và chính quyền phát hành trái phiếu.

Bên cạnh việc truy xét tài sản bảo chứng (collateral assets) và trình độ khả tín (credit worthiness), những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư này còn phải truy xét những yếu tố và những sự kiện quan trọng xảy ra có liên quan đến công ty hoặc cơ quan phát hành như là thay đổi trong thành phần quản trị, cấu trúc tài chính, tài sản và thế chấp, nhập thu và chi xuất, sản phẩm và dịch vụ, thị phần và lợi tức, cạnh tranh hiện tại và tương

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

lai vân vân để cân nhắc, phối kiểm, đánh giá và xếp hạng trái phiếu.

Kết quả xếp hạng được công bố rộng rãi và tạo ảnh hưởng, đôi khi rất lớn, đến giá cả của trái phiếu trên thị trường. Công ty, cơ quan hoặc chính quyền phát hành tùy thuộc một phần vào sự đánh giá của những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư này để quyết định giá bán ra cho trái phiếu họ sắp phát hành. Còn giới đầu tư thì dựa vào kết quả xếp hạng, cộng với những yếu tố khác, để làm quyết định mua bán.

Tiêu Chuẩn Xếp Hạng Khả Tín Theo Standard & Poors Co.

AAA — Hạng khả tín cao nhất. Có khả năng cao nhất trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn.

AA — Hạng khả tín rất cao. Có khả năng rất cao trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn.

A — Hạng khả tín cao. Có khả năng cao trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Có thể bị áp lực nhẹ trong khả năng chi trả dưới điều kiện kinh tế xấu.

BBB — Hạng khả tín trung bình. Có khả năng trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Có thể bị đe dọa đến khả năng chi trả trong điều kiện kinh tế xấu.

BB — Hạng khả tín tương đối trung bình. Có khả năng thấp trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Sẽ thiếu khả năng chi trả trong điều kiện kinh tế xấu.

B — Hạng khả tín tương đối thấp. Tạm thời có khả năng chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Tuy nhiên, những thay đổi có tính cách tiêu cực sẽ dẫn đến tình trạng suy thoái trầm trọng khả năng chi trả, dầu là trong điều kiện kinh tế

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lạc quan.

CCC – Hạng khả tín thấp. Bất thường trong khả năng chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Có tính cách đầu cơ (speculative).

CC – Hạng khả tín rất thấp. Có tính cách đầu cơ.

C — Hạng khả tín thấp nhất. Công ty hoặc cơ quan phát hành có thể đã khai báo phá sản nhưng vẫn tiếp tục chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả số nợ.

D — Đã từng hoặc đang giặt nợ (in default)

Tiêu Chuẩn Xếp Hạng Khả Tín Theo Moody's Investors Service, Inc..

Aaa — Hạng khả tín cao nhất. Có khả năng cao nhất trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn.

Aa — Hạng khả tín rất cao. Có khả năng rất cao trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn.

A — Hạng khả tín cao. Có khả năng cao trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Có thể bị áp lực nhẹ trong khả năng chi trả dưới điều kiện kinh tế xấu.

Baa — Hạng khả tín trung bình. Có khả năng trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Có thể bị đe dọa đến khả năng chi trả trong điều kiện kinh tế xấu.

Ba — Hạng khả tín tương đối trung bình. Có khả năng thấp trong việc chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Sẽ thiếu khả năng chi trả trong điều kiện kinh tế xấu.

B — Hạng khả tín tương đối thấp. Tạm thời có khả năng chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Caa – Hạng khả tín thấp. Bất thường trong khả năng chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả nợ số nợ vay mượn. Có tính cách đầu cơ (speculative).

Ca – Hạng khả tín rất thấp. Có tính cách đầu cơ.

C — Hạng khả tín thấp nhất. Công ty hoặc cơ quan phát hành có thể đã khai báo phá sản nhưng vẫn tiếp tục chi trả lợi nhuận định kỳ và hoàn trả số nợ.

D — Đã từng hoặc đang giặc nợ (in default)

NR — Không xếp hạng

MIG1 – Hạng khả tín rất cao. Có thể chấp hoặc bảo chứng. Lợi nhuận định kỳ được miễn thuế. Thường dùng cho trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương.

PRIME1 — Hạng khả tín cao nhất. Có thể chấp hoặc bảo chứng. Thường dùng cho trái phiếu của công ty doanh thương.

Yết Giá Công Trái Phiếu

Bảng yết giá của công trái phiếu có phần khác biệt so với bảng yết giá trái phiếu do công ty doanh thương phát hành. Thường thấy bảng yết giá công trái phiếu trên nhật báo tương tự như sau:

Maturity Date	Bid	Ask	Yield
1997	%	%	%
1-12	5.81	4.99	5.09
1-19	5.66	5.39	5.50
1-26	5.21	5.14	5.26

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Cột thứ nhất chỉ ngày mãn du kỳ (maturity date). Cột thứ nhì chỉ giá đấu để mua (bid to buy) do những đại lý kêu giá. Cột thứ ba chỉ giá đấu để bán (ask to sell) cũng do những đại lý kêu giá. Cột cuối cùng chỉ mức lợi nhuận hiện hành. Sai biệt giữa giá đấu mua và giá đấu bán là phần lời của những đại lý mua bán trái phiếu. Trái phiếu mãn du kỳ ngày 1/12/1997 kêu giá mua là 5.81% và kêu giá bán là 4.99%. Phần lời của đại lý theo đó là 0.82% hay là số sai biệt giữa 5.81% và 4.99%.

Từ bảng yết giá trên cho thấy là thị trường mua bán trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành không yết giá GTT (price) nhưng thay vào đó là LNHH (yield).

Lợi Nhuận Tương Đương Không Miễn Thuế, LNTĐKMT

Một chọn lựa đầu tư liên quan đến yếu tố được miễn thuế hay không được miễn thuế trên một chứng khoán tùy thuộc phần lớn vào mức thuế liên bang thấp nhất của người đầu tư (investor's marginal federal tax rate) và tùy thuộc vào lợi nhuận được miễn thuế (tax-exempt interest) so với lợi nhuận không được miễn thuế (taxable interest) của chứng khoán đó. Mức lợi nhuận của chứng khoán được miễn thuế (yield on tax-exempt securities) thường được trình bày theo mức lợi nhuận tương đương với lợi nhuận không được miễn thuế, thuật ngữ chuyên môn gọi là mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế (taxable equivalent yield), hay là:

$$\text{LNTĐ\%KMT} = \text{LN\%MT} / (1 - \text{ThLB}) \quad \{4-5\}$$

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

LN%_{MT} = Mức lợi nhuận được miễn thuế, %

LNTĐ%_{KMT} = Mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế, %

Th_{LB} = Mức thuế liên bang thấp nhất của người đầu tư, %

Giả dụ như mức thuế liên bang thấp nhất cho cá nhân ông A là 28%. Nếu ông A mua một chứng khoán cho một mức lợi nhuận là 6% và nếu được miễn thuế liên bang thì lợi nhuận tương đương không miễn thuế của chứng khoán sẽ là 8.33%, hay là $6\% / (1 - 0.28)$. Nói một cách khác, một chứng khoán không được miễn thuế phải cho lợi nhuận là 8.33% mới tương xứng với 6% lợi nhuận của chứng khoán được miễn thuế.

Giá trị của lợi nhuận được miễn thuế sẽ gia tăng khi được miễn luôn cả thuế tiểu bang hoặc địa phương. Trong trường hợp người đầu tư cư trú trong cùng một tiểu bang với chính quyền phát hành chứng khoán và được miễn cả hai thứ thuế (double tax-exempt), công thức để tính mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế sẽ là:

$$\text{LNTĐ\%KMT} = \{ \text{LN\%MT} \} / \{ 1 - [\text{Th}_{\text{LB}} + \text{Th}_{\text{TB}} (1 - \text{Th}_{\text{TB}})] \} \quad \{4-6\}$$

LN%_{MT} = Mức lợi nhuận được miễn thuế, %

LNTĐ%_{KMT} = Mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế, %

Th_{LB} = Mức thuế liên bang thấp nhất của người đầu tư, %

Th_{TB} = Mức thuế tiểu bang thấp nhất của người đầu tư, %

Giả dụ như bà B có mức thuế liên bang thấp nhất là 28% và mức thuế tiểu bang thấp nhất là 10%. Như

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

vậy mức thuế thực sự của bà B khi gộp hai thứ thuế lại với nhau tính ra là 35%, hay là $[0.28 + 0.10 (1 - 0.28)] = 0.35$. Nếu một chứng khoán được miễn cả hai thứ thuế và cho mức lợi nhuận là 6% thì mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế sẽ là 9.23%, hay là $6\% / \{1 - 0.35\}$. Một chứng khoán không được miễn thuế phải cho lợi nhuận là 9.23% mới tương xứng với 6% lợi nhuận của chứng khoán được miễn hai thứ thuế liên bang và tiểu bang.

Cần nói thêm là chỉ có lợi nhuận định kỳ là được miễn thuế (only the accrued interest is tax exempt) còn lợi nhuận tư bản (capital gain) thì không được miễn thuế. Lợi nhuận tư bản là lợi nhuận đến từ sai biệt giá, giá mua vào và giá bán ra. Trong trường hợp trái phiếu được giữ đến ngày mãn hạn thì lợi nhuận tư bản là sai biệt giữa giá mua vào và mệnh giá.

Phân Phối Tới Thị Trường

Đa số những ngân hàng và những công ty chuyên mua bán chứng khoán có tầm vóc (most large banks and securities firms), cùng với một số công ty nhỏ chuyên mua bán trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành, đảm nhiệm vai trò đại lý trong thị trường trái phiếu (act as dealers). Những đại lý này đứng làm trung gian đảm nhiệm phân phối những trái phiếu mới ra thị trường, thị trường cấp 1, và làm thị trường cho những trái phiếu đang du hành, thị trường cấp 2.⁴

Trung Gian Đảm

Nhiệm Phân Phối

Một chứng khoán mới phát hành, với một số lượng không nhỏ, thường được một đại lý đứng ra làm một trung gian đảm nhiệm phân phối. Vai trò này, theo thuật ngữ chuyên môn, được gọi là một trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới (an underwriter).

Nếu là một số lượng thật lớn vượt ngoài khả năng của một đại lý, một tập hợp của nhiều đại lý sẽ liên kết tạm thời để đứng ra đảm nhiệm phân phối. Tập hợp này, cũng theo thuật ngữ chuyên môn, được gọi là một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới (a syndicate of dealers; underwriting group; purchase group; banking syndicate; investment banking syndicate; distributing syndicate).

Trong một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới có một đại lý đầu não (lead dealer) chịu lãnh thâu một phần lớn của số lượng chứng khoán mới (a large portion of securities) và chịu trách nhiệm quản lý vận hành phân phối của toàn tổ.

Những tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới được sử dụng để mở rộng tầm với tới những người đầu tư và để chia trái (spread) hiểm họa đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới (underwriting risk) giữa nhiều đại lý. Hiểm họa đáng kể nhất là lãi suất hiện hành có thể gia tăng ngoài tiên liệu trước khi trái phiếu mới được bán hết ra thị trường ở một giá có lời.

Kinh Phân Phối

Chứng khoán mới được phân phối tới thị trường qua kinh tư hệ (private placement channel) hoặc qua kinh công hệ (public offering channel).

Qua kinh tư hệ, chứng khoán được bán ra cho một nhóm khách đầu tư nằm trong giới hạn của mạng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lưới quan hệ tư. Qua kinh công hệ, chứng khoán được bán ra cho công chúng một cách rộng rãi.

Nếu sử dụng kinh công hệ để phân phối trái phiếu mới, công ty hoặc chính quyền phát hành phải chọn trước là sẽ cho đấu giá (competitive bidding) hay là sẽ điều đình bán khoán (negotiated sales).

Nếu cho đấu giá, công ty hoặc chính quyền phát hành trái phiếu sẽ quảng cáo trái phiếu sắp phát hành (advertises the issue) qua những phương tiện truyền thông rồi sau đó bán toàn bộ số lượng trái phiếu mới cho một trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới, hoặc cho một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới, cho giá cao nhất (then sells it to the underwriting dealer, or syndicate of dealers, that offers the highest price).

Nếu điều đình bán khoán, công ty hoặc chính quyền phát hành trái phiếu sẽ chọn một trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới hoặc một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới để điều đình giá chứ không quảng cáo và bán toàn bộ số lượng trái phiếu mới cho nó với giá đã điều đình.

Trách Nhiệm Của Trung Gian Phân Phối

Trách nhiệm của một trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới, hoặc của một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới, là đưa số trái phiếu mới vào thị trường cấp 1 để giúp huy động tài chính cho công ty hoặc chính quyền phát hành, và trách nhiệm của nó dừng lại ở đó. Thị trường cấp 1 rất năng động và hiệu quả.

Thị Trường Cấp 2

Khác với thị trường cấp 1, vì sự đa dạng trong bản chất của trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành (heterogeneous nature) cho nên thị trường cấp 2 kém năng động hơn nhiều so với thị trường cấp 1. Thường là những đại lý mua bán chứng khoán đứng ra làm thị trường cho trái phiếu cũ do chính họ đã đảm nhiệm đưa vào thị trường cấp 1 trước đó.

Muốn bán một trái phiếu nào đó đang du hành đa số đại lý sẽ nhờ đến những trung gian mua bán chứng khoán (brokers) đứng ra tìm những đối tượng đang muốn mua trái phiếu đó (particular issues are often matched by brokers with those wishing to buy the same issues). Những trung gian mua bán chứng khoán chỉ nhận làm dịch vụ với số lượng lớn và lấy phí dịch vụ.

Tăng Cường Trình Độ Khả Tín Và Khả Năng Lưu Hoạt

Để nâng hạng khả tín và cải thiện khả năng xâm nhập thị trường (to improve credit rating and marketability) của một trái phiếu, chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương phát hành trái phiếu thường ký hợp đồng để giúp tăng cường trình độ khả tín và khả năng lưu hoạt (credit and liquidity enhancement) cho trái phiếu đó. Hợp đồng như thế có tên là hợp đồng tăng cường trình độ khả tín (credit substitution agreement) hoặc hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt (liquidity substitution agreement).

Một hợp đồng tăng cường trình độ khả tín là một

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

văn bản ký kết giữa chính quyền phát hành chứng khoán và thành phần thứ ba (a third party) trong đó thành phần thứ ba cam kết là sẽ chịu trách nhiệm chi trả vốn lẫn lời của một chứng khoán cho những người đang làm chủ chứng khoán đó nếu chính quyền phát hành không thi hành nghĩa vụ chi trả. Với hợp đồng này thành phần thứ ba trực tiếp chịu trách nhiệm với trái chủ nếu chính quyền phát hành trái phiếu giạt nợ (if the issuer defaults).

Một hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt là một giao hứa có điều kiện của thành phần thứ ba (a third party's conditional promise) là sẽ thu mua một chứng khoán đang du hành theo nhu cầu của người đầu tư hoặc sẽ cho chính quyền phát hành chứng khoán đó mượn nợ để dùng vào việc thu mua theo nhu cầu của người đầu tư (either to purchase tendered securities itself or to provide the municipal issuer with a loan that will enable it to redeem the securities).

Một hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt chỉ có hiệu quả khi chứng khoán nêu trong hợp đồng không thể bán ra lại thị trường ở một mức lợi nhuận định kỳ nằm dưới mức tối đa mà chính quyền phát hành đã định trước (cannot resell the tendered securities at an interest rate below the level sets by the issuer), hoặc chỉ đơn giản là chứng khoán đó không thể bán ra lại thị trường (cannot resell them at all), hoặc không thể phát hành chứng khoán để thay thế chứng khoán đang mãn hạn (cannot reissue the maturing securities).

Những hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt có đặt điều kiện trên sức khỏe tài chính của chính quyền phát hành (are conditioned on the financial health of the municipal issuers). Trong những hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt có chứa một điều khoản nói rõ là hợp đồng sẽ bị hủy bỏ nếu sức khỏe tài chính của chính quyền phát hành sa sút đáng kể (have a clause that voids the

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

agreement if the financial condition of the issuer deteriorates significantly).

Đa số hợp đồng là do những ngân hàng lớn, của Hoa Kỳ và của ngoại quốc, cung cấp.

Tham Khảo

1. “The term ‘municipality’ refers to local governments and to the special districts and authorities created by state and local governments. Some writers use the term to refer to state governments as well.” John R. Walter, *Short-term Municipal Securities*, p.1

2. “Most major data-collecting firms consider municipal securities short-term if they have maturities of no more than 12 or 13 months or if they have features that make their effective maturities no more than 12 or 13 months.” John R. Walter, *Short-term Municipal Securities*, p.1

3. L ST, H, DB là do tác giả gán tên lấy theo những mẫu tự đầu của tên tiếng Anh.

4. Chiếu theo dự luật Glass- Steagall (Glass-Steagall Act) ban hành năm 1933, ngân hàng chỉ được phép đảm nhiệm phân phối loại trái phiếu GO mà thôi.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Tín Phiếu Ký Thác



Tín phiếu ký thác là một văn bản chứng nhận một ký thác có thời hạn, được gọi là ký thác hạn kỳ (a time deposit), trong đó người ký thác (depositor) giao cho một cơ quan nhận ký thác (placed with a depository institution) một số tiền để lấy lãi. Trên tín phiếu ký thác có ghi rõ số tiền ký thác, ngày mãn hạn ký thác, mức lợi nhuận định kỳ, và phương pháp chiết tính lợi nhuận định kỳ.

Thời gian từ khi ký thác cho đến khi mãn hạn của tín phiếu được gọi là du kỳ của tín phiếu. Mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu còn gọi là lãi suất của tín phiếu. Và lợi nhuận định kỳ của tín phiếu còn gọi là lãi nhuận của tín phiếu.

Căn cứ vào loại cơ quan phát hành, những tín phiếu ký thác có mệnh giá cao có thể được xếp vào 4 loại: tín phiếu ký thác nội địa (domestic CDs), tín phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs), tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs), và tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDs).

TPKT Nội Địa

Tín phiếu ký thác nội địa là những tín phiếu ký thác do ngân hàng Hoa Kỳ phát hành bên trong lãnh thổ Hoa Kỳ (issued by US banks domestically).

Được Quyền Chuyển Nhượng Hoặc Không Được Quyền Chuyển Nhượng

Tín phiếu ký thác có thể thuộc loại được quyền chuyển nhượng hoặc thuộc loại không được quyền chuyển nhượng tùy vào đặc điểm pháp lý của nó (legal specifications). Với loại tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng (negotiable CDs), người ký thác có thể bán nó cho người khác và người đó cũng có quyền bán lại cho người khác nữa. Với loại tín phiếu không được quyền chuyển nhượng (nonnegotiable CDs), người ký thác thông thường là phải giữ nó cho đến ngày mãn hạn.

Có Đăng Ký Hoặc Không Có Đăng Ký

Tín phiếu ký thác có thể thuộc loại chi trả cho người cầm phiếu (payable to the bearer), hoặc thuộc loại chỉ chi trả

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

cho người đã đăng ký chủ quyền (registered in the name of the investor). Đa số những tín phiếu có mệnh giá cao đều thuộc loại chi trả cho người cầm phiếu vì với loại này thủ tục mua bán giản dị hơn nhiều và ít tốn kém so với loại đăng ký chủ quyền. Dưới dự luật Công Bình Thuế Thu và Thu Chi Hữu Trách ban hành năm 1982 (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act; TEFRA), tất cả tín phiếu ký thác có hạn du kỳ dài hơn một năm, tính từ ngày phát hành, đều phải đăng ký chủ quyền.

Thời Gian Du Kỳ

Dẫu rằng có những tín phiếu ký thác có thời gian du kỳ dài tới 5 năm nhưng đa số có du kỳ từ 1 tháng đến 12 tháng. Luật lệ kiểm soát ngân hàng của liên bang qui định là thời gian du kỳ cho tín phiếu ký thác tối thiểu không dưới 7 ngày.

Cách Tính

Lợi Nhuận Định Kỳ

Thông thường lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác được chiết tính theo phương pháp tính lãi đơn (interest bearing basis) trên căn bản 360 ngày một năm, hay là “số ngày du kỳ / 360 ngày,” còn gọi là căn bản của tín phiếu ký thác (CD basis). Giả dụ như một tín phiếu ký thác du kỳ 90 ngày có mệnh giá 1 triệu USD và lãi suất 3 phần trăm. Với phương pháp tính lãi đơn trên căn bản 360 ngày một năm, sau 90 ngày người ký thác sẽ nhận lại một số tiền là 1,007,500 USD hay là $1,000,000 \text{ USD} \times [1 + (90/360) \times 0.03]$. Tuy nhiên, một số ngân hàng lại chiết tính trên căn bản 365 ngày một năm. Trong trường

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

hợp này, với cùng một mức lợi nhuận định kỳ, người ký thác sẽ nhận được ít tiền lãi hơn so với cách tính trên căn bản 360 ngày một năm. Cùng một giả dụ, với phương pháp tính lãi đơn trên căn bản 365 ngày một năm, sau 90 ngày người ký thác sẽ nhận lại một số tiền là 1,007,397 USD, hay là $1,000,000 \text{ USD} \times [1 + (90/365) \times 0.03]$. Cho những tín phiếu ký thác có du kỳ dài hơn một năm với mức lợi nhuận định kỳ cố định (fixed interest), ngân hàng thường chi trả lợi nhuận định kỳ vào mỗi 6 tháng (semi-annually).

Lợi Nhuận Định Kỳ

Tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ điều chỉnh (variable-rate CDs; VRCDs), còn gọi là tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ thả nổi (floating CDs), có mặt tại Hoa Kỳ từ năm 1975.

Với loại này chiều dài thời gian du kỳ, cũng là chiều dài thời gian ký thác, của tín phiếu được chia ra làm nhiều tiểu hạn và những tiểu hạn có chiều dài thời gian bằng nhau (total maturity is divided into equally long rollover periods). Những tiểu hạn được gọi theo thuật ngữ chuyên môn là những cái chân (legs) hay là những chuyển kỳ (roll periods). Ở mỗi đầu móc thời gian của những chuyển kỳ mức lợi nhuận định kỳ (%) của tín phiếu ký thác sẽ được điều chỉnh lại theo mức lãi suất hiện hành trên thị trường và lợi nhuận định kỳ (\$) sẽ được chi trả ở mỗi cuối chuyển kỳ.

Lãi suất cho mỗi chuyển kỳ thông thường được tính theo phương pháp “phần trăm cao hơn lãi suất chuẩn” (set at some fixed spread to a certain base rate). Lãi suất chuẩn có thể là lãi suất nổi (prime rate), lãi suất ngân hàng Luân Đôn (London Interbank Offered Rate,

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

LIBOR), hoặc lãi suất công trái phiếu ngắn hạn (treasury bill rate). Chiều dài thời gian du kỳ của công cụ tài chính dùng để định lãi suất chuẩn sẽ bằng với chiều dài thời gian của những chuyển kỳ của tín phiếu ký thác. Lãi suất nổi là mức lãi suất ngân hàng áp dụng cho những công ty thương nghiệp có uy tín nhất để tính giá cho vay với lãi suất thả nổi (floating rate loans).

Tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ điều chỉnh được những ngân hàng phát hành tín phiếu sử dụng nhiều vì tín phiếu ký thác loại này có mức lưu hoạt cao nhờ cung ứng nguồn vốn với du kỳ tương đối dài. Giới đầu tư vào thị trường tiền tệ ưa thích tín phiếu ký thác loại này vì muốn mua những công cụ có du kỳ dài nhưng cùng lúc hạn chế được mất mát lợi nhuận nhờ mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu được điều chỉnh thường xuyên theo mức giá tăng của lãi suất hiện hành trên thị trường.

Trong thập niên 1980, tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ điều chỉnh chiếm khoảng 10 phần trăm của tổng số tín phiếu ký thác có mệnh giá cao trên thị trường. Tuy nhiên đến cuối năm 1992 tín phiếu ký thác loại này chỉ còn vào khoảng 2 phần trăm.

TPKT Tương Dạng

Trái phiếu ký thác (deposit notes) và trái phiếu ngân hàng (bank notes) là sản phẩm của những ngân hàng lớn vào giữa thập niên 1980, nhất là những ngân hàng hải ngoại có chi nhánh tại Hoa Kỳ.

Trái phiếu ký thác tương đương với tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng. Nó là loại ký thác có hạn kỳ, thường bán ra với mệnh giá một triệu USD cho những tổ chức đầu tư (institutional investors), chỉ được FDIC bảo hiểm tối đa một trăm ngàn USD và cho mức lợi

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nhuận định kỳ cố định (fixed interest rate).

Trái phiếu ký thác chỉ khác với tín phiếu ký thác ở chỗ cách tính lợi nhuận định kỳ của trái phiếu ký thác giống với cách tính lợi nhuận định kỳ của những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành (corporate bonds).

Ngân hàng phát hành trái phiếu ký thác với mục đích thu hút đầu tư của thị trường trái phiếu trung hạn do những công ty doanh thương phát hành (medium-term corporate bonds) vì vậy đa số trái phiếu ký thác có du kỳ vào khoảng 18 tháng cho đến 5 năm.

Trái phiếu ngân hàng (bank notes) là một phương tiện để ngân hàng huy động vốn mà không bị buộc vào luật lệ phải mua bảo hiểm (not subject to federal deposit insurance premiums). Trái phiếu ngân hàng chính thực là trái phiếu ký thác nhưng ngân hàng không gọi và không báo cáo là trái phiếu ký thác trên văn bản tài chính của ngân hàng. Thay vào đó nó được báo cáo dưới mục “những khoản nợ khác” (other liabilities) như là vốn mượn (as borrowed money).

TPKT Hải Ngoại

Tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs or London Dollar CDs) là những tín phiếu ký thác mỹ kim hải ngoại do những ngân hàng nằm ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ phát hành (dollar-denominated CDs issued by foreign branches of US banks or by foreign banks located abroad).

Ký thác mỹ kim hải ngoại (Eurodollar deposits) là thuật ngữ gán cho vốn mỹ kim huy động tại hải ngoại bằng công cụ tín phiếu ký thác nằm ngoài phạm vi luật lệ kiểm soát ngân hàng của Hoa Kỳ (are bank deposit liabilities denominated in US dollars but not subject to US banking regulations). Vào thời điểm trước đây khá lâu,

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

những hoạt động ký thác mỹ kim hải ngoại nằm ngoài phạm vi của luật lệ kiểm soát ngân hàng của Hoa Kỳ chỉ có tại Âu Châu do đó mỹ kim hải ngoại mới có tên là Eurodollars.¹ Và vì tập trung tại thành phố Luân Đôn nên mỹ kim hải ngoại còn có tên là London dollars. Ngày nay phần lớn những ký thác mỹ kim hải ngoại vẫn tập trung tại Âu Châu nhưng còn có thêm những chỗ khác như là US-IBFs, Bahamas, Bahrain, Cayman Islands, Panama, Japan, Hongkong, Singapore, Netherlands Antilles, và Canada.

Tín phiếu ký thác hải ngoại là loại tín phiếu được quyền chuyển nhượng (negotiable CDs) và lãi nhuận của nó được chiết tính bằng phương pháp tính lãi đơn (interest bearing basis). Đa số tín phiếu ký thác hải ngoại có lợi nhuận định kỳ cố định và có du kỳ từ 3 cho tới 6 tháng. Loại có lợi nhuận định kỳ thả nổi (floating-rate Eurodollar CDs) cũng được phát hành nhưng với du kỳ dài hơn.

Một số tín phiếu ký thác hải ngoại, còn được biết đến dưới tên “Tranche CDs,” được phát hành với số vốn huy động rất lớn, trung bình vào khoảng 10 cho đến 30 triệu USD. Sau đó được những đại lý mua bán chứng khoán (dealers) đem chia ra thành những tín phiếu với mệnh giá nhỏ hơn, vào khoảng 10 cho tới 25 ngàn USD, để bán ra thị trường qua những trung gian mua bán chứng khoán (brokers), những ngân hàng đầu tư (investment banks) hoặc những hoạt động bán lẻ của ngân hàng phát hành (issuing bank’s retail sales operation). Những tín phiếu con này có cùng mức lợi nhuận định kỳ, cùng ngày phát hành, cùng ngày chi trả lợi nhuận định kỳ và cùng ngày mãn hạn du kỳ như tín phiếu mẹ.

Phần lớn số lượng tín phiếu ký thác hải ngoại là do chi nhánh của những ngân hàng lớn của Hoa Kỳ, Nhật Bản, Gia Nã Đại và những ngân hàng giao hoán

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Anh Quốc phát hành (British clearing banks) và bán cho những ngân hàng khác trên thị trường liên ngân hàng Luân Đôn (London Interbank markets) nhưng đa số được bán cho những nhà đầu tư thuộc tổ chức và cho những công ty lớn của Hoa Kỳ.

Ngân hàng phát hành tín phiếu ký thác hải ngoại để huy động vốn mỹ kim bên ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ cung ứng cho nhu cầu quốc tế (international lending) hoặc chuyển về nước cung ứng cho nhu cầu nội địa. Những ngân hàng lớn của Hoa Kỳ liên tục so sánh giá hiệu quả (effective costs) trong việc huy động vốn tại nội địa và tại thị trường mỹ kim hải ngoại. Nếu giá hiệu quả trong việc huy động vốn tại Hoa Kỳ có lợi hơn, công cụ tín phiếu ký thác nội địa sẽ được sử dụng. Còn ngược lại, nếu giá hiệu quả trong việc huy động vốn tại thị trường mỹ kim hải ngoại có lợi hơn họ sẽ sử dụng công cụ tín phiếu ký thác hải ngoại.

TPKT Của Ngân Hàng Ngoại

Tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs) là loại tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng (negotiable CDs) do chi nhánh Hoa Kỳ của những công ty ngoại quốc phát hành (issued by US branches of foreign banks). Chi nhánh New York của những ngân hàng cấp quốc tế của Nhật Bản, Gia Nã Đại, Anh và Tây Âu phát hành hầu hết những tín phiếu ký thác loại này để huy động vốn cho những công ty khách hàng của họ (corporate customers) tại Hoa Kỳ.

Tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại xuất hiện lần đầu tiên vào đầu thập niên 1970. Vào thời điểm đó tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại cho mức lợi nhuận

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

định kỳ cao hơn là tín phiếu ký thác nội địa. Lý do là vì giới đầu tư tại Hoa Kỳ không tin tưởng mấy vào những ngân hàng ngoại quốc vì không biết nhiều về những nguyên tắc kế toán của nước ngoài, không có đầy đủ tin tức báo cáo và khó xác định được độ khả tín. Cho nên, tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại phải cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn để tương xứng với hiểm họa cao hơn so với tín phiếu ký thác nội địa do những ngân hàng Hoa Kỳ phát hành mới có thể cạnh tranh thu hút được giới đầu tư. Những năm gần đây tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại cho mức lợi nhuận định kỳ gần với mức mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác nội địa vì qua đôi mắt của giới đầu tư Hoa Kỳ mức độ khả tín của những ngân hàng ngoại quốc không khác mấy với mức độ khả tín của những ngân hàng Hoa Kỳ, nói một cách tổng quát.

Thị trường tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại tăng trưởng đều (grew steadily) suốt thập niên 1970 và tăng trưởng chậm suốt thập niên 1980. Quyết định hủy bỏ những qui định dự trữ cho những loại ký thác có du kỳ dưới 18 tháng không thuộc tương mục cá nhân (reserve requirements on nonpersonal time deposits) vào cuối tháng 12 năm 1990 đã giúp cho thị trường tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại tăng trưởng nhanh chóng trong hai năm 1991 và 1992. Trước khi quyết định này được hủy bỏ, những ngân hàng ngoại quốc muốn cho thân chủ Hoa Kỳ vay vốn tài trợ qua công cụ tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại phải giữ 3% dự trữ theo qui định dự trữ của Ngân Hàng Trung Ương (3% Federal Reserve reserve requirement when funding loans with Yankee CDs). Ngân hàng ngoại quốc có thể tránh né qui định dự trữ bằng cách ghi sổ cho các thân chủ Hoa Kỳ vay tại một chi nhánh bên ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ (booking loans to US borrowers) rồi phát hành tín phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs) để gom vốn. Cách tránh né này giúp sức cho thị trường tín phiếu ký thác hải ngoại. Nhưng rồi quyết định hủy bỏ những qui định dự trữ vào tháng 12 năm 1990 loại trừ ưu thế của tín phiếu ký thác hải ngoại và vì vậy giúp sức cho thị trường tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại tăng trưởng.

TPKT Của Ngân Hàng Tiết Kiệm

Tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDs) là những tín phiếu ký thác do những ngân hàng tiết kiệm (savings banks) hoặc do những hiệp hội tiết kiệm và cho vay (savings and loans associations) phát hành. Chỉ có hiệp hội tiết kiệm và cho vay lớn nhất mới có thể phát hành và bán ra thị trường quốc gia những tín phiếu ký thác có mệnh giá cao. Vào đầu năm 1990, tổng số lượng tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng của ngân hàng tiết kiệm có du kỳ 3 tháng hoặc ngắn hơn đang lưu hành trên thị trường (outstanding negotiable thrift CDs with original maturities of 3 months or less) lên đến 11 tỉ USD. Nhưng tới tháng 9 năm 1992, tổng số lượng chỉ còn lại 3.4 tỉ USD. Lý do cho sự suy thoái của thị trường tín phiếu loại này là vì những thất bại liên tục và tai tiếng không tốt trong thị trường tiết kiệm và cho vay làm giới đầu e ngại và xa lánh.

Hiểm Họa & Lợi Nhuận

Tín phiếu ký thác thường được phát hành với mệnh giá

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

trên 100 ngàn USD trong khi công ty liên bang bảo hiểm ký thác (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) chỉ bảo hiểm tối đa là 100 ngàn USD. Tiền ký thác có thể không được hoàn lại đủ số vào ngày mãn hạn nếu có chuyện không may xảy ra cho ngân hàng phát hành. Theo đó, giới đầu tư gánh lấy rủi ro “có thể mất vốn” khi mua tín phiếu ký thác. Vì thế nên giới đầu tư đòi hỏi mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác phải gia tăng khi họ cảm nhận mức rủi ro của ngân hàng phát hành (perceived riskiness of the bank) gia tăng. Phần chênh lệch lãi suất theo chênh lệch rủi ro được gọi là phí hiểm họa khả tín (credit risk premium) hoặc phí hiểm họa bị giạt nợ (default risk premium).

Những tín phiếu ký thác có mệnh giá cao thường cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn là những trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành có cùng chiều dài du kỳ. Hiện tượng này được qui vào 3 lý do. Thứ nhất, không giống như đầu tư vào trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành (treasury bills), đầu tư vào tín phiếu ký thác có mang theo đó hiểm họa khả tín (subject to credit risk). Cho nên, tín phiếu ký thác phải cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành để cho tương xứng với rủi ro này. Thứ hai, dầu rằng thị trường cấp hai (secondary market) của tín phiếu ký thác có đủ lớn (well developed) nhưng không thể sánh với tầm vóc và chiều sâu của thị trường trái phiếu do liên bang phát hành. Cho nên, giới đầu tư có thể đòi lãi nhuận cao hơn để bù đắp cho mức lưu hoạt kém hơn (less liquidity) của thị trường tín phiếu ký thác. Thứ ba, đa số trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành được miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương. Do đó, tín phiếu ký thác phải cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu để lợi nhuận sau khi trừ thuế (after-tax

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

yield) của tín phiếu ký thác bằng với lợi nhuận của trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành. Khi lãi suất hiện hành trên thị trường gia tăng, giá trị trên ưu điểm miễn thuế của trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành cũng gia tăng theo. Do đó, mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác cũng có khuynh hướng tăng theo.

Trong suốt chiều dài thời gian 1965-1990, đã có nhiều lần mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác và mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu do liên bang phát hành cách nhau rất xa. Xa nhất là vào năm 1974, khoảng cách này đã lên đến 470 điểm căn bản (basic points) hay là 4.70 phần trăm vì bị ảnh hưởng sụp đổ của hai ngân hàng lớn, Bankhaus Herstatt và Franklin National Bank. Năm 1969 và hai năm 1980-1981, khoảng cách giữa mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác và mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành cũng rất lớn vì nguyên do lạm phát. Tiếp theo đó là khoảng cách rất lớn trong năm 1982, dầu rằng lãi suất hiện hành của thị trường trên đà giảm xuống. Lý do là vì tình trạng khủng hoảng của Penn Square Bank kéo theo những ngân hàng liên hệ như là Chase Manhattan Bank và Continental Illinois Bank.

Chức Năng Của TPKT

Chỉ có những ngân hàng trung tâm tiền tệ (money center banks) và những ngân hàng cấp vùng có tầm vóc (large regional banks) mới có thể bán tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng trên thị trường toàn quốc (national market). Tín phiếu ký thác có mệnh giá cao (large CDs) giữ hai chức năng quan trọng. Thứ nhất, nhờ công cụ này ngân hàng có thể phát hành để huy động vốn cung ứng cho những khoản vay mới một cách nhanh chóng

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

(can be issued to fund new loans quickly). Thứ hai, giúp cho ngân hàng giới hạn hiểm họa lãi suất (limit exposure to interest rate risk) xảy ra khi có sự chênh lệch trong độ mẫn cảm lãi suất giữa tài sản và nợ (a difference between interest rate sensitivity of assets and liabilities).

Giả dụ như tài sản của ngân hàng XYZ có du kỳ trung bình là 9 tháng (assets mature or reprice every 9 months on average) trong khi nợ của nó có du kỳ trung bình là 6 tháng (liabilities mature or reprice every 6 months on average). Trong trường hợp lãi suất thị trường gia tăng lợi nhuận định kỳ của tài sản, hay là lãi tức của tài sản, sẽ tăng chậm hơn là lợi nhuận định kỳ của nợ, hay là lãi phí của nợ, và vì thế lợi tức của ngân hàng XYZ sẽ bị giảm thiểu. Ngân hàng XYZ có thể nâng du kỳ trung bình của nợ lên cho tương đương với du kỳ trung bình của tài sản bằng cách phát hành tín phiếu du kỳ 12 tháng có lợi nhuận định kỳ cố định với quyền chuyển nhượng (issuing fixed rate, negotiable CDs with maturities of one year). Cách này có thể giúp giới hạn hiểm họa lãi suất cho ngân hàng XYZ

Xếp Hạng Khả Tín

Tín phiếu ký thác trên thị trường được những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư xếp hạng khả tín (rating) theo sự đánh giá của họ về khả năng của ngân hàng phát hành so với khả năng của những ngân hàng phát hành khác. Trong số những yếu tố dùng để đánh giá khả năng của ngân hàng có: mức độ lưu hoạt (bank's liquidity), hiểm họa lãi suất (interest rate risk), khả năng cạnh tranh trong môi trường đang hoạt động (competitive position in its operating environment), lợi nhuận (profitability), phẩm chất của tài sản (asset qual-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

ity), khả năng của ban quản trị (strength of its management) và điều kiện tổng quát của nền kinh tế. Trong số những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư có Standard and Poor's Corporation, Duff and Phelps Inc., Moody's Investor Service Inc., Thomson Bankwatch Inc., IBCA Ltd, Fitch's Investor Service Inc..

Thị Trường Cấp 1

Thị trường cấp 1 (primary market) một là thị trường tín phiếu ký thác mới phát hành (new issues). Trong thị trường cấp 1 những ngân hàng tích cực phát hành tín phiếu ký thác có cho niêm yết hàng ngày mức lợi nhuận định kỳ của những tín phiếu ký thác phổ thông. Mức lợi nhuận định kỳ được niêm yết là lãi suất mà ngân hàng đó bằng lòng trả cho người ký thác. Hay nói một cách khác, đó là mức lợi nhuận định kỳ mà ngân hàng bằng lòng cho phát hành tín phiếu ký thác trong ngày đó. Khi không cần huy động vốn (not interested in raising funds), ngân hàng sẽ cho niêm yết dưới mức lãi suất hiện hành trên thị trường (post below-market rates). Và ngược lại khi cần huy động vốn, ngân hàng có thể cho niêm yết mức lợi nhuận định kỳ ngang với hoặc trên mức lãi suất hiện hành trên thị trường.

Ngân hàng có hệ thống phân phối rất giới hạn cho nên họ cố gắng bán trực tiếp cho giới đầu tư tất cả tín phiếu ký thác do họ phát hành. Tuy nhiên họ thường phải nhờ đến hệ thống phân phối bên ngoài bằng cách bán một số lượng tín phiếu ký thác cho những đại lý mua bán chứng khoán để những đại lý này bán lại cho giới đầu tư, nhất là những ngân hàng nhỏ và những ngân hàng ngoại quốc có chi nhánh tại Hoa Kỳ. Đối với những tín phiếu ký thác khó bán trực tiếp cho giới đầu tư như là

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

tín phiếu ký thác dài hạn hoặc tín phiếu ký thác với mức lợi nhuận định kỳ điều chỉnh (variable-rate CDs).

Một cuộc giao hoán tiêu biểu của thị trường tín phiếu ký thác nội địa thường diễn ra giữa một ngân hàng trung tâm tiền tệ cỡ lớn (a large money center bank) tại thành phố New York và một khách đầu tư có tầm vóc (a large investor) cũng có trụ sở đầu não tại thành phố New York. Sau khi đồng ý với nhau về mức lợi nhuận định kỳ, du kỳ ký thác và số tiền ký thác, ngân hàng trung tâm tiền tệ cho phát hành một tín phiếu ký thác và cho tải giao tín phiếu đó (delivers the certificate) đến một ngân hàng bảo hộ của khách đầu tư (investor's custodian bank). Tạm gọi số tiền ký thác là "Z USD". Sau khi xác nhận tín phiếu ký thác đó (verified the certificate) ngân hàng bảo hộ tiến hành thủ tục chi trả bằng cách điều chỉnh trừ "Z USD" khỏi trương mục của khách đầu tư (debits the investor's account) và, qua mạng vi tính chuyển giao của Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve's Wire Transfer Network; Fedwire), chuyển "Z USD" từ trương mục dự trữ của mình tại Ngân Hàng Trung Ương vào trương mục dự trữ của ngân hàng phát hành (transfers federal funds from its reserve account to the issuing bank's reserve account) để chi trả cho ngân hàng phát hành. Tới ngày mãn hạn, sau khi nhận lại tín phiếu ký thác, cũng qua mạng vi tính chuyển giao của Ngân Hàng Trung Ương, ngân hàng phát hành chuyển "Z USD + lãi phí" từ trương mục dự trữ của mình ở Ngân Hàng Trung Ương vào trương mục dự trữ của ngân hàng bảo hộ để chi trả. Sau đó ngân hàng bảo hộ điều chỉnh cộng trương mục của khách đầu tư (credits the investor's account) số tiền "Z USD + lãi phí." Những ngân hàng lớn nằm ngoài thành phố New York và tích cực trong thị trường tín phiếu ký thác phát thường hành và thu hồi qua trung gian của một ngân hàng trung tâm tiền tệ tại thành phố New York (issue

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

and redeem through a correspondent bank in New York City).

Thị trường mua bán tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs) và tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDS) cũng có cùng một qui trình như trên.

Qui trình giao hoán của thị trường tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs) có phần khác biệt. Thủ tục phát hành và thu hồi tín phiếu ký thác (the certificates) thì được tiến hành tại London còn thủ tục chi trả thì được tiến hành tại thành phố New York. Sau khi đồng ý với nhau ngân hàng phát hành tại London, hoặc qua một trung gian của nó, cho phát hành và tải giao tín phiếu ký thác đó đến ngân hàng bảo chứng của khách đầu tư và ngân hàng bảo chứng này, hoặc trung gian của nó, cũng nằm tại London. Theo đó thủ tục chi trả được tiến hành tại New York. Tiền từ trương mục của khách đầu tư trong một ngân hàng tại New York hoặc qua một trung gian của nó tại New York (investor's New York bank or its New York correspondent) được chuyển đến ngân hàng phát hành tại New York hoặc qua một trung gian của nó tại New York (the issuing bank's New York office or its New York correspondent) để chi trả cho ngân hàng phát hành tín phiếu ký thác, thường là qua hệ thống CHIPS (Clearing House Interbank Payment System). Thủ tục chi trả được hoàn tất trong vòng hai ngày làm việc (two business days) sau khi hai bên đã thỏa thuận cuộc giao hoán.

Thị Trường Cấp 2

Thị trường cấp 2 (secondary market) là thị trường tín phiếu ký thác cũ. Qua thị trường mua bán cấp hai, còn gọi là

Tim Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thị trường mua bán OTC (over-the-counter) hay là thị trường mua bán tự quản tự kiểm, giới đầu tư có thể bán những tín phiếu ký thác trước ngày mãn hạn hoặc mua những tín phiếu ký thác đang du hành (outstanding CDs), cũng giống như tất cả những thị trường cấp 2 của những công cụ thị trường tiền tệ khác (other money market instruments).

Thị trường mua bán OTC là một mạng lưới của hàng ngàn đại lý mua bán chứng khoán (dealers) và trung gian mua bán chứng khoán (brokers) liên kết để làm thị trường qua hệ thống điện thoại. Những đại lý mua bán chứng khoán làm thị trường (make a market) bằng cách đứng ra mua tín phiếu ký thác bằng tiền vốn của chính mình để bán lại kiếm lời. Những đại lý làm giá tín phiếu ký thác bằng cách yết mức lợi nhuận định kỳ để mua (bid rate) và yết mức lợi nhuận định kỳ để bán (ask rate). Thông thường sai biệt giữa hai mức lợi nhuận định kỳ mua và bán vào khoảng 5 điểm căn bản (5 basis points). Những tín phiếu ký thác có số lượng giao hoán cao nhất (most heavily traded CDs) có khoảng cách nhỏ nhất (lowest bid-ask spread).

Một đại lý mua bán chứng khoán có thể mua bán tín phiếu ký thác với thân chủ của mình (customers) hoặc với những đại lý khác. Mua bán giữa những đại lý với nhau thường tập trung vào những tín phiếu ký thác hảo hạng sắp mãn hạn trong vòng 6 tháng trở lại (top-quality CDs with remaining maturity of six months or less). Một cuộc giao hoán tiêu biểu, gọi theo thuật ngữ chuyên môn là lô tròn (typical size of a CD transaction, called a round lot), giữa những đại lý thường là vào khoảng 5 cho đến 10 triệu USD. Giao hoán giữa một đại lý với thân chủ của họ có ngân lượng nhỏ hơn.

Những trung gian mua bán chứng khoán đứng ra làm môi giới giao hoán giữa người mua và người bán để

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lấy tiền phí (fee). Họ không mua trữ tín phiếu ký thác (not hold an inventory of CDs) để bán lại như là những đại lý mua bán chứng khoán.

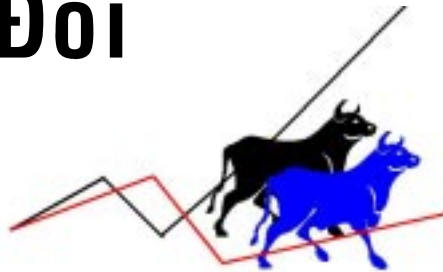
Thủ tục giao hoán trong thị trường cấp 2 cũng tương tự như thủ tục giao hoán trong thị trường cấp 1. Thủ tục giao hoán được hoàn tất cùng ngày (cash settlement) nếu mua bán được thành lập vào buổi sáng của ngày đó hoặc hoàn tất vào ngày kế (regular settlement) nếu mua bán được thành lập vào buổi chiều hôm trước. Trong thị trường cấp 2 của tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs), thủ tục giao hoán được hoàn tất trong vòng hai ngày (skip-day settlement) sau khi mua bán được thành lập. Mua bán giữa những đại lý với nhau, thủ tục giao hoán được hoàn tất trong ngày kế không cần biết mua bán được thành lập vào buổi sáng hay buổi chiều.

Sau khi mua bán được thành lập, tín phiếu ký thác được tải giao đến tay người tham dự hoặc đến ngân hàng bảo hộ của họ (to be physically transported). Với những loại tín phiếu ký thác nội địa (domestic CDs), tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs) và tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDS), thủ tục chi trả được tiến hành qua những ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán (dealers' clearing banks) và chi trả cho nhau bằng dự trữ (fed funds) tại Ngân Hàng Trung Ương trong khi thị trường tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs) chi trả cho nhau bằng quỹ của trung tâm giao hoán (clearinghouse's funds).

Phụ Chú

¹ Thường bị ngộ nhận và dịch sai là đồng âu. Eurodollar khác với Euro.

Tín Phiếu Giao Đổi



Tín phiếu giao đổi là một công cụ tài chính của thị trường tiền tệ. Với loại công cụ này người ta có thể huy động vốn một cách nhanh chóng bằng cách bán ra một số chứng khoán và đồng thời giao ước mua lại số chứng khoán đó hoặc chứng khoán tương đương vào một thời điểm không xa được định trước, với một giá định trước, và thường là kèm theo một mức lãi suất định trước. Giao ước như vừa nói trên có thể được gọi là “giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn” (repo agreement) hoặc “giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn” (reverse repo agreement).

Sự khác biệt trong cách định danh, bán mua hoặc

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mua bán, tùy thuộc vào ai đứng chủ động cuộc giao hoán, phía cung cấp vốn hay phía cung cấp chứng khoán. Tuy nhiên, trong tương quan đối tác giữa một khách đầu tư và một đại lý mua bán chứng khoán hoặc giữa Ngân Hàng Trung Ương và một đại lý mua bán chứng khoán, người ta thường định danh từ góc độ của đại lý mua bán chứng khoán.

Như vậy, một khách đầu tư mua một số chứng khoán từ đại lý XYZ và đồng ý bán lại số chứng khoán đó cho đại lý XYZ vào một thời điểm không xa được định trước thì nó được gọi là giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (repo agreement) bởi vì đại lý XYZ đã bán số chứng khoán cho khách đầu tư dưới giao ước sẽ mua lại số chứng khoán đó từ khách đầu tư (the dealer has sold the securities under an agreement to repurchase).

Tương tự, khi Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve) muốn bơm thêm một số lượng dự trữ vào hệ thống ngân hàng bằng cách mua một số chứng khoán từ những đại lý mua bán chứng khoán và bằng lòng bán lại số chứng khoán này cho những đại lý đó vào một thời điểm không xa được định trước thì nó được gọi là giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (repos agreement) bởi vì những đại lý đó đã bán số chứng khoán cho Ngân Hàng Trung Ương dưới giao ước sẽ mua lại số chứng khoán đó từ Ngân Hàng Trung Ương.

Trong cả hai trường hợp, khách đầu tư và Ngân Hàng Trung Ương là thành phần cung cấp vốn còn đại lý mua bán chứng khoán là thành phần cung cấp chứng khoán và giao hoán được định danh từ góc độ của đại lý mua bán chứng khoán.

Trong một trường hợp ngược lại, khi Ngân Hàng Trung Ương muốn xả bớt một số lượng dự trữ ra khỏi hệ thống ngân hàng bằng cách bán ra một số chứng khoán cho những đại lý mua bán chứng khoán và giao ước sẽ

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

mua lại số chứng khoán này từ những đại lý đó vào một thời điểm không xa được định trước thì nó được gọi là “giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn” (Matched sales-purchase agreement, MSPs; reverse repo agreement) bởi vì những đại lý đó đã mua số chứng khoán dưới giao ước là sẽ bán lại số chứng khoán này cho Ngân Hàng Trung Ương. Tuy trong trường hợp này Ngân Hàng Trung Ương là thành phần cung cấp chứng khoán còn đại lý mua bán chứng khoán là thành phần cung cấp vốn, ngược lại với hai trường hợp trên, nhưng giao hoán vẫn được định danh từ góc độ của đại lý mua bán chứng khoán.

Trừ trường hợp muốn xác định cho rõ hơn vì một lý do nào đó, tín phiếu giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (repo; repurchase agreement, RP) và tín phiếu giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn (reverse repo; matched sale-purchase agreement, MSP) được gọi chung là tín phiếu giao đối vì tuy gọi hai tên theo cách định danh nhưng thực ra chỉ là một công cụ.

Đặc Tính Của TPGĐ

Tín phiếu giao đối có những đặc tính trong đó một phần giống như đặc tính của giao hoán cho vay có thể chấp (secured loans) một phần khác giống như đặc tính của giao hoán mua đứt bán đoạn (outright purchase and sales) nhưng nó lại không cùng gia đình với một trong hai loại trên. Thí dụ như cách định giá (the use of margin or haircut in valuing repo securities), quyền được sử dụng nó thay cho thế chấp để vay mượn (the right of repo borrowers to substitute collateral in term agreement) và điều khoản đánh dấu theo thị trường (mark-to-market provision) là những đặc tính tiêu biểu của cho vay có thể chấp

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

(collateralized lending arrangement). Còn quyền được bán cho người khác tức là chuyển nhượng chủ quyền cho người khác (the repo buyer's right to trade the securities during the term of the agreement) không phải là đặc tính tiêu biểu của giao hoán cho vay có thể chấp nhưng lại là đặc tính của giao hoán mua đứt bán đoạn. Nói một cách khác, trong giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn sổ chứng khoán tuy nói là bán mua nhưng thực chất là đem thế chấp để vay mượn vốn và tín phiếu giao đổi là bằng chứng cho vay nhưng khác hơn một giao hoán vay mượn thuần túy ở chỗ phía cung cấp vốn được phép chuyển nhượng quyền làm chủ của bằng chứng cho vay, cái gọi là tín phiếu giao đổi, cho một người khác trong lúc giao ước vẫn còn hiệu lực.

Cho nên, trong cách sử dụng thuật ngữ liên quan đến tín phiếu giao đổi, nếu nhìn từ góc độ vay vốn và cho vay vốn thì chứng khoán liên hệ (underlying securities) được coi là món hàng thế chấp, gọi ngắn là thế chấp. Còn nếu nhìn từ góc độ đầu tư thì chứng khoán liên hệ là món hàng mua bán. Cả hai cách trình bày đều phổ biến.

Du Kỳ

Với những tín phiếu giao đổi thật ngắn hạn, chiều dài thời gian du kỳ tiêu biểu thường là qua đêm hoặc vài ngày (overnight or a few days). Còn những tín phiếu giao đổi ngắn hạn có chiều dài thời gian du kỳ tiêu biểu là một tuần, hai tuần, ba tuần, một tháng, hai tháng, ba tháng và có thể lên đến sáu tháng. Nhưng có những tín phiếu giao đổi không thuộc loại tiêu biểu đôi khi được điều đình với lãi suất cố định và du kỳ nhiều ngày (fixed term, multi-day contract) hoặc được điều đình trên căn

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

bản mở, còn gọi là trên căn bản tiếp nối liên tục (on an open or continuing basis).

Những tín phiếu giao đổi trên căn bản tiếp nối liên tục thực chất giống như một chuỗi tín phiếu giao đổi qua đêm (resemble a series of overnight repos). Trên căn bản này lãi suất hoặc thế chấp được điều chỉnh lại mỗi ngày theo điều kiện của thị trường. Nếu như, cho một thí dụ, giá thị trường của chứng khoán thế chấp trong tín phiếu giao đổi giảm xuống. Sự giảm giá của chứng khoán làm cho trị giá tổng cộng của thế chấp sụt dưới mức đã giao ước trước (the market value of the securities being held as collateral were to fall below an agree upon level). Theo đó, phía mượn vốn sẽ được yêu cầu làm một trong hai việc: (1) có thể hoàn trả khẩn cấp số vốn đã mượn hoặc (2) bổ sung thêm chứng khoán để cho đủ số trị giá tổng cộng của thế chấp như đã giao ước. Đây chỉ là một khía cạnh của cái gọi là điều chỉnh theo điều kiện thị trường. Thông thường tín phiếu giao đổi điều đình trên căn bản tiếp nối liên tục có thể được hủy bỏ bất cứ lúc nào theo yêu cầu của một trong hai phía đối tác.

Trị Giá Giao Hoán

Giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn thường được giao hoán theo số lượng đơn vị được gọi là khối (block) và mỗi khối có trị giá rất lớn (arranged in large dollar amount). Với những giao ước thật ngắn hạn, thí dụ như những giao ước qua đêm (overnight contracts) và những giao ước đối lượng du kỳ một tuần hoặc ngắn hơn (term repos), trị giá tiêu biểu cho mỗi khối (principal amount) vào khoảng 25 triệu USD và cao hơn. Với những giao ước ngắn hạn, trị giá tiêu biểu cho mỗi khối vào

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

khoảng 10 triệu USD. Dẫu rằng có những cuộc giao hoán được điều đình với trị giá dưới 100 ngàn USD, đại lý mua bán chứng khoán có thông lệ giao hoán tối thiểu là một triệu USD (customary amount for transactions with securities dealers).

Lãi Nhuận

Phía cung cấp vốn (lender), tức là phía mua chứng khoán, sẽ nhận từ đối tác của mình (counterparty), tức là phía mượn vốn hay là phía bán chứng khoán, một số lãi nhuận. Cho một số tín phiếu giao đổi, lãi nhuận sẽ được chi trả bằng cách cho giá mua lại đã điều đình trước (negotiated repurchase price) cao hơn giá bán ra lúc đầu (the initial sale price) và như vậy khoản sai biệt giữa giá mua lại và giá bán ra chính là phần lãi nhuận. Tuy nhiên, phương cách tiêu biểu vẫn là chi trả lãi nhuận vào ngày mãn hạn với một mức lãi suất đã thỏa thuận trước (agreed-upon rate of interest) và giữ cho giá mua lại ngang với giá bán ra. Hay nói một cách khác, đó là, vốn đưa bao nhiêu thì lấy lại bấy nhiêu cộng với lãi nhuận.

Cho một giao hoán theo tiêu chuẩn (standard repo transaction), phía cung cấp vốn chỉ được hưởng lãi tức, chi trả cho quyền sử dụng số vốn, ở một mức lãi suất đã thỏa thuận trước mà thôi (earn only the agreed-upon rate of return). Cho nên trong trường hợp chứng khoán thế chấp có phiếu lãi đính kèm, theo thông lệ (common practice), lợi nhuận định kỳ từ những phiếu lãi đó (coupon payment) sẽ thuộc về của phía mượn vốn cũng là phía cung cấp chứng khoán. Phía cung cấp vốn không được hưởng dẫu là chứng khoán lúc đó đã nằm trong tay họ trong thời gian tín phiếu giao đổi còn hiệu lực. Suy cho cùng điều này hợp lý vì trong tín phiếu giao đổi số chứng

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

khoán thực ra là để thế chấp chứ không phải mua đứt bán đoạn cho nên phía cho mượn vốn không nắm chủ quyền của chứng khoán mà chỉ nắm chủ quyền của tờ giấy chứng cho vay vốn, cái gọi là tín phiếu giao đổi.

Lãi suất của tín phiếu giao đổi, hay là lãi suất chi trả cho số vốn huy động trong tín phiếu giao đổi (interest rate paid on RP funds; repo rate of return), luôn luôn được điều đình trước giữa hai đối tác và lãi suất trên hoàn toàn độc lập với mức lợi nhuận định kỳ của chứng khoán thế chấp trong tín phiếu giao đổi (independent with coupon rate or rate on the underlying securities). Ngoài những yếu tố du kỳ và điều kiện giao hoán, lãi suất của tín phiếu giao đổi còn tùy thuộc vào điều kiện tổng quát của thị trường tiền tệ, lãi suất cạnh tranh của những nguồn vốn tương tự trong những thị trường liên hệ (competitive rate paid for comparable funds in related markets) và số lượng sẵn có của những thứ có thể thế chấp được (availability of legible collateral).

Lãi nhuận của tín phiếu giao đổi được tính bằng đẳng thức:

$$LN = V \times LS \times (N/360 \text{ ngày}) \quad \{6-1\}$$

LN = Lãi nhuận của tín phiếu giao đổi (interest)

V = Vốn cung cấp trong tín phiếu giao đổi

LS = Lãi suất của tín phiếu giao đổi (interest rate)

N = Số ngày cung vốn trong tín phiếu giao đổi

Giả dụ một tín phiếu giao đổi 10 triệu USD cho lãi suất 5% với du kỳ 2 ngày. Áp dụng đẳng thức 6-1, lãi nhuận của tín phiếu giao đổi này tổng cộng là 2,778 USD hay là 10 triệu USD x 0.05 x 2/360. Giả dụ thêm là tín phiếu giao đổi 10 triệu USD được điều đình trên căn bản tiếp nối liên tục và được hủy bỏ sau 6 ngày với lãi suất

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

được điều chỉnh từng ngày theo thứ tự 5.00%, 5.05%, 5.07%, 5.10%, 5.09%, 5.10%. Lãi nhuận của tín phiếu giao đổi này tổng cộng là 8,448 USD hay là,

Ngày	Lãi Suất	Lãi Nhuận
N1	5.0%	$\$10 \text{ triệu} \times 0.0500 \times 1/360 = 1,389$
N2	5.05%	$\$10 \text{ triệu} \times 0.0505 \times 1/360 = 1,403$
N3	5.07%	$\$10 \text{ triệu} \times 0.0507 \times 1/360 = 1,408$
N4	5.10%	$\$10 \text{ triệu} \times 0.0510 \times 1/360 = 1,417$
N5	5.09%	$\$10 \text{ triệu} \times 0.0509 \times 1/360 = 1,414$
N6	5.10%	$\$10 \text{ triệu} \times 0.0510 \times 1/360 = \underline{1,417}$
		\$8,448

Lãi suất tín phiếu giao đổi có quan hệ mật thiết với lãi suất dự trữ. Khi nhu cầu dự trữ (demand for reserves) gia tăng, những ngân hàng ký thác sẽ cho giá cao hơn để gom đủ lượng dự trữ cho ngân hàng của mình do đó gây ra áp lực nâng lãi suất dự trữ (federal funds rate) lên cao hơn trên thị trường. Khi lãi suất dự trữ gia tăng tới một mức nào đó thì nhiều ngân hàng và cơ quan tài vụ sẽ quay qua thị trường tín phiếu giao đổi để huy động vốn và vì thế lại gây ra áp lực cho thị trường tín phiếu giao đổi. Lãi suất tín phiếu giao đổi và lãi suất dự trữ song hành gia tăng cho đến khi cung cầu dự trữ trong hệ thống ngân hàng tái lập lại quân bình. Thường thì lãi suất tín phiếu giao đổi qua đêm (overnight repos rate) thấp hơn lãi suất dự trữ qua đêm (overnight federal funds rate) và hiếm khi có trường hợp ngược lại, thí dụ như trong giai đoạn 1991-1992. Khoảng cách giữa hai lãi suất này (spread) biến đổi khá lớn theo điều kiện của thị trường từng lúc. Khoảng cách sẽ xa hơn (widening) trong giai đoạn lãi suất dự trữ gia tăng nhanh chóng và khoảng cách sẽ gần lại (narrowing) khi lãi suất dự trữ ổn định hoặc giảm xuống. Khoảng cách giữa hai lãi suất cũng có khuynh hướng phản ảnh những thay đổi trong

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

số lượng sẵn có của những thứ đem thế chấp được (changes in the availability of eligible collateral). Hiện tượng giảm thiểu trong số lượng chứng khoán tồn trữ của những đại lý (reduction in the volume of securities held in dealers' inventories) và hiện tượng gia tăng khoảng cách giữa hai lãi suất thường đi chung với nhau.

Thế Chấp

Dầu rằng đa số thế chấp trong tín phiếu giao đổi là những chứng khoán phát hành bởi chính quyền liên bang hoặc bởi những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ, những công cụ được coi là có hiểm họa thấp, tín phiếu giao đổi tự chúng không được coi là vô hiểm (are not risk-free). Tín phiếu giao đổi, nhất là loại giao ước dài hạn hơn, có ẩn chứa trong đó hiểm họa lãi suất (interest rate risk) lẫn hiểm họa khả tín (credit risk) vì vậy những rủi ro này phải được tính vào khoản dự phòng rủi ro ngay từ đầu, lúc điều đình tín phiếu giao đổi.

Do đó, giá nguyên thủy của tín phiếu giao đổi luôn luôn thấp hơn trị giá thị trường của chứng khoán thế chấp (the initial RP price is less than the market value of the underlying securities). Điều này giúp che bớt phần nào hiểm họa thị trường (market risk) cho phía cung cấp vốn (reduces the lender's exposure to market risk). Cách định giá như vừa nói, thuật ngữ chuyên môn gọi là "cắt tóc" (haircut). Cắt tóc là khoản sai biệt giữa trị giá của số vốn cho vay và trị giá tổng cộng của số chứng khoán thế chấp bảo đảm an toàn cho số vốn đó.

Thông thường trị giá tổng cộng của số chứng khoán thế chấp được tính theo giá thị trường (securities used as collateral are valued at the current market price) cộng với lợi nhuận định kỳ tích lũy trên phiếu lãi đính

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

kèm theo chứng khoán, tính tới ngày mãn hạn của tín phiếu giao đổi (plus accrued interest calculated to the maturity date of agreement when coupon-bearing issues are used), trừ đi khoản dự phòng rủi ro (less a margin of overcollateralization or haircut for term agreement).

Trước đây thị trường tín phiếu giao đổi có thông lệ không chú ý đến lợi nhuận định kỳ tích lũy trên phiếu lãi đính kèm theo chứng khoán thế chấp và vì vậy trong công thức định giá cho tín phiếu giao đổi không có yếu tố này. Chứng kiến sự sụp đổ thảm hại của công ty Drydale vào tháng 5 năm 1982 với lý do lợi dụng vào kẽ hở kỹ thuật trong cách tính trên, thị trường tín phiếu giao đổi tìm cách khắc phục khiếm khuyết. Sau đó cách định giá tín phiếu giao đổi có nhập vào tất cả lợi nhuận định kỳ tích lũy trên lãi phiếu đính kèm theo chứng khoán thế chấp (full accrual pricing which accrued interest is included in full in the initial purchase and resale prices) nhanh chóng trở thành là tiêu chuẩn cho thị trường tín phiếu giao đổi.

Khoản dự phòng rủi ro phải đủ để che chống mất mát khả dĩ do những biến động giá trên thị trường gây ra trong suốt du kỳ của tín phiếu giao đổi. Khoản dự phòng rủi ro có khuynh hướng cao hơn theo cường độ biến động giá mạnh hơn của chứng khoán liên hệ (haircuts tend to be larger the greater the price volatility of the underlying securities), theo du kỳ dài hơn của chứng khoán liên hệ (tend to increase as the term to maturity of the securities lengthens), và theo mức hiểm họa khả tín cao hơn của chứng khoán liên hệ (tend to increase as the credit risk of the securities increases).

Vì hiểm họa lãi suất (interest rate risk) có thể xảy ra cho cả hai phía đối tác của tín phiếu giao đổi cho nên yêu cầu mỗi ngày kiểm định lại trị giá của chứng khoán thế chấp rất là phổ thông. Yêu cầu này thuật ngữ chuyên

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

môn gọi là đánh dấu theo thị trường (mark-to-market) để phản ánh những thay đổi của giá thị trường (to reflect changes in market prices) và để duy trì trị giá tổng cộng của thế chấp ở một mức đã giao ước trước (to maintain the agreed-upon margin).

Thủ Tục Giao Hoán

Sau khi mua bán được thành lập, theo thủ tục tiêu biểu, chứng khoán và tài khoản chi trả được chuyển qua mạng vi tính chuyển giao của Ngân Hàng Trung Ương (Fedwire). Tới ngày mãn hạn, chứng khoán và ngân khoản chi trả được chuyển ngược lại, cũng qua hệ thống này.

Tuy nhiên chỉ có những ngân hàng ký thác (depository institutions) và một số cơ quan đặc biệt, trong đó có những ngân hàng trung ương của ngoại quốc (foreign central banks) và những cơ quan được liên bang bảo trợ có liên quan tới ngân sách thu chi (sponsored agencies that are statutory fiscal principals), là được phép trực tiếp truy cập vào hệ thống chuyển giao chứng khoán và tài khoản chi trả của Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve's securities and payment transfer system).

Tiếp theo đó Ngân Hàng Trung Ương điều chỉnh trừ hoặc điều chỉnh cộng tương mục chứng khoán và giao hoán của những ngân hàng ký thác (Reserve Bank credits and debits to the securities and clearing accounts of depository institutions) để hoàn tất thủ tục giao hoán.

Những ngân hàng ký thác giữ vai trò đại diện giao hoán cho thân chủ của họ (acting as clearing agents for their customers). Những ngân hàng ký thác này cũng thường đứng ra đại diện cho thân chủ trong những trường hợp phải thực sự tải giao chứng khoán thế chấp (transfer of physical securities).

Chi Phí Giao Hoán

Chi phí giao hoán liên quan tới việc chuyển giao tài khoản chi trả và chứng khoán thế chấp thường là tổng hợp của (some combination of) một số phí cơ bản trong đó có phí giao hoán chứng khoán (securities clearance fee), phí chuyển giao qua mạng vi tính của Ngân Hàng Trung Ương (fedwire transfer charge), phí giám hộ (custodial fee) và phí bảo trì trường mục (account-maintenance fee). Chi phí gia giảm nhiều ít tùy thuộc vào loại chứng khoán và phương pháp chuyển giao, thí dụ như phí chuyển giao qua mạng vi tính của Ngân Hàng Trung Ương cho chứng khoán do cơ quan phát hành cao hơn cho chứng khoán do liên bang phát hành. Nhưng đại khái là càng qua nhiều trung chuyển (intermediate transactions) thì chi phí càng cao. Còn du kỳ dài hơn với số lượng tài khoản lớn hơn không làm tăng thêm chi phí bao nhiêu.

Tín Phiếu Giao Đối Thư

Để tiết kiệm chi phí những đại lý mua bán chứng khoán có một vài phương cách giao hoán không cần phải thực sự tải giao chứng khoán thế chấp đến phía cung cấp vốn (the actual delivery of collateral to the lender). Một trong những phương cách ít tốn kém nhất để giữ thế chấp là sử dụng tín phiếu giao đối thư (letter repo; duebill).

Theo phương cách tín phiếu giao đối thư phía vay vốn, thường là đại lý mua bán chứng khoán, sẽ gửi một văn bản xác nhận giao hoán (transaction confrimation) đến phía cung cấp vốn. Trong văn bản đó một số chứng khoán có thể được chỉ định thế chấp (specific securities might be named as collateral). Tuy trên văn bản số chứng khoán được chỉ định thế chấp nhưng phía cung cấp vốn

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

không trực tiếp nắm trong tay số chứng khoán đó (does not have control of the securities) vì thế phương tiện bảo vệ đầu tư của họ phần lớn chỉ là cậy vào sự chân chính và mức độ khả tín của đối tác, đại lý mua bán chứng khoán.

Tín phiếu giao đối thư thường được sử dụng nhiều nhất là cho những giao ước qua đêm với số tài khoản nhỏ và chứng khoán thế chấp không thể chuyển giao qua mạng vì tính của Ngân Hàng Trung Ương (nonwireable securities). So với những phương cách khác, tín phiếu giao đối thư cho những đại lý mua bán chứng khoán nhiều uyển chuyển nhất trong việc thay thế số chứng khoán đã được chỉ định thế chấp với số chứng khoán khác để đáp ứng nhu cầu vào phút cuối một cách ít tổn kém nhất.

Gởi Cho Giám Hộ

Một dạng phổ thông của tín phiếu giao đối thư là gởi cho giám hộ (hold-in-custody). Dưới dạng này số chứng khoán thế chấp nằm trong tay của đại lý mua bán chứng khoán, phía mượn vốn, nhưng sau đó được (1) chuyển giao và giữ trong một trương mục nội bộ cho thân chủ (transfer internally to a customer account), hoặc (2) chuyển giao đến một ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán (dealer's clearing bank) và giữ trong một trương mục ghi nhận theo kiện (bulk segregation account), hoặc (3) chuyển giao đến ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán và giữ trong một trương mục ghi nhận theo kiện có giám hộ (bulk repo custody account).

Thế chấp được an toàn tới mức nào, nhìn từ góc độ bảo vệ quyền lợi cho phía cung cấp vốn, tùy thuộc vào cách xếp đặt giám hộ. Nếu phía vay vốn kiểm luôn

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

vai trò giám hộ, an toàn của thế chấp tùy thuộc phần lớn vào sự chân chính và mức độ khả tín của phía vay vốn.

Dưới dạng chuyển giao và giữ trong một trương mục ghi nhận theo kiện, ngân hàng giao hoán không chịu trách nhiệm trực tiếp với từng khách hàng của đại lý mua bán chứng khoán. Chỉ có đại lý mua bán chứng khoán là có thể xác nhận danh tánh khách hàng và ghi nhận giao hoán trong sổ sách kế toán của họ chứ ngân hàng giao hoán không có danh sách hoặc chứng từ cho từng khách hàng của đại lý mua bán chứng khoán.

Dưới dạng chuyển giao và giữ trong trương mục giám hộ ghi nhận theo kiện, khác hơn hai dạng trước, ngân hàng giao hoán đảm nhiệm chức năng kiểm giám và cung cấp trực tiếp cho từng khách hàng của đại lý mua bán chứng khoán những văn bản xác nhận thế chấp ký thác.

Giao Hoán 3 Bên

Để bảo vệ cho phía cung cấp vốn một cách tốt nhất, trong điều kiện không thực sự tải giao chứng khoán thế chấp, hai phía đối tác nên dàn xếp một thủ tục giữ thế chấp cho an toàn (safekeeping) với sự tham dự của một ngân hàng giao hoán hoặc một ngân hàng giám hộ đại diện cho chính quyền lợi của phía cung cấp vốn hoặc cho quyền lợi của cả hai phía. Phổ thông nhất là dưới dạng tín phiếu giao đối dàn xếp dưới dạng giao hoán ba bên (tri-party repo).

Dưới dạng này phía giám hộ sẽ tham dự trực tiếp vào cuộc giao hoán cùng với hai phía đối tác mua bán. Thông thường thì một ngân hàng giao hoán sẽ đứng ra đảm trách vai trò giám hộ. Ngân hàng giao hoán kiêm giám hộ sẽ đích thân trông coi để bảo đảm là tài khoản và chứng khoán thế chấp được giao hoán đúng theo chi

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

tiết của giao ước và những phương tiện kiểm tra vận hành (operational control devices) được áp dụng đúng mức để bảo vệ quyền lợi của phía đầu tư trong suốt du kỳ của tín phiếu giao đổi. Ngân hàng giao hoán kiểm giám hộ sẽ tiến hành ghi nhận giao hoán vào sổ kế toán của nó (making an entry in its internal records) và chuyển số chứng khoán thế chấp từ trương mục tổng quát của đại lý mua bán chứng khoán (dealer's general account; box), phía vay vốn, vào một trương mục riêng (a segregate account). Tới lúc mãn hạn, ngân hàng giao hoán kiểm giám hộ sẽ chuyển chứng khoán thế chấp trở về lại trương mục tổng quát của đại lý mua bán chứng khoán.

Lãi suất cho tín phiếu giao đổi dàn xếp dưới dạng giao hoán ba bên thường thấp hơn là tín phiếu giao đổi dàn xếp dưới dạng không phân riêng không thực sự tải giao thế chấp (non-segregated RPs without collateral delivery).

TPGD Cải Dạng

Tuy phần lớn số lượng tín phiếu giao đổi nằm dưới dạng giao ước tiêu chuẩn, giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn những chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành, một số khác được cải dạng để tạo sự uyển chuyển cần thiết đáp ứng chính xác nhu cầu chủ định, nhất là đối với những giao ước dài hạn hơn. Trong số cải dạng có tín phiếu giao đổi với du kỳ uyển chuyển (flex repo), tín phiếu giao đổi với lãi suất uyển chuyển (index repo) và tín phiếu giao đổi với thế chấp uyển chuyển (dollar repo; dollar roll).

TPGD Với Du Kỳ Uyển Chuyển

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển là một dàn xếp giao đối giữa một đại lý mua bán chứng khoán với một khách hàng quan trọng, thường là một công ty hoặc là một chính quyền địa phương (municipality or similar authority), và trong dàn xếp giao đối đó khách hàng mua một số chứng khoán từ đại lý mua bán chứng khoán và có thể bán ngược lại cho đại lý mua bán chứng khoán một phần của số chứng khoán này trước ngày tín phiếu giao đối mãn hạn.

Vốn đầu tư trong một giao ước như vậy thường là từ một ngân quỹ tài trợ cho một công trình xây dựng. Sự uyển chuyển trong du kỳ của giao ước giúp cho khách hàng một mặt có thể tích cực chuyển vận số tài chính trong ngân quỹ để tạo ra lợi tức, thay vì để đóng băng, một mặt khác đáp ứng đúng lúc và vừa đủ nhu cầu tài chính theo từng giai đoạn của công trình (project to be completed in phases). Khi cần đến tài chính cho một giao đoạn nào đó của công trình khách hàng có thể bán một số chứng khoán, vừa đủ và đúng lúc, ngược lại cho đại lý mua bán chứng khoán theo giao ước.

Đôi khi tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển có thiết lập trước một thời biểu rút tiền (a prearranged draw-down schedule) nhưng thông thường thì thời biểu rút tiền cũng uyển chuyển, tức là những thời điểm và số lượng tài chính ghi trong đó có thể di dịch.

Đặc tính uyển chuyển trong du kỳ nâng hiểm họa lãi suất cao hơn đối với những đại lý mua bán chứng khoán vì vậy họ trả phí với mức lãi suất thấp hơn cho những tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển, so với những tín phiếu giao đối tiêu chuẩn có cùng hạn kỳ.

Tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển thường được thế chấp với chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành hoặc do cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành và đại lý mua bán chứng khoán thường

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

được tự do thay thế số chứng khoán thế chấp (given broad leeway to substitute collateral).

TPGD Với Lãi Suất Uyển Chuyển

Tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển (index repo) là một giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn trong đó lãi suất được điều chỉnh theo lãi suất dự trữ (federal fund rate), lãi suất LIBOR, hoặc một lãi suất ngắn hạn nào đó.

Đa số tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển có kèm theo du kỳ uyển chuyển. Uyển chuyển trong du kỳ cho phép khách hàng đầu tư bán chứng khoán ngược lại cho hoặc mua thêm một số chứng khoán từ đại lý mua bán chứng khoán.

Tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển thường được sử dụng để phòng vệ đầu tư (to hedge) hoặc để tài trợ những vị thế trong chứng khoán có lãi suất điều chỉnh theo lãi suất dự trữ, lãi suất LIBOR hoặc một lãi suất ngắn hạn nào đó (to finance positions in securities that have interest rate indexed to the federal fund rate, LIBOR rate or other short-term rates); thí dụ như là những trái phiếu với lãi suất thả nổi (floating-rate notes) hoặc những trái phiếu được bảo đảm bằng một tập hợp vốn tài trợ địa ốc có thế chấp và có lãi suất thả nổi (floating-rate CMO, floating-rate collateralized mortgage obligation).

TPGD Với Thế Chấp Uyển Chuyển

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Tín phiếu giao đối với thế chấp uyển chuyển (dollar repo; dollar roll) là một giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn trong đó những chứng khoán thế chấp có thể được thay thế bằng những chứng khoán tương đồng. Theo giao ước, phía cung cấp vốn có quyền thay thế những chứng khoán thế chấp với một số chứng khoán khác tương đồng và người cung cấp chứng khoán chấp nhận mua lại số chứng khoán tương đồng đó (the initial seller's obligation is to repurchase securities that are substantially similar, but not identical, to the securities originally sold).

Tín phiếu giao đối với thế chấp uyển chuyển có hai dạng: hữu phiếu đồng lãi suất và hữu phiếu đồng lãi nhuận.

Thế Chấp Hữu Phiếu Đồng Lãi Suất

Dưới dạng tín phiếu giao đối với thế chấp hữu phiếu đồng lãi suất (fixed-coupon dollar repo), phía cung cấp chứng khoán chấp nhận mua lại số chứng khoán tương đồng miễn là lãi suất của số chứng khoán hữu phiếu này tương đồng với lãi suất của số chứng khoán hữu phiếu lúc ban đầu (the initial seller agrees to repurchase securities that have the same coupon rate as those sold in the first half of the transaction).

Thế Chấp Hữu Phiếu Đồng Lãi Nhuận

Dưới dạng tín phiếu giao đối với thế chấp hữu phiếu đồng lãi nhuận (yield maintenance dollar repo), phía cung cấp chứng khoán chấp nhận mua lại số chứng khoán tương

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

đồng miễn là lãi nhuận của số chứng khoán hữu phiếu này tương đồng với lãi nhuận của số chứng khoán hữu phiếu lúc ban đầu (the seller agrees to repurchase securities that provide roughly the same overall market return as the original securities).

Dạng này tương đối ít phổ thông hơn dạng vừa rồi. Trong cả hai trường hợp du kỳ của chứng khoán thay thế phải tương đương với du kỳ của chứng khoán bị thay thế (the maturity of the repurchased securities must be approximately the same as that of the original securities).

Thế Chấp Bảo Đảm Với Tập Hợp Vốn Tài Trợ Địa Ốc

Tín phiếu giao đối với thế chấp uyển chuyển thường được dàn xếp để trong đó những chứng khoán thế chấp được bảo đảm với một tập hợp vốn tài trợ địa ốc do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (federally related mortgage-back securities).

Không giống như những chứng khoán hữu phiếu khác chi trả lãi mỗi bán niên (pay interest semiannually), những chứng khoán được bảo đảm với một tập hợp vốn tài trợ địa ốc (mortgage-back securities) chi trả lãi mỗi tháng (pay interest monthly) và có thể kèm theo những khoản hồi vốn sớm hơn không có trong thời biểu (unscheduled principal payments as a result of prepayments). Những khoản tài chính này phải được chỉ định trước trong giao ước phía nào của đối tác sẽ được quyền nhận nếu du kỳ của tín phiếu vượt qua khỏi cuối tháng (when the maturity of a dollar roll extends beyond month-end).

Cho một tín phiếu giao đối tiêu chuẩn (a standard RP), thông lệ là phía vay vốn (borrower) sẽ nhận những

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

khoản hồi vốn và lợi nhuận định kỳ của chứng khoán thể chấp. Cho một tín phiếu giao đối với thể chấp uyển chuyển, thông lệ đi ngược lại là phía cho vay (lender) sẽ giữ lại tất cả những khoản hồi vốn và lợi nhuận định kỳ của chứng khoán thể chấp.

Thị Trường & Thành Phần Tham Dự

Thị trường tín phiếu giao đối là một thị trường lớn nhất và có mức lưu hoạt cao nhất (largest and most liquid financial market) trong số những thị trường tài chính trên thế giới.

Không giống như tín phiếu ký thác, có du kỳ ngắn nhất là 7 ngày, và tín phiếu thương mại, hiếm khi có du kỳ dài chỉ một ngày, tín phiếu giao đối rất là uyển chuyển vì những người đầu tư có thể điều đình du kỳ để đáp ứng chính xác nhu cầu của họ.

Tín phiếu giao đối cho người đầu tư một mức lãi suất trên mức lãi suất vô hiểm (risk-free interest rate) trong khi vẫn duy trì được khả năng lưu hoạt (liquidity) ở cao độ.

Vì vậy, thị trường tín phiếu giao đối thu hút những ngân hàng, những công ty không thuộc ngành tài vụ, những tổ hợp đầu tư, những quỹ hưu bổng, những cơ quan chính quyền để tham dự đối tác với những đại lý mua bán chứng khoán.

Cơ Quan & Tổ Chức

Tín phiếu giao đối không những thích hợp cho những người đầu tư thận trọng mà còn thích hợp cho những

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

nguồn vốn bị bó buộc. Thí dụ như luật pháp yêu cầu những cơ quan của chính quyền phải đem số thuế họ thu được hoặc tiền bán trái phiếu họ thu được đầu tư và giữ cho đến khi nào cần sử dụng (required to invest tax receipts and the proceeds from note and bond sales until the funds are to be disbursed). Từng kinh nghiệm với những bất thường của tài chính lưu hoạt (the irregular patterns of cash flow) những cơ quan này ưa chuộng công cụ tín phiếu giao đối thế chấp bằng chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành, thay vì mua đứt bán đoạn chứng khoán, bởi vì công cụ tín phiếu giao đối cho phép họ điều chỉnh kỳ hạn thích hợp và điều chỉnh số lượng đầu tư từng ngày để đáp ứng chính xác nhu cầu của họ trong khi vẫn đáp ứng được yêu cầu của luật pháp.

Tổ Hợp Đầu Tư

Những tổ hợp đầu tư cũng là thành phần tham dự quan trọng của thị trường. Họ thường giới hạn vốn đầu tư của họ vào loại tín phiếu giao đối có du kỳ từ 7 ngày trở xuống và đối tác với những đại lý mua bán chứng khoán có đăng ký và nằm trong danh sách của Ngân Hàng Trung Ương.

Đại Lý

Mua Bán Chứng Khoán

Những đại lý mua bán chứng khoán và những trung tâm tiền tệ tài trợ phần lớn số chứng khoán dự trữ của họ, những chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành hoặc do cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành, bằng công cụ giao ước mua bán hoặc bán

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mua đối lượng ngắn hạn (dealers and money centers finance the bulk of their holdings of treasury and agency securities with RP transactions). Những giao ước này thường được dàn xếp trên căn bản qua đêm hoặc tiếp nối liên tục.

Vào sáng sớm mỗi ngày, bàn giấy lo việc tài trợ (financing desk) của đại lý mua bán chứng khoán tiếp xúc và dàn xếp những cuộc giao hoán đối lượng ngắn hạn để thay thế những tín phiếu giao đối vừa mãn hạn và để bơm thêm một số lượng mới vào chứng khoán tồn trữ (dealer's securities inventory) theo nhu cầu. Đối tác quan trọng của họ thường là những ngân hàng, những tổ chức công (public entities), những quỹ hưu bổng (pensions), những tổ hợp đầu tư (mutual funds) và những khách đầu tư thuộc vào tổ chức (institutional investors).

Đến cuối ngày, nếu vẫn cần vốn, đại lý mua bán chứng khoán sẽ vay với ngân hàng giao hoán của nó (its clearing bank) và vốn vay này được thế chấp với chứng khoán chưa được chỉ định nằm trong trương mục tổng quát của đại lý (is a loan collateralized by any securities in the dealer's general account that have not been allocated to other uses). Lãi phí vay mượn dưới hình thức này rất cao cho nên đại lý mua bán chứng khoán chỉ vận dụng nó khi không còn cách nào khác hơn.

Một phương cách vay mượn ít tốn kém hơn để đối ứng với những nhu cầu bất ngờ vào giờ cuối là vay mượn với một ngân hàng khác bên ngoài. Sau khi thỏa thuận điều kiện với nhau ngân hàng cho vay sẽ chuyển số vốn cho vay, qua hệ thống mạng vi tính, đến ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán. Sau khi nhận được số vốn, ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán sẽ lấy một số chứng khoán trong trương mục tổng quát của đại lý mua bán chứng khoán để chỉ định thế chấp cho số vốn vay mượn và đứng ra làm giám

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

hộ của ngân hàng cho vay. Sáng ngày hôm sau, ngân hàng giao hoán sẽ trả số chứng khoán chỉ định thế chấp về lại trường mục tổng quát của đại lý mua bán chứng khoán và hoàn trả số vốn lại cho ngân hàng cho vay.

Những đại lý mua bán chứng khoán có tầm vóc thường dùng giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn (reverse repo) để thành lập đoạn vị hoặc để che đoạn vị (to establish or to cover short positions) cho chính họ và để tiếp thu những chứng khoán chủ định đem giao cho khách hàng (to obtain a specific issues for delivery to customers). Phương cách này giống như là một giao ước vay mượn chứng khoán và trong giao ước đó đại lý mua bán chứng khoán sẽ trao đổi một số vốn, một số chứng khoán hoặc một tín dụng thư (L/C) để mượn một số chứng khoán chủ định. Giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn thường ít tốn kém hơn và uyển chuyển hơn trong việc sử dụng thế chấp.

Những đại lý mua bán chứng khoán giữ vai trò trung môi (intermediary) giữa thành phần vay vốn và thành phần cho vay vốn trong thị trường tín phiếu giao đổi nhưng một tay hành động với tư cách là đối tác của những người cho vay vốn và tay kia hành động với tư cách là đối tác của những người vay vốn (as principal on each side of arrangements), chứ không với tư cách người làm môi giới (not as agent), để tiếp thu vốn từ những đối tác cho vay, bằng cách bán chứng khoán cho họ, rồi đem cho đối tác bên tay kia mượn lại, bằng cách mua chứng khoán của họ. Sự khế hợp giữa những giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (RPs) và những giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn theo kiểu này được gọi theo thuật ngữ chuyên môn là sổ giao đổi (repo book; matched book), trong đó mỗi cặp giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn và giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn của cùng chứng khoán có cùng du kỳ (an RP and

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

reverse RP in the same security have equal terms to maturity).

Đôi khi những đại lý mua bán chứng khoán chọn không cho khế hợp (not to match) để kiếm thêm lời. Giả dụ như lãi suất ngắn hạn được dự đoán là sẽ gia tăng trong tương lai gần, đại lý mua bán chứng khoán có thể dàn xếp cho giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (RP) có du kỳ dài hơn là du kỳ của giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn (reverse RP) để kiếm vào (to lock in) mức lãi suất vay vốn có lợi hơn trong tương lai. Ngược lại, trong môi trường lãi suất được dự đoán là sẽ giảm xuống, đại lý mua bán chứng khoán có thể dàn xếp cho giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn (reverse RP) có du kỳ dài hơn là du kỳ của giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (RP) để kiếm vào mức lãi suất cho mượn vốn có lợi hơn trong tương lai.

Trung Gian Mua Bán Chứng Khoán

Khác hơn với những đại lý mua bán chứng khoán (dealers), những trung gian mua bán chứng khoán (brokers) không bỏ tiền ra mua và dự trữ chứng khoán để bán lại kiếm lời. Tuy họ cũng giữ vai trò trung môi (intermediary) như là những đại lý mua bán chứng khoán nhưng hành động với tư cách là một người môi giới mua bán để kiếm tiền thù lao (commission), thường là tính trên số lượng giao hoán, hoặc để kiếm lời (profits) trên chênh lệch giá trong một cuộc giao hoán (spread on completed transaction).

Trong thị trường tín phiếu giao đối, trung gian mua bán chứng khoán giữ vai trò quan trọng trong việc cung

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

cấp những chứng khoán chủ định và thường là khan hiếm trong số lượng (as a source of specific issues in short supply). Đa số trung gian mua bán chứng khoán lưu giữ một danh sách chừng vài trăm thân chủ thường xuyên tham dự vào thị trường tín phiếu giao đổi và cố gắng thỏa mãn nhu cầu của những thân chủ này. Một số trung gian mua bán chứng khoán giới hạn hoạt động của họ vào một nhóm thân chủ đặc biệt, thí dụ như thân chủ của họ có thể chỉ toàn là những đại lý mua bán chứng khoán hoặc toàn là những nhà đầu tư.

Ngân Hàng Trung Ương

Một thành phần tham dự quan trọng của thị trường tín phiếu giao đổi không thể không nói đến là Ngân Hàng Trung Ương. Ngoài chuyện sử dụng thị trường tín phiếu giao đổi để đầu tư và cho mượn vốn, Ngân Hàng Trung Ương còn sử dụng thị trường này để bơm hoặc xả dự trữ ra khỏi hệ thống ngân hàng nhằm mục đích điều hướng và điều lượng tiền tệ theo chính sách tiền tệ của quốc gia. Phần này đã được giải thích trong quyển Chính Sách Kinh Tế Cộng Hệ của cùng tác giả.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Tín Phiếu Thương Mã



Tín phiếu thương mã là giấy nợ ngắn hạn không có thế chấp (short-term unsecured promisory note) do một công ty doanh thương hoặc một chính quyền phát hành. Đối với những công ty lớn hoặc chính quyền có đầy đủ uy tín, tín phiếu thương mã là một công cụ để mượn vốn với một giá rẻ hơn là giá vay mượn trực tiếp với ngân hàng (low cost alternative to bank loans). Công ty hoặc chính quyền có thể huy động một số vốn thật lớn một cách nhanh chóng và hiệu quả, không phải thông qua thủ tục đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán (SEC) đòi hỏi nhiều thời gian và

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

tốn kém, bằng cách phát hành tín phiếu thương mại và bán ra cho những người đầu tư thuộc vào tổ chức (institutional investors) trực tiếp hoặc qua những đại lý mua bán chứng khoán độc lập.¹ Đối lại, những người đầu tư vào tín phiếu thương mại được hưởng lãi nhuận (interest) ở một mức lãi suất tương tranh (competitive interest rate) do thị trường quyết định. Cùng lúc chiều dài thời gian du kỳ và mệnh giá của tín phiếu thương mại có thể được chế tác theo nhu cầu của người đầu tư.

Đặc Tính Của TPTM

Đa số tín phiếu thương mại được phát hành nằm dưới điều khoản 3(a)(3) của Dự Luật Chứng Khoán ban hành năm 1933 (Securities Act).² Điều khoản 3(a)(3) cho phép những chứng khoán ngắn hạn được miễn đăng ký nếu những chứng khoán này đáp ứng được một số điều kiện.³ Những điều kiện để được miễn đăng ký theo điều khoản 3(a)(3) đã là những yếu tố uốn đúc những đặc tính căn bản của tín phiếu thương mại.

Đặc tính thứ nhất là tín phiếu thương mại được phát hành với mệnh giá rất cao, theo điều kiện miễn đăng ký là chứng khoán không thuộc vào loại bình thường bán ra cho đa số công chúng (must be of a type not ordinarily purchased by the general public). Mệnh giá tối thiểu của tín phiếu thương mại thường là 100,000 USD. Tuy nhiên có một vài công ty hoặc chính quyền cho phát hành với mệnh giá 10,000 USD. Nhưng vì đa số tín phiếu bán cho những người đầu tư thuộc vào tổ chức cho nên mệnh giá phổ biến thường là số nhân của một triệu USD (in multiples of 1 million USD).

Đặc tính thứ hai của tín phiếu thương mại là có chiều dài thời gian du kỳ phải ngắn hơn 270 ngày, theo điều kiện miễn đăng ký. Trên thị trường đa số tín phiếu

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thương mãi có du kỳ dài từ 5 ngày cho tới 45 ngày và du kỳ trung bình vào khoảng 30-35 ngày. Nhiều tín phiếu thương mãi được cho chuyển tái liên tục (continuously rollover). Cho chuyển tái liên tục sẽ không vi phạm giới hạn 270 ngày miễn là mỗi lần chuyển tái có sự tái thỏa thuận giữa công ty hoặc chính quyền phát hành và đại lý mua bán chứng khoán chứ không tự động (as long as the rollover is not automatic but is the discretion of the issuer and the dealer). Đa số những công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mãi đồng ý điều chỉnh thời gian du kỳ theo yêu cầu của người đầu tư.

Đặc tính thứ ba là vốn huy động bằng tín phiếu thương mãi chỉ được dùng để tài trợ những giao hoán hiện hành (proceeds from commercial paper issues be used to finance current transactions), bao gồm tài trợ cho chi phí vận hành (operating expenses) và cho tài sản ngắn hạn (current assets). Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán diễn dịch ý nghĩa “giao hoán hiện hành” một cách rộng rãi, hay nói một cách khác, là vốn huy động bằng tín phiếu thương mãi đem sử dụng cho hầu hết những nhu cầu ngắn hạn đều được chấp thuận là thỏa đáng điều kiện miễn đăng ký. Công ty hoặc chính quyền phát hành không bị buộc phải chứng minh theo lối trực tiếp đối chiếu vốn huy động và chi tiết sử dụng nó (proceeds are not traced directly from issue to use). Thay vào đó, công ty hoặc chính quyền phát hành chỉ cần cho thấy là tổng giá trị của tín phiếu thương mãi phù hợp với tổng giá trị giao hoán hiện hành của nó ở vào thời điểm phát hành (issuers are required to show only that they have a sufficient current transaction capacity to justify the size of the commercial paper program).

Cũng giống như trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành, tín phiếu thương mãi được bán ra thị trường với một giá nằm dưới mệnh giá (a dis-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

count security). Dưới dạng này, phần sai biệt giữa giá bán ra với mệnh giá (the discount) của tín phiếu thương mại chính là lãi nhuận chi trả cho người đầu tư. Tới ngày mãn hạn người đầu tư sẽ nhận lại vốn đầu tư ghi trên mặt tín phiếu thương mại, tức là mệnh giá của nó.

Đôi khi, theo yêu cầu của người đầu tư, tín phiếu thương mại được phát hành dưới dạng chứng khoán thụ lãi (interest-bearing security). Dưới dạng này, tín phiếu thương mại được bán ra với một giá bằng với mệnh giá. Đến ngày mãn hạn, người đầu tư sẽ nhận lại vốn đầu tư bằng với mệnh giá cộng với lãi nhuận tích lũy (accrued interest).

Trước năm 1980, tất cả tín phiếu thương mại đều được phát hành dưới dạng giấy mực (issued in physical form). Những phiếu giấy đó được đem cất giữ ở một nơi an toàn, thường là đảm trách bởi một cơ quan do người đầu tư mướn (safe-keeping agent), để chờ tới ngày mãn hạn đưa ra đổi lấy số tiền ghi trên mặt của nó (face value). Từ năm 1980 trở về sau, càng ngày càng có nhiều tín phiếu thương mại được phát hành dưới dạng ghi sổ (book-entry form). Tín phiếu thương mại in bằng giấy mực được thay thế bằng những trương mục ghi nhận giao hoán và tất cả được tàng trữ trong một hệ thống vi tính. Bước tiến này giúp cho thủ tục giao hoán càng lúc càng hiệu quả hơn và theo đó chi phí giao hoán cũng nhẹ đi.

Thủ tục giao hoán (settling of the transaction), lúc phát hành cũng như lúc thu hồi tín phiếu, được hoàn tất trong vòng một ngày. Và trong thủ tục giao hoán, thay mặt cho những thành phần liên hệ (issuer, investor, dealer), những ngân hàng thương mại (commercial banks) sẽ đứng ra để đảm trách việc phát hành và chi trả (issuing and paying) trong khi những cơ quan giao hoán (clearing agent) sẽ đứng ra để đảm trách việc chuyển giao tín phiếu thương mại và tài chính huy động.

Lãi Suất Của TPTM

Tất cả tín phiếu thương mại trên thị trường đều được cho giá trên căn bản tiền khấu (all commercial paper interest rate are quoted on a discount basis).⁴ Tín phiếu thương mại cho lợi nhuận theo một lãi suất do thị trường quyết định và lãi suất của nó thông thường có liên hệ mật thiết với những lãi suất khác trên thị trường, thí dụ như là lãi suất tín phiếu ký thác (CD rate). Vì tín phiếu thương mại có tàng ẩn hiểm họa bị giạt nợ cho nên lãi suất của nó thường là cao hơn lãi suất vô hiểm của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành. So sánh tín phiếu thương mại với trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành có cũng du kỳ 30 ngày, khoảng cách trung bình trong mức lợi nhuận hiện hành giữa hai chứng khoán (average spread) vào khoảng 115 điểm căn bản.⁵

Một tín phiếu thương mại được xếp hạng khả tín thấp hơn sẽ cho một mức lợi nhuận hiện hành cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành của một tín phiếu thương mại có cũng chiều dài thời gian du kỳ được xếp hạng khả tín cao hơn. Khoảng cách trong mức lợi nhuận hiện hành giữa tín phiếu thương mại hạng A-1 hoặc P-1 và tín phiếu thương mại hạng A-2 hoặc P-2 trung bình vào khoảng 52 điểm căn bản.⁶

Khoảng cách trong mức lợi nhuận định kỳ có khuynh hướng nở rộng trong giai đoạn kinh tế trì trệ và thu hẹp lại trong giai đoạn kinh tế lạc quan.

Hiểm Họa Lãi Suất

Có hai loại hiểm họa lãi suất bất lợi cho công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại. Thứ nhất là một thay đổi trong lãi suất vô hiểm (a change in a risk-free rate), lãi suất của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

liên bang phát hành (treasury bill), sẽ đưa đến sự thay đổi lãi suất của tín phiếu thương mại và của tất cả lãi suất vay mượn (borrowing rates). Vì thế, lãi suất của tín phiếu thương mại có thể sẽ gia tăng theo gia tăng của lãi suất hiện hành trên thị trường. Thay đổi bất lợi này đối với công ty hoặc chính quyền phát hành được gọi là hiểm họa lãi suất thị trường (market interest rate risk). Thứ hai là giới đầu tư vào tín phiếu thương mại có thể đòi lãi suất cao hơn vì họ cảm thấy, chính xác hay không chính xác, hiểm họa khả tín của công ty hoặc chính quyền phát hành gia tăng (investors will demand a higher rate because they perceive the firm's credit risk to have increased). Thay đổi bất lợi này đối với công ty hoặc chính quyền phát hành được gọi là hiểm họa lãi suất theo dị ứng (idiosyncratic interest rate risk). Với hiểm họa dị ứng, lãi suất của một tín phiếu thương mại có thể gia tăng trong khi lãi suất vô hiểm vẫn không thay đổi hoặc ngay cả lãi suất của những tín phiếu thương mại khác vẫn không thay đổi.

Công ty hoặc chính quyền phát hành có thể triệt tiêu được hiểm họa lãi suất thị trường hoặc hiểm họa lãi suất dị ứng bằng một kế ước hoán vị lãi suất (interest rate swap agreement).

Xếp Hạng Khả Tín

Từ sau khi công ty Penn Central Transportation giạt 82 triệu USD nợ tín phiếu thương mại vào năm 1970 đa số tín phiếu thương mại đều được xếp hạng khả tín bởi một hoặc vài công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư, trong số đó có Standard and Poor's, Duff & Phelps, Moody's và Fitch.

Theo định nghĩa của Standard and Poors, xếp hạng khả tín cho một tín phiếu thương mại là công việc

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

tra cứu và đánh giá về khả năng chi trả nợ ngắn hạn đúng lịch trình của một công ty hoặc chính quyền phát hành và công việc này mang tính cách độc lập (an independent assessment of the likelihood of timely payment of short-term debt). Những công ty này dựa vào nhiều sự kiện khác nhau (wide variety of information) để truy cứu, đánh giá và xếp hạng khả tín của những công ty và chính quyền phát hành tín phiếu thương mại. Nhưng trong số những sự kiện đó, phân tích của những công ty đảm trách đánh giá (rating agencies) phần lớn là dựa vào quá trình và dự phóng kết quả hoạt động (historical and projected operating results) và dựa vào cấu trúc tài chính (financial structure) của công ty hoặc chính quyền phát hành. Những yếu tố khác như là tầm vóc của công ty (size), lợi thu doanh thương (profitability) và mức vay mượn nợ (leverage) cũng được cứu xét cẩn thận.

Xếp Hạng Khả Tín TPTM

	Hạng Cao	Hạng Bình	Hạng Kém	Từng Giặt Nợ
S&P	A-1+ A-1	A-2 A-3	B C	D
Moody's	P-1	P-2 P-3	NP	NP
Duff & Phelps	Duff 1+ Duff 1 Duff 1-	Duff 2 Duff 3	Duff 4	Duff 5
Fitch	F-1+ F-1-	F-2 F-3	F-5	D

Hạng khả tín chỉ có tính cách tương đối để người đầu tư có thể làm một so sánh giữa những tín phiếu thương

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mãi. Thí dụ cách xếp hạng của Standard and Poor's những tín phiếu thương mãi A-1+ và A-1 được coi là hạng cao, A-2 và A-3 thuộc vào hạng trung bình, B và C thuộc vào hạng may rủi (speculative), và D là công ty hoặc chính quyền phát hành đã từng giặt nợ tín phiếu phương mãi.

Công ty hoặc chính quyền phát hành muốn những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư xếp hạng khả tín cho tín phiếu thương mãi của mình và trả tiền dịch vụ vào khoảng 10-30 ngàn USD một năm. Kết quả xếp hạng được bán ra cho công chúng, thường là dưới hình thức đặt mua dài hạn (by subscription), và qua những phương tiện ấn loát, hệ thống vi tính, hoặc hệ thống điện thoại. Moody's Global Short-term Market Record, S&P Commercial Paper Ratings Guide, Short-term Ratings and Research Guide, Fitch Ratings là sản phẩm có chứa đựng kết quả xếp hạng của những tín phiếu thương mãi trên thị trường do những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư nói trên phát hành.

Xếp hạng khả tín thực dụng ở chỗ (1) nó là một tổng kết của một số lượng lớn những sự kiện liên quan đến công ty hoặc chính quyền phát hành được công bố đến quần chúng (summarize available public information); (2) công tác tra cứu, đánh giá, xếp hạng được thực hiện với tính cách hoàn toàn độc lập; và (3) người đầu tư không phải tự đứng ra thu thập tin tức và phân tích, công việc đòi hỏi nhiều thời gian, tài chính và khả năng chuyên môn. Nó cho biết hiểm họa khả tín (credit risk) và giúp hướng dẫn những quyết định đầu tư liên quan đến tín phiếu thương mãi.

Khả Năng Lưu Hoạt Dự Phòng

Những công ty hoặc chính quyền phát hành lúc nào cũng

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

duy trì một tài khoản dự phòng dành để sẵn sàng chi trả nợ tín phiếu thương mại và những khoản nợ ngắn hạn khác, thuật ngữ chuyên môn gọi đó là khả năng lưu hoạt dự phòng (backup liquidity). Tài khoản dự phòng này thường là dưới dạng tiền mặt dự trữ (cash reserve) hoặc dưới dạng dự khoản tín dụng của ngân hàng (bank line of credit). Những công ty đảm trách xếp hạng khả tín cần bằng chứng về khả năng lưu hoạt ngắn hạn (short-term liquidity) của công ty hoặc chính quyền phát hành. Nếu công ty hoặc chính quyền phát hành không duy trì tài khoản dự phòng dành để sẵn sàng chi trả nợ ngắn hạn, những công ty đảm trách xếp hạng khả tín sẽ không chịu đánh giá và xếp hạng tín phiếu thương mại của nó. Những công ty hoặc chính quyền phát hành được xếp hạng cao nhất thường duy trì tài khoản dự phòng ở mức tối thiểu là 50 phần trăm tổng giá trị của tất cả tín phiếu thương mại của nó đang du hành. Những công ty hoặc chính quyền được xếp hạng thấp hơn A-1 hoặc P-1 thường duy trì tài khoản dự phòng ở mức 100 phần trăm tổng giá trị của tất cả tín phiếu thương mại của nó đang du hành.

Đa số công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại duy trì khả năng lưu hoạt dự phòng qua một dự khoản tín dụng của ngân hàng nằm dưới nhiều dạng (maintain backup liquidity through bank line of credit available in variety of forms). Dự khoản tín dụng tiêu chuẩn (standard line of credit) cho phép vay mượn với trái phiếu 90 ngày (allow borrowing under a 90-day note). Dự khoản tín dụng từng ngày (swing line of credit) cho phép công ty hoặc chính quyền phát hành vay mượn để đắp vào chỗ thiếu hụt của một ngày vì vốn huy động qua tín phiếu thương mại trong ngày đó không đủ, tức là cung cấp vốn theo nhu cầu của từng ngày một (provide funds on a day-to-day basis, allowing issuers to cover a shortfall in proceeds from paper issuance on a particular day).

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Càng ngày càng có nhiều dự khoản tín dụng được cấu tạo dưới khế ước liên hoàn nhiều năm (being structured as multi-year revolver agreement) trong đó một ngân hàng hoặc một tập thể của nhiều ngân hàng cam kết sẵn sàng tài trợ theo nhu cầu của công ty hoặc chính quyền phát hành chứng khoán (1) với lãi suất nền thả nổi theo một lãi suất hiện hành trên thị trường như là LIBOR hoặc lãi suất tín phiếu ký thác (the floating base rate is anchored to the London Interbank Offers Rate or certificate of deposit rate) và (2) phần lãi suất vượt trên lãi suất chuẩn (spread over the base rate), được điều đình lúc ký kết, có thể là cố định hoặc sẽ điều chỉnh theo hạng khả tín ngay vào thời điểm sử dụng tài khoản vay mượn (can either be fixed or dependent on the rating of the borrower at the time the loan is drawn down).

Chiều dài thời gian của khế ước liên hoàn không có tiêu chuẩn nhất định nhưng thị trường cho thấy khuynh hướng ngắn hạn hơn (the trend in revolvers has been towards shorter terms), đa số là dài khoảng 3 năm.

Công ty hoặc chính quyền phát hành phải đóng một vài loại phí liên quan đến khế ước liên hoàn, trong đó có phí phương tiện (facility fee), phí cam kết (commitment fee) và phí sử dụng (usage fee). Phí phương tiện tính bằng phần trăm trên giá trị của dự khoản tín dụng và phải chi trả dầu có hay không có sử dụng đến dự khoản tín dụng (the facility fee is a percentage of credit line and is paid whether or not the line is activated). Phí cam kết tính bằng phần trăm trên giá trị chưa sử dụng hết trong dự khoản tín dụng (the commitment fee is a percentage of unused credit line). Phí cam kết càng ngày càng ít thông dụng hơn trong những năm gần đây. Phí sử dụng đôi khi được đặt ra nếu dự khoản tín dụng được sử dụng quá nhiều lần (if the credit line is heavily used).

Mục đích của dự khoản tín dụng dự phòng (backup

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

line of credit) là để sẵn sàng chi trả cho những tín phiếu thương mại mãn hạn du kỳ nếu một biến cố nào đó ngăn chặn công ty hoặc chính quyền liên tục chuyển tái tín phiếu thương mại của nó (when an event prevents an issuer from rolling over the paper), tức là liên tục phát hành tín phiếu thương mại đợt mới để huy động vốn chi trả cho tín phiếu thương mại đợt cũ. Một biến cố như vậy có thể chỉ gây ảnh hưởng xấu riêng cho công ty hoặc chính quyền phát hành, thí dụ như là một tai nạn hỏa hoạn lớn làm ảnh hưởng đến sức khỏe tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành, hoặc cũng có thể gây ảnh hưởng xấu chung cho toàn thị trường, thí dụ như sự kiện công ty Penn Central giạt nợ năm 1970 làm cho giá chuyển tái tín phiếu thương mại trở thành quá cao đến độ không thể thực hiện được.

Dự khoản tín dụng dự phòng sẽ không hữu ích nếu hoạt động và điều kiện tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành trở nên suy thoái tới mức không còn đủ sức để chi trả nợ ngắn hạn nữa vì đa số kế ước tín dụng (credit agreement) đều có kèm theo điều khoản “những thay đổi xấu” (“material adverse change” clause) và theo đó ngân hàng được quyền hủy bỏ kế ước khi tình trạng tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành đã thay đổi đến mức đáng ngại. Thực tế cũng đã từng chứng minh nhiều lần là nhiều công ty trước khi đi đến tình trạng giạt nợ đều bị hủy kế ước tín dụng vì những công ty này đã để cho tình trạng tài chính suy sụp (financial condition deteriorates).

Những yếu tố tổng quát của thị trường tín phiếu có thể làm trở ngại dự khoản tín dụng dự phòng. Standard and Poor's (Samson and Bachmann, 1990, p.23) từng cảnh báo là “trở ngại chung cho thị trường tín phiếu gây ra dao động mạnh và dưới điều kiện đó những dự khoản tín dụng trở nên không tin cậy được (unreliable).”

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Điều này có ý nói là ngân hàng chỉ cố gắng huy động tiền mặt có thể huy động được để hỗ trợ cho thị trường tín phiếu nhưng không chắc là đáp ứng đủ cho nhu cầu bất thường của thị trường lúc đó. Như vậy, người đầu tư vào tín phiếu thương mại gánh một phần hiểm họa có thể xảy ra dưới hoàn cảnh như vừa nêu.

Tăng Cường Trình Độ Khả Tín

Dự khoản tín dụng dự phòng chỉ có thể giúp cho một công ty hoặc chính quyền phát hành được xếp hạng khả tín nhưng không nâng được trình độ khả tín (creditworthiness) của nó. Để nâng hạng khả tín và cải thiện khả năng xâm nhập thị trường (to improve credit rating and marketability) của tín phiếu thương mại, công ty hoặc chính quyền phát hành có thể sử dụng một trong những phương tiện tăng cường trình độ khả tín (by using one of a variety of credit enhancements) bằng cách dàn xếp với một công ty khác đứng ra chi trả nợ tín phiếu nếu công ty hoặc chính quyền phát hành không đủ khả năng (arranging for an alternative party to retire the commercial paper if the issuer cannot). Những phương tiện tăng cường trình độ khả tín khác với dự khoản tín dụng dự phòng ở chỗ là phương tiện tăng cường trình độ khả tín cung cấp sự hỗ trợ chắc chắn không thể rút lui (provides a guarantee of support that cannot be withdrawn). Tín phiếu thương mại của những công ty thiếu tầm vóc (small firms) khó có thể xâm nhập thị trường nếu không sử dụng phương tiện tăng cường trình độ khả tín để làm giảm bớt hiểm họa bị giật nợ (default risk).

Một công ty có tầm vóc (a large firm) được xếp

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

hạng khả tín rất cao (strong credit rating) có thể giúp nâng hạng khả tín của những công ty tùy phục nó (its subsidiaries), còn gọi là những công ty con, bằng cách đứng ra bảo đảm thẳng (with outright guarantee) hoặc qua một khế ước trong đó cam kết là công ty chủ (holding company; parent company), còn gọi là công ty mẹ, sẽ trợ giúp cho công ty con duy trì trình độ khả tín ở một mức nào đó. Khế ước như vậy được gọi là khế ước gìn giữ cho tốt (“keepwell” agreement). Cam kết qua khế ước gìn giữ cho tốt kém an toàn hơn là bảo đảm thẳng.

Công ty hoặc chính quyền phát hành cũng có thể nâng hạng khả tín cho tín phiếu thương mại của nó bằng cách mua một cam kết bồi thường do những công ty bảo hiểm cung cấp (indemnity bond from insurance companies) hoặc mua một tín dụng thư dự phòng do những ngân hàng thương mại cung cấp (standby letter of credit sold by commercial banks).

Cả hai phương tiện này bảo đảm là nợ tín phiếu thương mại sẽ được chi trả bởi công ty đứng ra cung cấp phương tiện tăng cường trình độ khả tín nếu công ty hoặc chính quyền phát hành không đủ khả năng chi trả (supporting entity will retire maturing commercial paper if the issuer cannot). Với một tín dụng thư đính kèm theo tín phiếu thương mại, thay vì chú ý vào tình trạng tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành, những công ty đứng ra đánh giá và giới đầu tư sẽ dồn sự chú ý của họ vào tình trạng tài chính của ngân hàng ký tín dụng thư. Theo đó, tín phiếu thương mại sẽ được xếp hạng khả tín cao ngang với tín phiếu thương mại do chính ngân hàng đó phát hành và lãi suất của tín phiếu thương mại gần hoặc ngang với lãi suất của tín phiếu thương mại do chính ngân hàng đó phát hành. Dùng phương tiện tín dụng thư để tăng cường trình độ khả tín, trên mặt thực dụng, tương đương với “mượn lấy” uy tín của ngân hàng ký tín dụng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

thư. Vì rất ít ngân hàng Hoa Kỳ có hạng khả tín A-1 hoặc P-1 cho nên đa số tín dụng thư dành cho tín phiếu thương mại là do những ngân hàng ngoại quốc có hạng khả tín cao cung cấp.

TPTM Bảo Đảm Bằng Tài Sản Chỉ Định

Một sáng tạo của thị trường tín phiếu vào đầu thập niên 1980 có tên là tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định (asset-backed commercial paper). Với loại tín phiếu thương mại này hiểm họa bị giạt nợ, thay vì tùy thuộc vào trình độ khả tín của công ty hoặc chính quyền phát hành, sẽ tùy thuộc vào trình độ khả tín của một phần tài sản nào đó của công ty hoặc chính quyền phát hành, thông thường là dưới dạng tài khoản dự thu (tied directly to the creditworthiness of specific financial assets, usually some form of receivables).

Tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định được phát hành bởi những công ty đặc biệt (special entities), còn gọi là những công ty cho mục đích đặc biệt (special purpose entities). Công ty đặc biệt đứng ra thu mua tài khoản dự thu của một doanh nghiệp khác hoặc của một nhóm doanh nghiệp và tài trợ thu mua với vốn huy động từ thị trường tín phiếu thương mại (purchases receivables from one firm or a group of firms and finances the purchase with funds raised in the commercial paper market). Hoạt động duy nhất của công ty đặc biệt là thu mua và tài trợ tài khoản dự thu vì vậy hiểm họa của công ty đặc biệt và của tín phiếu thương mại do chính nó phát hành hoàn toàn gián cách với hiểm họa của doanh nghiệp hoặc của một nhóm doanh nghiệp đã bán ra tài sản dự thu.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Mức độ bị giật nợ (default rate) và nguồn tài chính lưu hoạt (cashflow) của những tài khoản dự thu từ mật dịch và từ thẻ tín dụng (trade receivables and credit card receivables), thường được dùng vào phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định, có thể tiên đoán được (predictable). Vì vậy hiểm họa của tài sản chỉ định bảo đảm cho tín phiếu thương mại cũng có thể ước tính được (can be estimated).

Những chương trình phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định được chế tác theo một cấu trúc tài chính để tổng giá trị của những tài khoản dự thu luôn luôn cao hơn tổng giá trị của tín phiếu thương mại bán ra (are structured so that the amount of receivables exceeds the outstanding paper), thuật ngữ chuyên môn gọi là thế chấp trội (overcollateralization).

Thêm vào đó công ty phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định cũng sử dụng những phương tiện tăng cường trình độ khả tín, trong đó có cả cam kết bán ra tài khoản dự thu (guarantee selling the receivables), tín dụng thư của ngân hàng (bank letters of credit), và cam kết bảo hiểm (surety bond). Và cũng giống như những tín phiếu thương mại khác, những công ty đảm trách đánh giá và xếp hạng khả tín vẫn đòi hỏi phải có bằng chứng của khả năng lưu hoạt dự phòng (backup liquidity).

Bảo đảm bằng tài sản chỉ định là một cách mà những công ty thiếu tầm vóc và nhiều hiểm họa có thể dự phần huy động vốn trong thị trường tín phiếu thương mại. Lợi điểm của loại tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định cũng đã thu hút những công ty lớn hơn và ít hiểm họa hơn tham dự. Vì vậy, thị trường của loại tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định đã gia tăng nhanh chóng.

Thị Trường TPTM

Trước thế chiến thứ 2 ngân hàng là lực lượng đầu tư chủ yếu của thị trường tín phiếu thương mại. Ngân hàng sử dụng tín phiếu vừa như là dự trữ (reserves) vừa để trải rộng đầu tư giảm thiểu hiểm họa (diversify their portfolios). Trong hai thập niên 1950 và 1960 những công ty công nghiệp có khuynh hướng đầu tư vào tín phiếu thương mại thay vì ký thác tiền mặt vào ngân hàng. Vào lúc đó lãi suất ký thác thấp hơn là lãi suất tín phiếu thương mại khá xa.

Từ thập niên 1970 trở về sau thị trường tín phiếu thương mại của Hoa Kỳ tăng trưởng nhanh chóng, từ 34.96 tỉ USD vào năm 1970 lên đến 544.1 tỉ USD vào năm 1993. Một trong những lý do giải thích cho sự tăng trưởng nhanh chóng này là yếu tố chi phí. Những công ty hoặc chính quyền phát hành có tầm vóc và hạng khả tín cao nhận xét là vay mượn qua công cụ tín phiếu thương mại thường rẻ hơn vay mượn trực tiếp với ngân hàng. Chi phí trong đó có phí phân phối (distribution fee), phí đánh giá và xếp hạng khả tín (rating fee), phí dự khoản tín dụng dự phòng (backup credit line), vân vân . . . tất cả cộng lại chỉ vào khoảng 15 điểm căn bản cho một chương trình vay mượn lớn, một con số rất khiêm nhượng. Lý do thứ hai giải thích cho sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường tín phiếu tại Hoa Kỳ là những công ty doanh thương có khuynh hướng huy động vốn qua thị trường chứng khoán thay vì vay mượn trực tiếp với ngân hàng. Một góc độ của khuynh hướng này thường được biết đến dưới cái gọi là chứng khoán hóa tài sản (asset securitization). Lý do thứ ba là những sáng tạo mới của kỹ thuật chứng khoán (new innovations of security technology) và sự phát triển của những công cụ quản lý hiểm họa (development of risk management tools) đã đa dạng hóa và mở rộng

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

sự ứng dụng trong đầu tư. Điều này, hoặc trực tiếp hoặc gián tiếp, hỗ trợ cho sự tăng trưởng của thị trường tín phiếu thương mại.

Thành Phần Đầu Tư

Những tổ hợp đầu tư chuyên đầu tư vào công cụ của thị trường tiền tệ (money market mutual funds; MMFs) và đơn vị đảm nhiệm dịch vụ ủy thác của những ngân hàng thương mại (commercial bank trust department) là lực lượng đầu tư chủ yếu của thị trường tín phiếu thương mại. Những tổ hợp đầu tư chuyên đầu tư vào công cụ của thị trường tiền tệ nắm khoảng 33 phần trăm tổng giá trị tín phiếu thương mại đang du hành trong khi phòng đảm nhiệm dịch vụ ủy thác của những ngân hàng thương mại nắm khoảng 25 phần trăm.

Trong số những thành phần đầu tư quan trọng khác có những công ty bảo hiểm, những công ty không thuộc lãnh vực tài chính, những quỹ hồi hưu của chính quyền (government pension funds), những quỹ hồi hưu của tư nhân (private pension funds) và những tổ hợp đầu tư (mutual funds).

Những ngân hàng và những đại lý mua bán chứng khoán chỉ giữ một số ít. Rất hiếm những cá nhân đầu tư trực tiếp vì mệnh giá của tín phiếu thương mại quá cao, nhưng đa số tham dự đầu tư gián tiếp vào thị trường tín phiếu thương mại qua những tổ hợp đầu tư và quỹ tín nhiệm (trust funds).

Thành Phần Phát Hành

Tín phiếu thương mại được phát hành bởi những công ty nội địa và ngoại quốc thuộc nhiều lãnh vực doanh thương

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trong đó có những công ty tài vụ (financial companies), những công ty công nghiệp (industrial companies) và những ngân hàng (banks).

Trong số những công ty tài vụ, phát hành tín phiếu thương mại với số lượng lớn nhất phải nói đến là những công ty tài chính (finance companies). Những công ty tài chính cung cấp cho giới tiêu thụ tài chính vay mua nhà ở (home loans), tài chính vay mua xe xài (retail automobile loans) và tài chính vay mua không thế chấp những nhu cầu cá nhân (unsecured personal loans). Những công ty tài chính cũng cung cấp vốn ngắn và trung hạn cho những doanh nghiệp, trong đó có cả tài chính vay mua có thể chấp dụng cụ máy móc để bán lại (secured loans to finance purchases of equipment for resales). Có những công ty tài chính là công ty con của những công ty công nghiệp (wholly owned subsidiaries of industrial firms) đứng ra cung cấp tài chính vay mua sản phẩm do công ty mẹ sản xuất (provide financing purchases of the parent firm's products). Thí dụ như GEC (General Electric Capital) là công ty con của công ty GE (General Electric), GMAC (General Motor Acceptance Corporation) là công ty con của công ty GM (General Motor) và FMC (Ford Motor Credit) là công ty con của công ty Ford.

Trong số những công ty tài vụ phát hành tín phiếu thương mại có những công ty bảo hiểm (insurance firms) và những công ty chứng khoán (securities firms). Công ty bảo hiểm phát hành tín phiếu thương mại để tài trợ cho phí bảo hiểm dự thu (premium receivables) và chi phí vận hành (operating expenses). Còn công ty chứng khoán chọn phát hành tín phiếu thương mại là sử dụng phương tiện để vay mượn vốn rẻ hơn là vay mượn trực tiếp với ngân hàng (bank loans) hoặc vay mượn qua tín phiếu giao đổi (repurchase agreements) và dùng vốn vay mượn để tài trợ cho những hoạt động ngân hàng đầu tư

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

(investment banking activities).

Những công ty chủ của những ngân hàng thương mại (commercial bank holding companies) phát hành tín phiếu thương mại để tài trợ cho chi phí vận hành và cho những chi phí ngoài hoạt động của ngân hàng (nonbank activities).

Hàng trăm công ty không nằm trong doanh nghiệp tài vụ (nonfinancial firms) cũng phát hành tín phiếu thương mại. Những công ty công nghiệp (industrial companies) và những công ty chuyên cung cấp dịch vụ (service companies) phát hành tín phiếu thương mại để tài trợ cho nguồn tài chính vận hành (working capital)⁷ trên căn bản trường kỳ (permanent basis) hoặc trên căn bản tạm thời theo chu kỳ (seasonal basis), để tài trợ cho chi phí vận hành (operating expenses) và để tài trợ tạm thời cho những công trình xây dựng (construction projects).

Những công ty và chính quyền ngoại quốc cũng phát hành tín phiếu thương mại tại thị trường nội địa Hoa Kỳ. Những công ty tài vụ ngoại quốc, trong đó có những ngân hàng và những công ty nắm chủ quyền của ngân hàng (banks and bank holding companies) phát hành khoảng 70 phần trăm của tổng giá trị tín phiếu thương mại do công ty và chính quyền ngoại quốc phát hành.⁸ Nhật Bản, Anh và Pháp là ba quốc gia phát hành nhiều tín phiếu thương mại nhất trong thị trường nội địa Hoa Kỳ.

Vai Trò Của Đại Lý

Hầu hết công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại đều bán ra thị trường qua những đại lý mua bán chứng khoán độc lập vì chi phí tương đối rẻ. Những đại lý mua bán chứng khoán đứng ra mua tín phiếu thương

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mãi từ công ty hoặc chính quyền phát hành rồi bán lại cho người đầu tư. Khoảng cách giữa giá mua vào và giá bán ra (dealer spread) vào khoảng 10 điểm căn bản cho một năm cho những chương trình phát hành với số lượng lớn. Một chương trình phát hành tín phiếu thương mại trị giá vào khoảng 700 triệu USD trong một năm sẽ tốn vào khoảng 700 ngàn USD chi phí cho đại lý mua bán chứng khoán đứng ra đảm nhiệm.

Khi sử dụng một đại lý mua bán chứng khoán để đảm nhiệm chương trình phát hành tín phiếu thương mại, công ty hoặc chính quyền phát hành sẽ tự quyết định bao nhiêu tín phiếu thương mại được phát hành ở mỗi đợt mãn hạn du kỳ. Đại lý mua bán chứng khoán tiếp xúc với giới đầu tư và cho công ty hoặc chính quyền phát hành biết những tin tức cần thiết về tình trạng của thị trường và nhu cầu của giới đầu tư. Thông thường thì đại lý mua bán chứng khoán sẽ bán ra trong một thời gian ngắn tất cả số tín phiếu thương mại phát hành hoặc chỉ tồn kho một số ít không đáng kể.

Chỉ có những công ty có tầm vóc, nổi tiếng và cần huy động vốn với số lượng thật lớn hàng năm mới đứng ra tự đảm nhiệm phân phối tín phiếu thương mại do chính họ phát hành. Thuật ngữ chuyên môn gọi họ là công ty phát hành trực tiếp (direct issuers). Thông thường thì những công ty phát hành trực tiếp có nhu cầu vay mượn vốn trong thị trường tín phiếu thương mại từ một tỉ USD trở lên trên căn bản liên tục. Có khoảng 125 công ty phát hành trực tiếp trên thị trường và đa số là những công ty tài chính và những công ty chủ của những ngân hàng thương mại.⁹

Đa số đại lý mua bán chứng khoán là những công ty con (subsidiaries) của những ngân hàng đầu tư (investment banks) hoặc của những công ty chủ của những ngân hàng thương mại (commercial bank holding com-

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

panies). To lớn nhất vẫn là những ngân hàng đầu tư trong đó có Goldman Sachs, Merrill Lynch và Shearson Lehman. Trong số những công ty chủ của những ngân hàng thương mại có công ty con là đại lý mua bán chứng khoán nổi tiếng có BankAmerica, Bankers Trust, J.P. Morgan và CitiCorp.

Thị Trường Cấp 2

Thị trường cấp 2 của tín phiếu thương mại rất nhỏ. Một phần vì đặc tính đa dạng (heterogeneous characteristics) của tín phiếu thương mại làm cho rất khó có thể gom đủ một số lượng lớn để làm giao hoán trong thị trường cấp 2. Một phần khác có lẽ vì chiều dài thời gian du kỳ của tín phiếu thương mại quá ngắn và những người đầu tư vào tín phiếu thương mại biết rõ nhu cầu tài chính của họ nên có khuynh hướng giữ tín phiếu thương mại cho đến khi mãn hạn. Thỉnh thoảng những đại lý mua bán chứng khoán có mua trữ một ít tín phiếu thương mại từ những người đầu tư hoặc từ công ty phát hành. Những trung gian mua bán chứng khoán (brokers) cũng làm giá cho tín phiếu thương mại của những công ty phát hành với số lượng lớn.

Tham Khảo

¹ “Registration for short-term securities is especially expensive because the registration fee is a percent of the face amount at each offering. Thirty-day registered notes, rolled over monthly for one year, would cost 12 times as much as a one-time issuance of an equal amount of one-year note.” Thomas K. Hahn, 1993, Commercial Paper.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

² Dự Luật Chứng Khoán ban hành năm 1933 (Securities Act) đòi hỏi là chứng khoán bán ra cho công chúng phải đăng ký trước với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán (Securities and Exchange Commission; SEC), trừ những trường hợp được miễn đăng ký theo những điều kiện nêu rõ trong dự luật.

³ Tín phiếu thương mại bảo đảm bởi một ngân hàng với một tín dụng thư được miễn đăng ký dưới điều khoản 3(a)(2), không cần thiết được miễn dưới điều khoản 3(a)(3). Tín phiếu thương mại phát hành và bán qua kênh tư hệ được miễn đăng ký dưới điều khoản 4(2).

⁴ H.15 statistical release của Ngân Hàng Trung Ương ấn hành lãi suất hàng ngày của tín phiếu thương mại du kỳ 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng do đại lý cho giá trực tiếp. Tất cả lãi suất được dựa trên những tín phiếu thương mại có hạng khả tín cao.

⁵ Tính từ năm 1967 cho đến năm 1991.

⁶ Tính từ năm 1974 cho đến năm 1991

⁷ Nguồn tài chính vận hành = tổng giá trị tất cả tài sản ngắn hạn trừ cho tổng giá trị của tất cả nợ ngắn hạn; working capital = current assets - current liabilities.

⁸ Federal Reserve Bank of New York, 1992

⁹ Felix, Richard, ed. *Commercial Paper*. London: Euromoney Publications, 1987.

Standard & Poor's Corporation. *Commercial Paper Rat-*

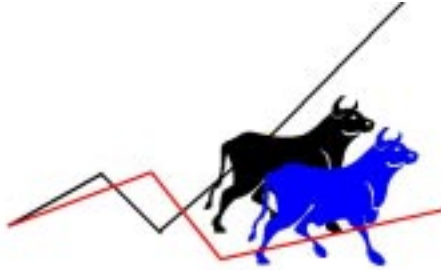
Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

ings Guide. April 1991.

Stigum, Marcia. *The Money Market*. Homewood, Ill.: Dow Jones-Irwin, 1990.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Hàm Phiếu



Hàm phiếu (derivative instruments) là một loại chứng khoán ký sinh vào một chứng khoán khác, vào một biểu số giá trị hỗn hợp, vào một ngoại tệ, hoặc vào một sản phẩm (derived from or linked to a security, an index, a foreign currency or a commodity). Định nghĩa theo pháp lý, hàm phiếu là bằng chứng của một kế ước chính thức (formal agreement) giữa hai đối tác (two parties) xác định một cuộc giao hoán. . . Kế ước này, trong thuật ngữ mua bán hàm phiếu, được gọi là hàm kế.¹

Cũng giống như những chứng khoán khác, hàm phiếu bao gồm nhiều loại. Trong số những hàm phiếu phổ thông nhất có hàm phiếu độc chế (options), hàm phiếu toàn chế (futures) và hàm phiếu quyền (warrants).

Hàm Phiếu Độc Chế

Một hàm khế độc chế (option contract) thành lập quyền mua hoặc quyền bán giữa người đề xướng (writer, issuer) và người hưởng ứng (holder, buyer), trong đó người hưởng ứng được quyền mua từ (buy from) hoặc bán cho (sell to) người đề xướng một chứng khoán được chỉ định (underlying security) ở một giá được cam kết (strike price, exercise price) trong một thời hạn được vạch trước. Người đề xướng còn được gọi là người viết (writer) hoặc người phát hành (issuer) và người hưởng ứng còn được gọi là người mua (buyer) hoặc người giữ (holder). Sự xướng-ứng của hai đối tác trong mua bán hàm phiếu độc chế (option) có được là vì họ cùng nhìn vào một chứng khoán liên hệ nhưng không cùng một kết luận về tương lai của chứng khoán đó.

Người hưởng ứng không bị bắt buộc phải thực hiện quyền mua hoặc quyền bán của mình. Tuy nhiên, người đề xướng bị bắt buộc phải bán ra hoặc mua vào nếu người hưởng ứng quyết định thực hiện quyền của mình. Nói một cách khác người đề xướng bị bắt buộc bán ra hoặc mua vào chứng khoán được chỉ định ở một giá được cam kết theo sự chủ động của người hưởng ứng nếu thời hạn hiệu lực vẫn còn. Như vậy, hàm phiếu loại này chỉ cưỡng chế người đề xướng. Chính vì đặc tính đó cho nên nó có danh xưng là hàm phiếu độc chế, tức là hàm phiếu chỉ cưỡng chế một phía.

Và khi sự xướng-ứng được thành lập, người đề xướng sẽ nhận một khoản hàm phí (premium) từ người hưởng ứng. Riêng cho hàm phiếu độc chế, khoản hàm phí này có tên chính xác là hàm phí độc chế (option premium).

Như đã trình bày, hàm phiếu độc chế có ba yếu tố quan trọng. Thứ nhất là một chứng khoán được chỉ

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

định. Thứ hai là một giá mua bán cho chứng khoán đó được cam kết. Thứ ba là thời hạn hiệu lực được vạch trước.

Chứng khoán được chỉ định trong một hàm phiếu độc chế được gọi là chứng khoán cho ký sinh (underlying security) và còn được gọi là chứng khoán liên hệ hoặc chứng khoán cơ sở trong ý nghĩa liên hệ đến sự ký sinh của hàm phiếu. Chứng khoán cho ký sinh có thể là cổ phiếu, trái phiếu, tín phiếu, biểu số giá trị hỗn hợp của một thị trường mua bán chứng khoán, ngoại tệ, hoặc ngay cả hàm phiếu toàn chế. Tuy nhiên chứng khoán cho ký sinh phổ thông nhất trong hàm phiếu độc chế thường là cổ phiếu thường đăng.

Ngoại trừ một vài trường hợp ngoại lệ, hầu như tất cả hàm phiếu độc chế ký sinh vào cổ phiếu thường đăng đều được khế ước trên tiêu chuẩn căn bản là 100 cổ phần. Đơn vị 100 cổ phần này trong hàm phiếu được gọi là một hàm khế (1 contract). Một hàm khế độc chế (1 option contract) gồm 100 cổ phần của cổ phiếu liên hệ. Nói một cách khác, 1 hàm khế độc chế thành lập quyền mua bán 100 cổ phần, hay là 1HK x 100CP, và 5 hàm khế độc chế thành lập quyền mua bán 500 cổ phần, hay là 5HK x 100 CP, của cổ phiếu liên hệ. Nếu hàm phí (premium) cho một cổ phần là 2 USD thì hàm phí cho một hàm khế độc chế tính ra là 200 USD, hay là 1HK x 100CP x 2USD/CP, và hàm phí cho 5 hàm khế độc chế tổng cộng là 1,000 USD, hay là 5HK x 100CP x 2USD/CP.

Một hàm phiếu chỉ hiện hữu trong một thời gian nhất định. Chiều dài thời gian ký sinh, từ ngày đề xướng (date issued) cho đến ngày hết hiệu lực (date expired), của một hàm phiếu độc chế thường là vào khoảng 9 tháng. Sau ngày mãn hạn ký sinh hàm phiếu sẽ “chết” trong khi chứng khoán cho ký sinh (underlying security)

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

vẫn tiếp tục sống [cũng chính vì lý do này từ “cộng sinh” như một số tác giả đã dùng dường như không được chính lắm]. Gần đây hàm phiếu độc chế dài hạn (Long-term Equity Anticipation Products, LEAPS) vừa được đưa ra thị trường có chiều dài thời gian ký sinh vào khoảng 3 năm.

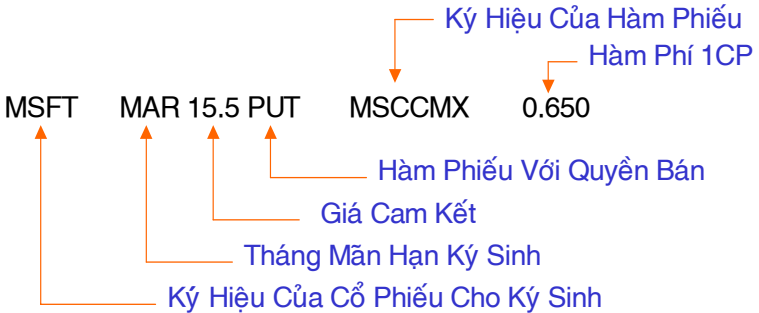
Khác với thời gian ký sinh, chiều dài thời gian hưởng ứng là chiều dài tính từ ngày hưởng ứng (date held an option contract) cho đến ngày mãn hạn ký sinh (date expired) của một hàm phiếu. Chiều dài thời gian hưởng ứng không bao giờ dài hơn chiều dài thời gian ký sinh của nó. Chiều dài thời gian hưởng ứng của một hàm phiếu càng ngắn thì giá mua hàm phiếu đó [hàm phí] càng rẻ.

Khác với thời gian ký sinh và thời gian hưởng ứng, chiều dài thời gian hiệu lực là chiều dài tính từ ngày hôm nay (current date) cho đến ngày mãn hạn ký sinh (date expired) của một hàm phiếu. Chiều dài thời gian hiệu lực của hàm phiếu càng ngày càng rút ngắn và theo đó giá trị của hàm phiếu càng ngày càng tiêu hao. Sau ngày mãn hạn ký sinh, cũng là ngày hết hiệu lực, hàm phiếu đó sẽ hoàn toàn hết giá trị. Điều này cho thấy hàm phiếu rất mẫn cảm đối với thời gian, khác với cổ phiếu cho ký sinh không có hạn định về thời gian.

Giá trị thị trường của một hàm phiếu độc chế ký sinh vào một cổ phiếu tùy thuộc vào nhiều yếu tố trong đó có (1) giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh (current stock price), (2) chiều dài thời gian hiệu lực của hàm phiếu (time value), (3) giá cam kết của hàm phiếu trong tương quan với giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh (intrinsic value), (4) hàm phiếu độc chế với quyền mua hay quyền bán (call or put). Giá thị trường của cổ phiếu thì lại tùy thuộc vào một số yếu tố khác trong đó có (1) mức phân phối lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu (dividend

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

rate), (2) mức độ dao động giá của cổ phiếu (degree of stock price volatility), (3) mức lưu hoạt của cổ phiếu (stock liquidity) và mức lợi nhuận hiện hành trên thị trường (market interest rate).



8-1

Hàm phiếu độc chế thường được yết giá theo thể thức trong bảng yết giá 8-1. Cột thứ nhất trên bảng yết giá ghi ký hiệu của cổ phiếu cho ký sinh. Cột thứ hai ghi ba thành phần: (1) tháng mãn hạn ký sinh, (2) giá cam kết và (3) quyền mua hay bán. Theo qui ước, ngày mãn hạn ký sinh lúc nào cũng đúng vào ngày thứ sáu của tuần lễ thứ ba của tháng mãn hạn. Cột thứ ba ghi ký hiệu của hàm phiếu. Cột thứ tư ghi giá thị trường của hàm phiếu, cũng là hàm phí. Như vậy, chiếu theo giả dụ trong bảng yết giá 6-1, hàm phiếu độc chế với quyền bán MSCCMX sẽ mãn hạn vào ngày thứ sáu của tuần lễ thứ ba của tháng ba (MAR) sắp tới. Giá cam kết được định là 15.5 USD một cổ phần của cổ phiếu MSFT cho ký sinh và hàm phí là 0.65 USD một cổ phần. Đối với những cổ phiếu cho ký sinh có giá thị trường từ 25 USD trở xuống, hàm phiếu thường được yết cách nhau 2 USD

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

của giá cam kết. Thí dụ như APR 16 CALL, APR 14 CALL, APR 12 CALL. Còn đối với những cổ phiếu cho ký sinh có giá thị trường trên 25 USD, hàm phiếu thường được yết cách nhau 5 USD của giá cam kết. Thí dụ như APR 42 CALL, APR 37 CALL, APR 32 CALL.

Hàm phiếu độc chế được chia làm hai loại: (1) hàm phiếu độc chế với quyền mua (call option) và (2) hàm phiếu độc chế với quyền bán (put option). Bên cạnh những đặc tính chung cho hàm phiếu, mỗi loại có những đặc tính riêng và dành cho những mục đích khác nhau.

Hàm Phiếu Độc Chế Với Quyền Mua

Hàm phiếu độc chế với quyền mua (call options) dành cho người hưởng ứng quyền mua hoặc không mua một chứng khoán được chỉ định (specified underlying security) ở một giá được cam kết (specified exercise price, strike price) trong một thời hạn được vạch trước (specified expiration date) và, nếu người hưởng ứng quyết định thực hiện quyền mua, người đề xướng bắt buộc phải bán cho người hưởng ứng số chứng khoán đó theo như kế ước.

Như đã nói, sự xướng-ứng của hai đối tác trong mua bán hàm phiếu có được là vì họ cùng nhìn vào một chứng khoán liên hệ nhưng không cùng một kết luận về tương lai của chứng khoán đó. Những người hưởng ứng (buyers, holders) thì dự phóng rằng giá thị trường (market price, spot price) của chứng khoán đó trong tương lai sẽ cao hơn giá cam kết (strike price, exercise price) khá nhiều và điều này sẽ xảy ra trước khi hàm phiếu mãn hạn ký sinh (expired). Theo dự phóng này, nói theo thuật ngữ đầu tư, người hưởng ứng giữ trường vị (takes a long

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

position). Và vì thế hàm phiếu độc chế với quyền mua (call options) sẽ cho họ cơ hội để mua rẻ chứng khoán đó, hay nói theo thuật ngữ đầu tư là “gọi khỏi tay người để xướng (call away from option writer)” chứng khoán đó ở một giá thấp hơn giá thị trường trong tương lai. Ngược lại, những người để xướng (writers, issuers) thì dự phóng rằng giá thị trường của chứng khoán đó sẽ không cao hơn giá cam kết trong suốt chiều dài thời gian ký sinh và vì thế hàm phiếu độc chế với quyền mua sẽ cho họ cơ hội để thu một số hàm phí (premium) từ những người hưởng ứng và chứng khoán sẽ không bị gọi khỏi tay họ, tức là không bị ép bán dưới giá thị trường. Theo dự phóng này, nói theo thuật ngữ đầu tư, người để xướng giữ đoàn vị (assume short position).

CSCO	MAR 17.5 CALL	CYOCWX	0.375
CSCO	APR 17.5 CALL	CYOCWX	0.50
CSCO	MAR 15.5 CALL	CYOCWX	1.375
CSCO	APR 15.5 CALL	CYOCWX	1.50

Bảng Yết Giá Ngày 12 Tháng 1 Năm 19XX

8-2

Từ trong bảng yết giá 8-2 cho thấy một sự kiện là, với cùng một chiều dài thời gian hiệu lực, giá cam kết càng cao thì giá thị trường của hàm phiếu càng thấp. Giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, MAR 17.5 CALL thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, MAR 15.5 CALL và giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, APR 17.5 CALL thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

CYOCWX, APR 15.5 CALL. Lý do là vì khoảng cách giữa giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh và giá cam kết cao của hàm phiếu xa hơn khoảng cách giữa giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh và giá cam kết thấp của hàm phiếu. Khoảng cách này được tính bằng đẳng thức [6-1] như sau:

$$SBG_{CALL} = GTT - GCK \quad \{6-1\}$$

SBG_{CALL} = Sai biệt giá

GTT = Giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh

GCK = Giá cam kết của hàm phiếu

Khi khoảng cách SBG_{CALL} mang số âm, hay là $SBG_{CALL} < 0$, hàm phiếu được gọi là “nằm ngoài khung tiền” (out of the money). Cụm từ “nằm ngoài khung tiền” là ngôn ngữ kỹ thuật diễn tả trạng huống sai biệt âm (-) giữa giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh và giá cam kết của hàm phiếu và trạng huống sai biệt này bất lợi cho người hưởng ứng. $SBG_{CALL} < 0$ càng nhỏ [tức là con số sau dấu trừ càng lớn] thì hàm phiếu nằm ngoài khung tiền càng xa. Hàm phiếu nằm ngoài khung tiền càng xa thì giá thị trường của hàm phiếu càng thấp.

Giả dụ như giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh, CSCO, là 13 USD một cổ phần. Với hàm phiếu CYOCWX, APR 17.5 CALL, sai biệt giữa giá thị trường của cổ phiếu CSCO và giá cam kết của hàm phiếu CYOCWX là -4.5 USD. Với hàm phiếu CYOCWX, APR 15.5 CALL, sai biệt giữa giá thị trường của cổ phiếu CSCO và giá cam kết của hàm phiếu CYOCWX là -2.5 USD. Nói một cách khác, hàm phiếu APR 17.5 CALL nằm ngoài khung tiền 4.5 USD trong khi hàm phiếu APR 15 CALL nằm ngoài khung tiền 2.5 USD. Do vậy, giá thị trường của hàm phiếu APR 17.5 CALL là 0.5 USD thấp hơn giá

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thị trường của hàm phiếu APR 15.5 CALL là 1.5 USD.

Giá cam kết và ngày mãn hạn của hàm phiếu không thay đổi. Do đó, SBG_{CALL} chỉ thay đổi theo giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh. Nếu dự đoán của người hưởng ứng chính xác, tức là giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh gia tăng trước khi mãn hạn du kỳ, $SBG_{CALL} < 0$ sẽ lớn dần [tức là con số đứng sau dấu trừ càng lúc càng nhỏ] và cho đến một lúc nào đó sẽ biến thành số dương, hay là $SBG_{CALL} > 0$. Khi SBG_{CALL} biến thành số dương, hàm phiếu được gọi là “vào khung tiền” (in the money). Cụm từ “vào khung tiền” là ngôn ngữ kỹ thuật diễn tả trạng huống sai biệt dương (+) giữa giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh và giá cam kết của hàm phiếu và trạng huống sai biệt này có lợi cho người hưởng ứng. Hàm phiếu đi vào khung tiền càng sâu, hay là $SBG_{CALL} > 0$ càng lớn, thì giá thị trường của hàm phiếu càng cao và người hưởng ứng càng có lợi.

CSCO	MAR 17.5 CALL	CYOCWX	2.375
CSCO	APR 17.5 CALL	CYOCWX	3.50
CSCO	MAR 15.0 CALL	CYOCWX	4.375
CSCO	APR 15.0 CALL	CYOCWX	5.50

Bảng Yết Giá Ngày 4 Tháng 2 Năm 19XX

8-3

Giả dụ như giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh, CSCO, từ 13 USD một cổ phần vào ngày 12 tháng 1 năm 19xx tăng lên đến 18.5 USD một cổ phần tính vào ngày 4 tháng 2 năm 19xx. Như vậy, theo bảng yết giá 8-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

3, hàm phiếu CYOCWX, MAR 17.5 CALL và hàm phiếu CYOCWX, APR 17.5 CALL vào khung tiền 1.0 USD trong khi hàm phiếu CYOCWX, MAR 15.5 CALL và CYOCWX, APR 15.5 CALL vào khung tiền 3 USD. Theo đó, giá thị trường của những hàm phiếu này cũng gia tăng. Giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, MAR 17.5 CALL từ 0.375 USD tăng lên 2.375 USD; của CYOCWX, APR 17.5 CALL từ 0.5 USD tăng lên 3.50 USD; của CYOCWX, MAR 15.5 CALL từ 1.375 USD tăng lên 4.375 USD; và của CYOCWX, APR 15.5 CALL từ 1.50 USD tăng lên 5.50 USD.

Cũng từ bảng yết giá 8-2 và 8-3 cho thấy một sự kiện khác là, cùng một giá cam kết, hàm phiếu với chiều dài thời gian hiệu lực dài hơn có giá thị trường cao hơn. Giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, MAR 17.5 CALL thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, APR 17.5 CALL. Tương tự, giá thị trường của hàm phiếu CYOCWX, MAR 15.0 CALL thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu CYOWCX, APR 15.0 CALL. Khi hàm phiếu gần tới ngày mãn hạn, giá thị trường của hàm phiếu giảm thiểu nhanh chóng hơn so với trước đó, nhất là đối với những hàm phiếu còn nằm ngoài khung tiền.

Hàm Phiếu Độc Chế Với Quyền Bán

Hàm phiếu độc chế với quyền bán (put options) dành cho người hưởng ứng quyền bán hoặc không bán một chứng khoán được chỉ định (specified underlying security) ở một giá được cam kết (specified exercise price, strike price) trong một thời hạn được vạch trước (specified expiration date) và, nếu người hưởng ứng quyết định

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thực hiện quyền bán, người đề xướng bắt buộc phải mua của người hưởng ứng số chứng khoán đó theo kế ước.

Như đã từng trình bày nhiều lần, sự xướng-ứng của hai đối tác trong mua bán hàm phiếu có được là vì họ cùng nhìn vào một chứng khoán liên hệ nhưng không cùng một kết luận về tương lai của chứng khoán đó. Những người hưởng ứng (buyers, holders) dự phóng rằng giá thị trường (market price, spot price) của chứng khoán đó trong tương lai sẽ thấp hơn giá cam kết (strike price, exercise price) khá nhiều và điều này sẽ xảy ra trước khi hàm phiếu mãn hạn ký sinh (expired) vì thế hàm phiếu độc chế với quyền bán (put option) sẽ cho họ cơ hội để bán cao giá chứng khoán đó, nói một cách cầu kỳ là “đặt vào tay người đề xướng (put to option writer)” chứng khoán đó ở một giá cao hơn giá thị trường trong tương lai.

Ngược lại, những người đề xướng (writers, issuers) thì dự phóng rằng giá thị trường của chứng khoán đó sẽ không thấp hơn giá cam kết trong suốt chiều dài thời gian ký sinh và vì thế hàm phiếu độc chế với quyền bán sẽ cho họ cơ hội để thu một số hàm phí (premium) từ những người hưởng ứng và chứng khoán sẽ không bị “đặt vào tay họ,” tức là không bị ép mua trên giá thị trường.

MSFT	MAR 16 PUT	MSCCMX	1.5
MSFT	APR 16 PUT	MSCCMX	1.875
MSFT	MAR 14 PUT	MSCCMX	0.5
MSFT	APR 14 PUT	MSCCMX	0.75

Bảng Yết Giá Ngày 12 Tháng 1 Năm 19XX

8-4

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Từ trong bảng yết giá 8-4 cho thấy một sự kiện là, với cùng một chiều dài thời gian hiệu lực, giá cam kết càng thấp thì giá thị trường của hàm phiếu càng thấp. Giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, MAR 14 PUT thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, MAR 16 PUT và giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, APR 14 PUT thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, APR 16 PUT. Lý do là vì khoảng cách giữa giá cam kết thấp của hàm phiếu và giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh xa hơn khoảng cách giữa giá cam kết cao của hàm phiếu và giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh. Khoảng cách này được tính bằng đẳng thức [6-2] như sau:

$$SBG_{PUT} = GCK - GTT \quad \{6-2\}$$

SBG_{PUT} = Sai biệt giá

GTT = Giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh

GCK = Giá cam kết của hàm phiếu

Khi khoảng cách SBG_{PUT} mang số âm, hay là $SBG_{PUT} < 0$, hàm phiếu được gọi là “nằm ngoài khung tiền” (out of the money). Cụm từ “nằm ngoài khung tiền” là ngôn ngữ kỹ thuật diễn tả trạng huống sai biệt âm (-) giữa giá cam kết của hàm phiếu và giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh và trạng huống sai biệt này bất lợi cho người hưởng ứng. $SBG_{PUT} < 0$ càng nhỏ [tức là con số đứng sau dấu trừ càng lớn] thì hàm phiếu nằm ngoài khung tiền càng xa. Hàm phiếu nằm ngoài khung tiền càng xa thì giá thị trường của hàm phiếu càng thấp.

Giả dụ như giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh, MSFT, là 17 USD một cổ phần. Với hàm phiếu MSCCMX, APR 14 PUT, sai biệt giữa giá cam kết 14 USD của hàm phiếu và giá thị trường 17 USD của cổ

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

phiếu MSFT là -3 USD. Với hàm phiếu MSCCMX, APR 16 PUT, sai biệt giữa giá cam kết của hàm phiếu và giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh là -1 USD. Nói một cách khác, hàm phiếu APR 14 PUT nằm ngoài khung tiền 3 USD trong khi hàm phiếu APR 16 PUT nằm ngoài khung tiền 1 USD. Do vậy, giá thị trường của hàm phiếu APR 14 PUT là 0.75 USD thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu APR 16 PUT là 1.875 USD.

Giá cam kết và ngày mãn hạn của hàm phiếu không thay đổi. Do đó, SBG_{PUT} chỉ thay đổi theo giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh. Nếu dự đoán của người hưởng ứng chính xác, tức là giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh liên tục giảm xuống trước khi mãn hạn du kỳ, $SBG_{PUT} < 0$ sẽ lớn dần [tức là con số đứng sau dấu trừ càng lúc càng nhỏ] và cho đến một lúc nào đó sẽ biến thành số dương, hay là $SBG_{PUT} > 0$. Khi SBG_{PUT} biến thành số dương, hàm phiếu được gọi là “vào khung tiền” (in the money). Cụm từ “vào khung tiền” là ngôn ngữ kỹ thuật diễn tả trạng huống sai biệt dương (+) giữa giá cam kết của hàm phiếu và giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh và khoản sai biệt này có lợi cho người hưởng ứng. Hàm phiếu đi vào khung tiền càng sâu, hay là $SBG_{PUT} > 0$ càng lớn, thì giá thị trường của hàm phiếu càng cao và người hưởng ứng càng có lợi.

Giả dụ như giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh, MSFT, từ 17 USD một cổ phần vào ngày 12 tháng 1 năm 19xx giảm xuống đến 13.5 USD một cổ phần tính vào ngày 4 tháng 2 năm 19xx. Như vậy, theo bảng yết giá 8-5, hàm phiếu MSCCMX, MAR 16 PUT và hàm phiếu MSCCMX, APR 16 PUT vào khung tiền 3.5 USD trong khi hàm phiếu MSCCMX, MAR 14 PUT và MSCCMX, APR 14 PUT vào khung tiền 0.5 USD. Theo đó, giá thị trường của những hàm phiếu này cũng gia tăng. Giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, MAR 16 PUT từ 1.5

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

USD tăng lên 4.0 USD; của MSCCMX, APR 16 PUT từ 1.875 USD tăng lên 4.50 USD; của MSCCMX, MAR 14 PUT từ 0.5 USD tăng lên 2.5 USD; và của MSCCMX, APR 14 PUT từ 0.75 USD tăng lên 2.75 USD.

MSFT	MAR 16 PUT	MSCCMX	4.0
MSFT	APR 16 PUT	MSCCMX	4.5
MSFT	MAR 14 PUT	MSCCMX	2.5
MSFT	APR 14 PUT	MSCCMX	2.75

Bảng Yết Giá Ngày 4 Tháng 2 Năm 19XX

8-5

Cũng từ bảng yết giá 6-4 và 6-5 cho thấy một sự kiện khác là, cùng một giá cam kết, hàm phiếu với chiều dài thời gian hiệu lực dài hơn có giá thị trường cao hơn. Giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, MAR 16 PUT thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, APR 16 PUT. Tương tự, giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, MAR 14 PUT thấp hơn giá thị trường của hàm phiếu MSCCMX, APR 14 PUT. Khi hàm phiếu gần tới ngày mãn hạn, giá thị trường của hàm phiếu giảm thiểu nhanh chóng hơn so với trước đó, nhất là đối với những hàm phiếu còn nằm ngoài khung tiền.

Hữu Dụng & Phổ Thông Của HPĐC

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Tại sao giới đầu tư muốn mua hàm phiếu ký sinh vào một cổ phiếu thay vì mua thẳng cổ phiếu cho ký sinh? Lý do rất đơn giản: vì qua nó giới đầu tư có thể vận dụng kỹ năng đòn bẩy tài chính (financial leverage). Thế nào là đòn bẩy tài chính? Giả dụ như ông A có một số tiền dùng vào đầu tư là 10,000 USD. Nếu ông A đem số tiền đó mua thẳng cổ phiếu ABC với giá 100 USD một cổ phần, ông A sẽ mua được cả thảy là 100 cổ phần. Ông A hy vọng là giá thị trường của cổ phiếu này sẽ tăng lên 120 USD trong vòng 9 tháng. Nếu ông A dự đoán đúng, ông A sẽ lời một số tiền là 2,000 USD, hay là $(120 - 100 \text{ USD}) \times 100 \text{ CP}$, và lợi nhuận đầu tư tính ra là 20%, hay là $(2,000 \text{ USD} / 10,000 \text{ USD}) \times 100\%$. Nếu ông A dự đoán sai và trong vòng 9 tháng cổ phiếu ABC chỉ còn lại 10 USD một cổ phần, ông A sẽ thua lỗ 9,000 USD, hay là $(10 - 100 \text{ USD}) \times 100 \text{ CP}$. Thay vì mua thẳng cổ phiếu ABC, ông A có thể dùng phân nửa số tiền đó để mua hàm phiếu ABCMX ký sinh vào cổ phiếu ABC. Giả dụ giá của hàm phiếu ABCMX, SEP 105 CALL là 2.5 USD một cổ phần, với 5,000 USD ông A có thể mua được 20 hàm khối, hay là 2,000 CP, hay là $5,000 \text{ USD} / 2.5 \text{ USD}$. Nếu trong vòng 9 tháng trước khi hàm phiếu mãn hạn cổ phiếu ABC tăng lên 120 USD một cổ phần như dự đoán của ông A và giá của hàm phiếu ABCMX, SEP 105 CALL gia tăng từ 2.5 USD lên đến 14.5 USD một cổ phần, ông A có được một số tiền lời là 24,000 USD, hay là $(14.5 - 2.5 \text{ USD/CP}) \times 2,000 \text{ CP}$, và lợi nhuận trên vốn đầu tư tính ra là 480%, hay là $(24,000 \text{ USD} / 5,000 \text{ USD}) \times 100\%$. Còn nếu như ông A dự đoán sai và cổ phiếu ABC tuộc dốc trong vòng 9 tháng chỉ còn lại 10 USD một cổ phần, ông A mất trọn 5,000 USD. So sánh hai trường hợp vừa nêu trên, (1) với 5,000 USD vốn đầu tư hàm phiếu ABCMX sẽ cho ông A quyền gián tiếp khống chế 2,000 cổ phần của cổ phiếu ABC trong 9 tháng trong khi với 10,000

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

USD vốn đầu tư cổ phiếu ABC chỉ cho ông A quyền trực tiếp khống chế 100 cổ phần nhưng không giới hạn thời gian; (2) hàm phiếu ABCMX sẽ cho ông A 480% lợi nhuận trên vốn đầu tư trong khi cổ phiếu ABC chỉ cho ông A 20% lợi nhuận trên vốn đầu tư; và (3) dự đoán sai ông A chỉ mất tối đa là 5,000 USD cho hàm phiếu ABCMX nhưng mất tới 9,000 USD, và có thể mất tới tối đa là 10,000 USD, cho cổ phiếu ABC. Dĩ nhiên là trên thực tế giá của cổ phiếu ít khi rớt xuống quá xa như trong giả dụ. Tuy nhiên, nó vẫn không thay đổi một điều hiển nhiên là cho thấy rất rõ tính cách “đòn bẩy tài chính” của công cụ hàm phiếu.

Cũng nhờ vào “đòn bẩy tài chính” phối hợp với những kỹ thuật tinh vi khác, hàm phiếu trở thành là một công cụ rất uyển chuyển để giúp giới đầu tư phòng thủ chống lại những dao động giá quá mạnh (hedging) mà phần lớn là do những dữ kiện bất ngờ gây ra.

Cũng nhờ vào những đặc tính hữu dụng vừa trình bày, hàm phiếu trở thành là một công cụ rất phổ thông.

Thị Trường Mua Bán HPĐC

Mặc dù hình thức hàm phiếu độc chế đã có từ nhiều thế kỷ, loại chứng khoán này chỉ mới được tiêu chuẩn hoá và hợp thức hoá vào năm 1973 tại Hoa Kỳ. Ngày nay hàm phiếu độc chế được mua bán công khai tại những thị trường mua chứng khoán như là American Stock Exchange (AMEX), Chicago Board Option Exchange (CBOE), New York Stock Exchange (NYSE), Pacific Stock Exchange (PSE), và Philadelphia Stock Exchange (PHLX). Giống như những chứng khoán khác, thị trường mua bán hàm phiếu nằm trong sự kiểm sát của Ủy Ban

Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán (Securities and Exchange Commission; SEC).

Hàm Phiếu Toàn Chế

Một hàm khế toàn chế (A futures contract) là một khế ước được tiêu chuẩn hoá (a standardized agreement) để mua hoặc bán tại một thị trường mua bán có tổ chức (exchange traded) một món hàng được chỉ rõ (underlying item) ở một giá điều đình trước (negotiated price) và sẽ giao hàng vào một ngày trong tương lai được chỉ định trước (specified future date). Món hàng đó có thể là một sản phẩm, một chứng khoán, một biểu số giá trị hỗn hợp hoặc một ngoại tệ. Trong số những sản phẩm được mua bán trên thị trường có cả nông sản, khoán sản, lâm sản, và nhiên liệu. Thí dụ như là cà phê, cocoa, đường, lúa mì, bắp, bông vải, heo, bò, gà, trứng gà, giấy, gỗ, khí đốt, vân vân.

Cũng giống như hàm khế độc chế, hàm khế toàn chế được thành lập là vì người mua và người bán cũng nhìn về tương lai của một món hàng nhưng không cùng một kết luận. Người mua thì dự phóng là giá thị trường của món hàng trong tương lai sẽ cao hơn giá điều đình cho nên muốn mua, thuật ngữ chuyên môn gọi là giữ trường vị (to take on a long futures position). Ngược lại, người bán thì dự phóng là giá thị trường của món hàng trong tương lai sẽ thấp hơn giá điều đình cho nên muốn bán, thuật ngữ chuyên môn gọi là giữ đoản vị (to take on a short futures position).

Hàm khế toàn chế khác hơn hàm khế độc chế trên một số điểm căn bản. Thứ nhất hàm khế toàn chế bắt buộc người mua phải mua và người bán phải bán theo cam kết. Vì trong cam kết áp đặt sự cưỡng chế lên

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

cả hai phía, người mua và người bán, cho nên hàm phiếu của nó mang tên là hàm phiếu toàn chế để chỉ về đặc tính này. Thứ hai, hàm khế toàn chế đòi hỏi cả người mua lẫn người bán phải đặt xuống một số tiền gọi là tài khoản ký thác đảm bảo khế ước (margin deposit). Thứ ba, giá trị của một hàm khế toàn chế là số không ở thời điểm xuống ứng vừa được thành lập (the value of a futures contract is zero to both buyer and seller at the time it is negotiated) và vì vậy cả người mua lẫn người bán không phải trả tiền lúc đó (a future transaction involves no money at the outset).

Thuật ngữ tài khoản ký thác đảm bảo khế ước (margin deposits) trong mua bán hàm phiếu toàn chế thường bị lầm với thuật ngữ tài khoản đặt cọc (stock margins) trong mua bán cổ phiếu. Tài khoản đặt cọc trong mua bán cổ phiếu là một số tiền chi trả trước một phần nào của tổng số và thiếu nợ phần còn lại để nắm trong tay một chứng khoán (Stock margin is a down payment on the purchase of an equity security on credit. It represents fund surrendered to gain physical possession of a security). Ngược lại, tài khoản ký thác đảm bảo khế ước là một số tiền ký thác để bảo hiểm cho việc thực hiện khế ước chứ không phải là tiền trả trước một phần để mua thiếu (margin deposit is a performance bond posted to ensure that traders honor their contractual obligation, and not a down payment on credit transaction).

Để có thể mua bán hàm phiếu toàn chế (futures transaction) trước tiên người mua lẫn người bán phải mở một trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế và đặt một số tiền ký thác đảm bảo khế ước với một trung gian mua bán chứng khoán (post margin with a broker). Trung gian mua bán chứng khoán sau đó dùng số tiền này để đặt ký thác đảm bảo khế ước với một trung gian giao hoán (clearing agent). Đặt ký thác đảm bảo khế ước có

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

thể dưới dạng tiền mặt (by depositing cash) hoặc, cho những tổ chức mua bán chứng khoán có tầm vóc (institutional traders), dưới dạng thể chấp bằng chứng khoán để bán do chính quyền liên bang phát hành hay bằng tín dụng thư do một ngân hàng ký phát (by pledging collateral in the form of marketable security or letter of credit). Những công ty trung gian giao hoán (clearing firms), là những thành viên của trung tâm giao hoán (members of the exchange clearing house), phải hoàn toàn chịu trách nhiệm trực tiếp thanh lý với trung tâm giao hoán về những thua lỗ trong mua bán hàm phiếu của khách hàng của họ. Để bảo đảm tính cách khả tín tài chính của cơ trình giao hoán (to ensure financial integrity of the clearing process), chính bản thân của những công ty trung gian giao hoán cũng phải thỏa mãn yêu cầu ký thác đảm bảo khế ước (meet margin requirements) và điều kiện tài chính tối thiểu (minimum capital requirements) do trung tâm giao hoán đưa ra.

Sau mỗi phiên mua bán (at the end of each trading session), tất cả người mua và người bán đều phải đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường (marking futures contracts to market). Đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường là thuật ngữ nói về kết toán cuối ngày để xét giá trị của hàm phiếu toàn chế và định vị trí tài chính của những người nắm hàm phiếu toàn chế. Nói một cách khác, đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường là tính số lời lỗ cho những hàm phiếu toàn chế vào cuối ngày và mỗi ngày (marking futures contracts to market requires all buyers and sellers to realize any gains or losses in the value of their futures positions). Trung gian mua bán chứng khoán (broker) sẽ trực tiếp khấu trừ số tiền thua lỗ trong ngày và chuyển số tiền đó ra khỏi trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế (margin account) của người nắm hàm khế toàn chế ở vị thế thua

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

thất để đưa qua trung tâm giao hoán chi trả cho người nắm hàm khế ở vị thế đối nghịch (opposing position in the contract). Sau đó, trung tâm giao hoán sẽ chuyển số tiền chi trả thua thất này (variation margin) vào trong trương mục mua bán hàm phiếu của người nắm hàm khế ở vị thế thắng lợi. Đa số trung gian mua bán chứng khoán yêu cầu khách hàng của họ duy trì một tồn số tối thiểu (minimum balance; maintenance margin) cho tài khoản ký thác đảm bảo khế ước và thường là vượt hơn yêu cầu của trung tâm giao hoán. Nếu tồn số rớt dưới mức tối thiểu, trung gian mua bán chứng khoán sẽ gửi cho khách hàng của họ một thông báo kêu gọi ký thác thêm (margin call), nói theo thuật ngữ chuyên môn, để khách hàng tái lập lại tình trạng tài chính thỏa mãn được yêu cầu.

Đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường cuối phiên mua bán có tác dụng tái điều đình giá hàm phiếu toàn chế mỗi ngày (has the effect of renegotiating the futures price). Vì thế, người mua và người bán đồng ý bắt đầu một ngày mới với cái giá sau cùng ở cuối ngày hôm qua.

Giá thị trường của hàm phiếu toàn chế sẽ bằng với giá thị trường của món hàng cho ký sinh vào phiên mua bán cuối cùng vào ngày hàm phiếu mãn hạn (futures prices converge to the underlying spot market price on the last day of trading). Hiện tượng này được gọi là sự đồng quy (convergence).

Sau khi chấm dứt phiên mua bán sau cùng này, hàm khế toàn chế sẽ được đánh dấu cho thị trường một lần chót. Nếu là hàm khế toàn chế thuộc loại thanh lý bằng tiền mặt (cash-settled contracts), tất cả sẽ được kết toán và tài khoản ký thác đảm bảo khế ước còn dư sẽ được hoàn trả cho chủ nhân. Nếu hàm khế toàn chế xác quyết phải thực sự tải giao món hàng (specifies de-

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

livery of the underlying item), trung tâm giao hoán sẽ sắp xếp với hai phía mua bán để giao hàng đúng theo kế ước. Giá của món hàng ghi trên hoá đơn giao hàng (invoice price; delivery price) sẽ được lấy theo giá thị trường của nó vào thời điểm kết thúc phiên mua bán cuối cùng của hàm phiếu toàn chế còn gọi là giá kết (final settlement price). Còn khoản lời hoặc lỗ do sai biệt giữa giá kết và giá điều đình trước của hàm khế toàn chế (negotiated price) sẽ được thanh toán qua kênh trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế trước khi trung gian mua bán chứng khoán hoàn trả cho chủ nhân tài khoản ký thác đảm bảo kế ước còn dư (any profit or loss is realized through the transfer of variation margin).

Ngoại trừ một hay hai phần trăm của tổng số, tất cả những vụ mua bán cuối cùng đều thanh lý lời lỗ bằng tiền mặt (cash settlement) thay vì người bán thực sự tải giao món hàng (delivery) đến người mua. Người mua và người bán chi trả tiền mặt với nhau (exchange cash payments) dựa trên thay đổi giá thị trường của món hàng hoặc của chứng khoán cho ký sinh (underlying item or underlying security). Cho nên, thanh lý bằng tiền mặt đã làm thay đổi định nghĩa nguyên thủy của hàm phiếu toàn chế. Với định nghĩa mới hơn, hàm khế toàn chế là một kế ước được tiêu chuẩn hoá và có thể chuyển nhượng và theo đó đối tác có thể chi trả với nhau bằng tiền mặt tính theo những thay đổi trên giá thị trường của một sản phẩm hoặc chứng khoán cho ký sinh (a futures contract is a standardized and transferable agreement that provides for the exchange of cash flows based on changes on the market price of a specified commodity or specified security).

Hữu Dụng &

Phổ Thông Của HPTC

Thị trường mua bán sản phẩm đầu tiên của Hoa Kỳ có tên là Chicago Board of Trade (CBOT) được thành lập vào năm 1848. Mục đích nguyên thủy của trung tâm là để thu hút hoạt động mua bán mề cốc bằng tiền mặt. Đến năm 1865 hàm phiếu toàn chế mua bán mề cốc mới bắt đầu xuất hiện. Còn hàm phiếu toàn chế ký sinh vào chứng khoán chỉ mới có vào thập niên 1970. International Monetary Market (IMM), một thành viên của Chicago Merchantile Exchange (CME), bắt đầu mua bán hàm phiếu toàn chế ký sinh vào trái phiếu ngắn hạn (90-day T-Bill futures) vào năm 1976. Đến năm 1981 IMM lại giới thiệu đến thị trường hàm phiếu toàn chế ký sinh vào US dollars mua bán ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ (Eurodollar futures). Năm 1982, Kansas City Board of Trade đưa ra thị trường hàm phiếu toàn chế ký sinh vào biểu số giá trị hỗn hợp Value Line (Value Line stock index futures). Sau đó hàm phiếu toàn chế ký sinh vào biểu số giá trị hỗn hợp S&P500 (S&P500 stock index futures) được mua bán trên sàn của CME và hàm phiếu toàn chế ký sinh vào biểu số giá trị hỗn hợp NYSE (NYSE stock index futures) được mua bán trên sàn của New York Futures Exchange.

Hàm phiếu toàn chế là một công cụ khá phổ thông. Chỉ trong vòng 3 thập niên số lượng hàm khế toàn chế đã từ 3.9 triệu trong năm 1960 lên đến 267.4 triệu trong năm 1989. Trong số đó 60 phần trăm là hàm phiếu toàn chế ký sinh vào chứng khoán.

Hàm phiếu toàn chế là một công cụ lợi hại hàng đầu trong tất cả những công cụ hiện có. Sử dụng như một phương tiện “bá đạo” người đầu tư có thể “một bước lên mây” và cũng có thể trắng tay trong chốc lát. Sử dụng như một phương tiện phòng thủ, hàm phiếu toàn chế là một công cụ uyển chuyển và hữu dụng.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Hoạt động mua bán hàng phái sinh toàn chế nằm trong vòng kiểm sát của Ủy Ban Mua Bán Hàng Phái Sinh Toàn Chế (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), một cơ quan độc lập cấp liên bang được thành lập năm 1974. Thêm vào đó Hiệp Hội Hàng Phái Sinh Toàn Chế (National Futures Association, NFA), một tổ chức được quốc hội ủy quyền, tiếp tay với CFTC để kiểm sát hành vi của thành viên trong hiệp hội.

Hàng Phái Sinh Quyền

Một hàng phái sinh quyền (warrant) là chứng chỉ của kẻ ước thành lập quyền mua của người hưởng ứng, trong đó người hưởng ứng được quyền mua từ người để xứng một chứng khoán được chỉ định (underlying security) ở một giá được cam kết (specified price) trong một thời hạn được vạch trước (specified period). Thực ra, hàng phái sinh quyền cũng giống như hàng phái sinh độc chế với quyền mua (call options) nhưng có thời hạn dài hơn nhiều. Đôi khi hàng phái sinh quyền có hiệu lực vĩnh viễn tức là không có ngày mãn hạn.

Hàng phái sinh quyền (warrants) khác với quyền được mua cổ phần mới (rights) dành cho những cổ chủ cổ phiếu thường đăng trước khi công ty phát hành cổ phiếu thường đăng đó đem số cổ phần mới bán ra thị trường. Thông thường thì quyền được mua cổ phần mới chỉ có thời gian hiệu lực dài từ 2 cho đến 4 tuần lễ trong khi hàng phái sinh quyền có thời gian hiệu lực dài tới nhiều năm hoặc vĩnh viễn. Một điểm dị biệt nữa là giá cam kết của hàng phái sinh quyền thường cao hơn giá thị trường của cổ phiếu liên hệ vào thời điểm phát hành trong khi quyền được mua cổ phần mới thường dành cho cổ chủ hiện hữu một giá ưu đãi thấp hơn giá thị trường của cổ phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

liên hệ. Và một điểm dị biệt khác nữa là hàm phiếu quyền là một công cụ của công ty nhằm khuyến khích giới đầu tư (sweetener) trở thành cổ chủ của công ty, trong khi quyền được mua cổ phần mới chỉ nhằm bảo vệ quyền lợi của cổ chủ hiện hữu.

Thường thì hàm phiếu quyền được bán ra bởi những công ty mà cổ phiếu thường đẳng của công ty đó không có hàm phiếu độc chế ký sinh. Đặc tính của hàm phiếu quyền gồm có:

- Thời gian hiệu lực càng ngắn thì giá thị trường của hàm phiếu quyền càng thấp;
- Giá thị trường của cổ phiếu liên hệ càng cao thì giá thị trường của hàm phiếu quyền càng cao;
- Mức dao động giá của cổ phiếu liên hệ càng cao thì giá thị trường của hàm phiếu quyền càng cao;
- Lãi suất hiện hành trên thị trường tăng lên thì giá của hàm phiếu quyền cũng tăng lên, và ngược lại;
- Nếu tất cả yếu tố khác đều ngang nhau, hàm phiếu quyền có đính kèm quyền thu hồi có giá trị thấp hơn hàm phiếu quyền không có đính kèm quyền thu hồi;
- Giá cam kết càng thấp thì giá trị của hàm phiếu quyền càng cao.

Trong tất cả các loại hàm phiếu, có lẽ hàm phiếu quyền là một công cụ đầu tư ít nguy hiểm hơn cả.

Phụ Chú

¹ Ở đây hàm phiếu là thuật ngữ nói về chứng khoán trong khi hàm khế nói về những cam kết trên chứng khoán.

Tìm Hiểu Một Vài Loại Chứng Khoán Thông Dụng

Nhưng vì những cam kết được tiêu chuẩn hoá (standardized) nên từ đó hàm khế thường dùng để chỉ số lượng trong mua bán hàm phiếu.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

CHƯƠNG 3



**Thuật Ngữ
Anh Việt**



Chú Thích:

Chữ Nghiêng = Thuật ngữ

Chữ Đứng = Giải thích hay định nghĩa

Account Maintenance Fee: Phí Bảo Trì Trường Mục. Xem Fee.

Adjustable Rate Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Chính. Thông thường thì mức lợi nhuận thường kỳ, LNTK%, của cổ phiếu ưu đẳng không thay đổi. Tuy nhiên, có những cổ phiếu ưu đẳng cho điều chỉnh lợi nhuận thường kỳ theo lãi suất ngắn hạn (90-day T-bill rate) của thị trường và sự điều chỉnh này sẽ theo một công thức và thời điểm định trước. Loại này được gọi là cổ phiếu thường đẳng khả chính. Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với lợi nhuận ở một mức theo cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng. Cổ phiếu ưu đẳng khả chính rất là thịnh

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

hành tại Hoa Kỳ trong thập niên 1980s. Phía công ty lẫn phía đầu tư đều chuộng đặc điểm này vì nó giúp giới hạn hiểm họa lãi suất.

American Deposit Receipts (ADRs): Phiếu Chứng Nhận Ký Thác Cổ Phần. Phiếu chứng nhận ký thác cổ phần là một sáng tạo của MorganGuarantee Trust ở thập niên 1920s. Vào khoảng thời gian đó Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán (Securities and Exchanges Commission) cũng như thủ tục đăng ký chứng khoán chưa ra đời. Mua bán trực tiếp một chứng khoán của một công ty ngoại quốc rất là phức tạp, và ngay cả bây giờ cũng vậy. Cho nên, thay vì mua bán trực tiếp một cổ phiếu do công ty nước ngoài phát hành phiếu chứng nhận ký thác cổ phần của cổ phiếu đó được sử dụng để tiện hơn cho việc mua bán. Theo phương cách trên cổ phiếu do một công ty ngoại quốc phát hành được đem ký thác vào một ngân hàng có tầm vóc quốc tế, Sau khi kiểm tra và chấp nhận, ngân hàng này sẽ phát hành phiếu chứng nhận ký thác cổ phần của công ty đó để bán ra trên thị trường Hoa Kỳ. Khi ngân hàng chịu đứng ra phát hành phiếu chứng nhận ký thác cổ phần, cổ phiếu đó được coi là có bảo chứng (sponsored). Ngân hàng chỉ bảo chứng cổ phiếu theo sự yêu cầu của công ty phát hành. Ngược lại, ngân hàng có thể hủy bỏ bảo chứng theo sự yêu cầu của giới đầu tư. Ngày nay tất cả phiếu chứng nhận ký thác cổ phần (sponsored ADRs) đều có đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán. Với chiều hướng đầu tư vào những công ty hải ngoại của giới đầu tư Hoa Kỳ càng ngày càng nhiều, phiếu chứng nhận ký thác cổ phần càng ngày càng trở nên thịnh hành hơn. Giới đầu tư Hoa Kỳ ưa chuộng phiếu chứng nhận ký thác cổ phần, so với mua trực tiếp cổ phần của công ty ngoại quốc (buying

foreign shares directly) vì những lý do sau đây. Thứ nhất, mua phiếu chứng nhận ký thác cổ phần rất dễ dàng. Thứ hai, để tránh bị phạt và vì vô tình mua và bán ra chứng khoán không có đăng ký. Bán ra cổ phiếu do một công ty ngoại quốc phát hành không có hoặc chưa có đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Chứng Khoán sẽ bị phạt dưới điều khoản “trợ giúp phân phối chứng khoán không có đăng ký” (as a distributor of unregistered securities) theo luật chứng khoán ban hành năm 1933 (Security Act of 1933). Thứ ba, người nắm giữ phiếu chứng nhận ký thác cổ phần có đầy đủ những chủ quyền dành cho cổ chủ của công ty. Thứ tư, báo cáo tài chính và những văn kiện liên hệ đều được in bằng Anh ngữ. Thứ năm, lợi nhuận vô kỳ và giá của cổ phiếu được tính bằng USD.

Anti-Dillution Provision: Điều Khoản Chống Làm Loãng. Điều khoản chống làm loãng là một giao ước trong đó cam kết là công ty sẽ đưa thêm một số cổ phần, không lấy thêm tiền, cho cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản nếu như về sau công ty bán ra cổ phiếu đó ở một giá thấp hơn. Giới đầu tư muốn có những điều khoản này để bảo vệ họ chống lại hậu quả bị làm loãng (dillutive effect) do công ty bán ra cổ phiếu trong tương lai ở một giá thấp hơn giá họ đã mua vào. Vì những điều khoản chống làm loãng đưa đến kết quả là người đầu tư sẽ nhận thêm cổ phần không tính tiền (free shares of stock), nếu công ty bán ra cổ phiếu với giá thấp hơn trong những đợt tài trợ trong tương lai, phần trăm chủ quyền của những cổ chủ không được bảo vệ (unprotected shareholders) sẽ bị giảm thiểu với một tỉ lệ cao hơn (disproportionately reduced). Trong số những cổ chủ không được bảo vệ có những nguyên chủ và thành phần lãnh đạo công ty (founders and management). Bảo vệ chống làm loãng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

(antidilution protection) có thể nằm dưới hình thức trong những giao ước tài trợ (financing agreements), trong hàm phiếu độc chế (option) hoặc hàm phiếu quyền (warrant), trong giao ước đặc quyền của người đầu tư (investors rights agreement), trong giao ước của cổ chủ (share holder's agreement), hoặc trong những giao ước khác giữa người đầu tư và công ty. Một dạng của điều khoản chống làm loãng cam kết là chủ phần, phần trăm chủ quyền (percentage of ownership), của cổ chủ sẽ không bị giảm cho đến khi một sự kiện đã xác định trước xảy ra trong tương lai. Sự kiện đó có thể là đã tới một thời điểm (passage of time), tài trợ thêm một số ngân khoản "X" USD, vân vân. Nếu công ty bán ra cổ phiếu trước khi sự kiện xảy ra cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản sẽ nhận thêm một số cổ phần, không tốn tiền hoặc ở một giá đã được định trước, và số cổ phần đó đủ để duy trì nguyên vẹn chủ phần của cổ chủ. Một dạng khác của điều khoản chống làm loãng cam kết là nếu như về sau công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn, cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản sẽ nhận thêm một số cổ phần không phải trả tiền. Một dạng khác nữa của điều khoản chống làm loãng cam kết là cổ chủ được quyền mua thêm một số cổ phần nếu như sau này công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn hoặc bán ra một số lượng cổ phần vượt trên số lượng cho phép trong điều khoản. "Một số cổ phần" ở đây có thể là một số lượng cố định (fixed number of shares) hoặc tính trên phần trăm của số cổ phần đang du hành (percentage of outstanding shares). Đúng về mặt bảo vệ quyền lợi của nguyên chủ và thành phần lãnh đạo công ty, tất cả điều khoản chống làm loãng phải có một ngày chấm dứt hiệu lực (should stipulate an expiration date). Không nên để cho điều khoản chống làm loãng còn hiệu lực, dưới bất cứ lý do gì hay bất cứ hoàn cảnh nào, lúc mang cổ phiếu của công ty bán ra

cho công chúng (public offering) hoặc còn hiệu lực lúc bán công ty hay sáp nhập công ty, vì nó sẽ hạn chế khả năng của công ty để có thể điều đình lấy một giá có lợi cho công ty hoặc để có thể bán cổ phiếu trên thị trường cấp 1 qua kinh công hệ ở một giá có lợi hơn. Và nếu có thể, điều khoản chống làm loãng nên kèm theo điều khoản ngoại miễn để công ty được phép bán hay tặng cổ phiếu cho nhân viên của mình (for use in an incentive plan) hầu khuyến khích những nhân viên cốt lõi của công ty làm việc tận tụy và trung thành.

Articles of Incorporation: Văn Bản Thành Lập Công Ty; Bản Văn Kiện Thành Lập Công Ty.

Asset-Backed Commercial Paper: Tín Phiếu Thương Mãi Bảo Đảm Bằng Tài Sản Chỉ Định; Thương Tín Phiếu Bảo Đảm Bằng Tài Sản Chỉ Định. Một sáng tạo của thị trường tín phiếu vào đầu thập niên 1980 có tên là tín phiếu thương mãi bảo đảm bằng tài sản chỉ định. Với loại tín phiếu thương mãi này hiểm họa bị giạt nợ, thay vì tùy thuộc vào trình độ khả tín của công ty hoặc chính quyền phát hành, sẽ tùy thuộc vào trình độ khả tín của một phần tài sản nào đó của công ty hoặc chính quyền phát hành, thông thường là dưới dạng tài khoản dự thu (tied directly to the creditworthiness of specific financial assets, usually some form of receivable). Tín phiếu thương mãi bảo đảm bằng tài sản chỉ định được phát hành bởi những công ty đặc biệt (special entities), còn gọi là những công ty cho mục đích đặc biệt (special purpose entities). Công ty đặc biệt đứng ra thu mua tài khoản dự thu của một doanh nghiệp khác hoặc của một nhóm doanh nghiệp và tài trợ thu mua với vốn huy động từ thị trường tín phiếu thương mãi (purchases receivables from one firm or a group of firms and finances the purchase with funds raised

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

in the commercial paper market). Hoạt động duy nhất của công ty đặc biệt là thu mua và tài trợ tài khoản dự thu vì vậy hiểm họa của công ty đặc biệt và của tín phiếu thương mại do chính nó phát hành hoàn toàn gián cách với hiểm họa của doanh nghiệp hoặc của một nhóm doanh nghiệp đã bán ra tài sản dự thu. Mức độ bị giết nợ (default rate) và nguồn tài chính lưu hoạt (cashflow) của những tài khoản dự thu từ mậu dịch và từ thẻ tín dụng (trade receivables and credit card receivables), thường được dùng vào phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định, có thể tiên đoán được (predictable). Vì vậy hiểm họa của tài sản chỉ định bảo đảm cho tín phiếu thương mại cũng có thể ước tính được (can be estimated). Những chương trình phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định được chế tác theo một cấu trúc tài chính để tổng giá trị của những tài khoản dự thu luôn luôn cao hơn tổng giá trị của tín phiếu thương mại bán ra (are structured so that the amount of receivables exceeds the outstanding paper), thuật ngữ chuyên môn gọi là thế chấp trội (overcollateralization). Thêm vào đó công ty phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định cũng sử dụng những phương tiện tăng cường trình độ khả tín, trong đó có cả cam kết bán ra tài khoản dự thu (guarantee selling the receivables), tín dụng thư của ngân hàng (bank letters of credit), và cam kết bảo hiểm (surety bond). Và cũng giống như những tín phiếu thương mại khác, những công ty đảm trách đánh giá và xếp hạng khả tín vẫn đòi hỏi phải có bằng chứng của khả năng lưu hoạt dự phòng (backup liquidity). Bảo đảm bằng tài sản chỉ định là một cách mà những công ty thiếu tầm vóc và nhiều hiểm họa có thể dự phần huy động vốn trong thị trường tín phiếu thương mại. Lợi điểm của loại tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định cũng đã thu

hút những công ty lớn hơn và ít hiểm họa hơn tham dự. Vì vậy, thị trường của loại tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định đã gia tăng nhanh chóng.

Asset Securitization: Chứng Khoán Hoá Tài Sản. Xem Commercial Paper Market.

Back Up Liquidity: Khả Năng Lưu Hoạt Dự Phòng. Những công ty hoặc chính quyền phát hành lúc nào cũng duy trì một tài khoản dự phòng dành để sẵn sàng chi trả nợ tín phiếu thương mại và những khoản nợ ngắn hạn khác, thuật ngữ chuyên môn gọi đó là khả năng lưu hoạt dự phòng (backup liquidity). Tài khoản dự phòng này thường là dưới dạng tiền mặt dự trữ (cash reserve) hoặc dưới dạng dự khoản tín dụng của ngân hàng (bank line of credit). Những công ty đảm trách xếp hạng khả tín cần bằng chứng về khả năng lưu hoạt ngắn hạn (short-term liquidity) của công ty hoặc chính quyền phát hành. Nếu công ty hoặc chính quyền phát hành không duy trì tài khoản dự phòng dành để sẵn sàng chi trả nợ ngắn hạn, những công ty đảm trách xếp hạng khả tín sẽ không chịu đánh giá và xếp hạng tín phiếu thương mại của nó. Những công ty hoặc chính quyền phát hành được xếp hạng cao nhất thường duy trì tài khoản dự phòng ở mức tối thiểu là 50 phần trăm tổng giá trị của tất cả tín phiếu thương mại của nó đang du hành. Những công ty hoặc chính quyền được xếp hạng thấp hơn A-1 hoặc P-1 thường duy trì tài khoản dự phòng ở mức 100 phần trăm tổng giá trị của tất cả tín phiếu thương mại của nó đang du hành. Đa số công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại duy trì khả năng lưu hoạt dự phòng qua một dự khoản tín dụng của ngân hàng nằm dưới nhiều dạng (maintain backup liquidity through bank line of credit available in variety of forms). Dự khoản tín dụng tiêu chuẩn

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

(standard line of credit) cho phép vay mượn với trái phiếu 90 ngày (allow borrowing under a 90-day note). Dự khoản tín dụng từng ngày (swing line of credit) cho phép công ty hoặc chính quyền phát hành vay mượn để đắp vào chỗ thiếu hụt của một ngày vì vốn huy động qua tín phiếu thương mại trong ngày đó không đủ, tức là cung cấp vốn theo nhu cầu của từng ngày một (provide funds on a day-to-day basis, allowing issuers to cover a shortfall in proceeds from paper issuance on a particular day). Càng ngày càng có nhiều dự khoản tín dụng được cấu tạo dưới khế ước liên hoàn nhiều năm (being structured as multi-year revolver agreement) trong đó một ngân hàng hoặc một tập thể của nhiều ngân hàng cam kết sẵn sàng tài trợ theo nhu cầu của công ty hoặc chính quyền phát hành chứng khoán (1) với lãi suất nền thả nổi theo một lãi suất hiện hành trên thị trường như là LIBOR hoặc lãi suất tín phiếu ký thác (the floating base rate is anchored to the London Interbank Offers Rate or certificate of deposit rate) và (2) phần lãi suất vượt trên lãi suất chuẩn (spread over the base rate), được điều đình lúc ký kết, có thể là cố định hoặc sẽ điều chỉnh theo hạng khả tín ngay vào thời điểm sử dụng tài khoản vay mượn (can either be fixed or dependent on the rating of the borrower at the time the loan is drawn down). Chiều dài thời gian của khế ước liên hoàn không có tiêu chuẩn nhất định nhưng thị trường cho thấy khuynh hướng ngắn hạn hơn (the trend in revolvers has been towards shorter terms), đa số là dài khoảng 3 năm. Công ty hoặc chính quyền phát hành phải đóng một vài loại phí liên quan đến khế ước liên hoàn, trong đó có phí phương tiện (facility fee), phí cam kết (commitment fee) và phí sử dụng (usage fee). Phí phương tiện tính bằng phần trăm trên giá trị của dự khoản tín dụng và phải chi trả dẫu có hay không có sử dụng đến dự khoản tín dụng (the facility fee is a

percentage of credit line and is paid whether or not the line is activated). Phí cam kết tính bằng phần trăm trên giá trị chưa sử dụng hết trong dự khoản tín dụng (the commitment fee is a percentage of unused credit line). Phí cam kết càng ngày càng ít thông dụng hơn trong những năm gần đây. Phí sử dụng đôi khi được đặt ra nếu dự khoản tín dụng được sử dụng quá nhiều lần (if the credit line is heavily used). Mục đích của dự khoản tín dụng dự phòng (backup line of credit) là để sẵn sàng chi trả cho những tín phiếu thương mại mãn hạn du kỳ nếu một biến cố nào đó ngăn chặn công ty hoặc chính quyền liên tục chuyển tái tín phiếu thương mại của nó (when an event prevents an issuer from rolling over the paper), tức là liên tục phát hành tín phiếu thương mại đợt mới để huy động vốn chi trả cho tín phiếu thương mại đợt cũ. Một biến cố như vậy có thể chỉ gây ảnh hưởng xấu riêng cho công ty hoặc chính quyền phát hành, thí dụ như là một tai nạn hỏa hoạn lớn làm ảnh hưởng đến sức khỏe tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành, hoặc cũng có thể gây ảnh hưởng xấu chung cho toàn thị trường, thí dụ như sự kiện công ty Penn Central giạt nợ năm 1970 làm cho giá chuyển tái tín phiếu thương mại trở thành quá cao đến độ không thể thực hiện được. Dự khoản tín dụng dự phòng sẽ không hữu ích nếu hoạt động và điều kiện tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành trở nên suy thoái tới mức không còn đủ sức để chi trả nợ ngắn hạn nữa vì đa số kế ước tín dụng (credit agreement) đều có kèm theo điều khoản “những thay đổi xấu” (“material adverse change” clause) và theo đó ngân hàng được quyền hủy bỏ kế ước khi tình trạng tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành đã thay đổi đến mức đáng ngại. Thực tế cũng đã từng chứng minh nhiều lần là nhiều công ty trước khi đi đến tình trạng giạt nợ đều bị hủy kế ước tín dụng vì những công ty

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

này đã để cho tình trạng tài chính suy sụp (financial condition deteriorates). Những yếu tố tổng quát của thị trường tín phiếu có thể làm trở ngại dự khoản tín dụng dự phòng. Standard and Poor's (Samson and Bachmann, 1990, p.23) từng cảnh báo là “trở ngại chung cho thị trường tín phiếu gây ra dao động mạnh và dưới điều kiện đó những dự khoản tín dụng trở nên không tin cậy được (unreliable).” Điều này có ý nói là ngân hàng chỉ cố gắng huy động tiền mặt có thể huy động được để hỗ trợ cho thị trường tín phiếu nhưng không chắc là đáp ứng đủ cho nhu cầu bất thường của thị trường lúc đó. Như vậy, người đầu tư vào tín phiếu thương mại gánh một phần hiểm họa có thể xảy ra dưới hoàn cảnh như vừa nêu.

Backup Credit Line: Dự Khoản Tín Dụng Dự Phòng.

Backup Credit Line Fee: Phí Dự Khoản Tín Dụng Dự Phòng.
Xem Fee.

Bank Line of Credit: Dự Khoản Tín Dụng Của Ngân Hàng.
Xem Back Up Liquidity.

Bank Notes: Trái Phiếu Ngân Hàng. Trái phiếu ngân hàng là một phương tiện để ngân hàng huy động vốn mà không bị buộc vào luật lệ phải mua bảo hiểm (not subject to federal deposit insurance premiums). Trái phiếu ngân hàng chính thực là trái phiếu ký thác nhưng ngân hàng không gọi và không báo cáo là trái phiếu ký thác trên văn bản tài chính của ngân hàng. Thay vào đó nó được báo cáo dưới mục “những khoản nợ khác” (other liabilities) như là vốn mượn (as borrowed money). Xem Domestic CDs, Certificate of Deposit.

Board of Directors: Hội Đồng Giám Đốc. Bên cạnh cơ

cấu quản trị và điều hành, mỗi công ty đều có một hội đồng giám đốc. Vai trò chính yếu của hội đồng giám đốc là vai trò giám sát và chỉ đạo (stewardship). Nếu công ty hành xử những quyết định không hợp pháp hoặc không hợp lý, hội đồng giám đốc có thể bị buộc trách nhiệm bởi cổ chủ của công ty và bởi luật pháp của nhà nước. Thành viên của một hội đồng giám đốc thường là người đang giữ một chức vụ ở thượng tầng của một công ty khác hoặc là có chân trong những ủy ban quan trọng của công ty.

Bearer Bonds: Trái Phiếu Không Đăng Ký. Thông thường trái phiếu có kèm theo phiếu lãi là loại trái phiếu không có ghi tên trái chủ, được gọi là trái phiếu không đăng ký (bearer bonds). Bất cứ người nào cầm trái phiếu hoặc lãi phiếu không đăng ký thì người đó được coi là trái chủ và người đó có quyền lãnh tiền. Một số lượng lớn trái phiếu ngày hôm nay thuộc vào loại trái phiếu có đăng ký (registered bonds). Với loại trái phiếu có đăng ký, tên của trái chủ được đăng ký trong sổ bộ phát hành và chỉ có trái chủ đó mới có quyền bán lại trái phiếu hoặc lãnh tiền lợi nhuận định kỳ.

Bonds: Trái Phiếu. Trái phiếu là giấy mượn nợ do một công ty tư nhân, một chính quyền hoặc một cơ quan được chính quyền bảo trợ phát hành trên một căn bản được thành lập rõ rệt. Căn bản đó là công ty hoặc chính quyền hoặc cơ quan phát hành cam kết sẽ (1) trả một khoản lợi nhuận định kỳ trong suốt thời gian mượn nợ, (2) lợi nhuận định kỳ này có quyền ưu tiên cao hơn lợi nhuận thường kỳ của cổ phiếu ưu đẳng và cao hơn lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu thường đẳng, và (3) sẽ hoàn trả số nợ ghi trên trái phiếu vào một thời điểm nhất định trong tương lai. Thời gian từ khi trái phiếu được phát hành cho đến khi

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trái phiếu mãn hạn được gọi là du kỳ (maturity) và thời điểm phải hoàn trả số nợ theo cam kết được gọi là ngày mãn hạn du kỳ (maturity date). Mỗi trái phiếu đều có một mệnh giá (par value, face value, denomination). Mệnh giá của một trái phiếu là đơn vị giá ghi trên trái phiếu đó. Trái phiếu của công ty doanh thương thường có mệnh giá 1,000 USD cộng 1,000 USD cho mỗi mức gia tăng trong khi trái phiếu của chính quyền liên bang hoặc của cơ quan được liên bang bảo trợ có mệnh giá 1,000, 5,000, 10,000 USD và cao hơn. Mệnh giá của trái phiếu sẽ không thay đổi. Mệnh giá của trái phiếu cũng chính là số nợ mà công ty hoặc cơ quan phát hành phải trả cho trái phiếu đó vào ngày mãn hạn du kỳ. Mỗi trái phiếu đều cho lợi nhuận và lợi nhuận được chi trả theo theo một thời biểu cố định. Vì vậy lợi nhuận của trái phiếu được gọi là lợi nhuận định kỳ (interest), khác với đặc tính “không biết trước, không định trước” của lợi nhuận vô kỳ ở cổ phiếu thường đẳng (common stock dividend) và khác với đặc tính “có thể khát lại” của lợi nhuận thường kỳ ở cổ phiếu ưu đẳng (preferred stock dividend). Thông thường thì lợi nhuận định kỳ được chia làm 2 phần đều nhau và được chi trả ở mỗi 6 tháng một lần (two installments a year). Lợi nhuận định kỳ còn được gọi là lãi nhuận của trái phiếu. Mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu được tính bằng phần trăm cho một năm trên mệnh giá của trái phiếu và nó còn được gọi là lãi suất của trái phiếu (interest rate), khác với mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu (yield; current yield) và khác với mức lợi nhuận tới cuối du kỳ của trái phiếu (yield-to-maturity). Giả dụ là công ty ABC phát hành trái phiếu có mệnh giá 1,000 USD với lợi nhuận định kỳ không đổi 9.0% một năm và trái phiếu sẽ mãn hạn du kỳ vào ngày 15 tháng 1 năm 2015. Với giả dụ này công ty ABC cam kết sẽ trả cho trái chủ, tính trên một trái phiếu, 90 USD mỗi năm,

hay là $9\% \times 1,000 \text{ USD}$, và sẽ trả liên tục cho đến đầu năm 2015. Số tiền 90 USD sẽ được trả cho trái chủ làm hai lần, mỗi lần là 45 USD, một lần vào giữa năm và một lần vào cuối năm. Đồng thời công ty ABC cam kết sẽ hoàn trả số vốn 1,000 USD, tính trên một trái phiếu, đúng vào ngày 15 tháng 1 năm 2015. Trái phiếu có thể được phân đại loại ra làm 5 nhóm. Thứ nhất là những trái phiếu do chính quyền liên bang Hoa Kỳ phát hành (U.S. Government bonds). Thứ hai là những trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương phát hành (municipal bonds; munis). Thứ ba là những trái phiếu do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs bonds). Thứ tư là những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành (corporate bonds). Và, thứ năm là những trái phiếu quốc tế.

Bond Anticipation Notes (BAN): Trái Phiếu BAN; Trái Phiếu Ngắn Hạn Bảo Đảm Bằng Dự Trù Phát Hành Trái Phiếu Dài Hạn. Một trong những loại trái phiếu ngắn hạn được chính quyền tiểu bang và địa phương sử dụng nhiều nhất là trái phiếu BAN. Trái phiếu BAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng một nguồn tài chính mới, và nguồn tài chính mới đó được dự trù là sẽ được tài trợ bằng trái phiếu mới dài hạn hơn. Trái phiếu BAN vì vậy được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng dự trù phát hành trái phiếu dài hạn. Giả dụ như chính quyền Quận XYZ dự trù tài trợ một công trình kiến thiết với trái phiếu dài hạn. Nhưng thay vì phát hành trái phiếu dài hạn ngay từ đầu trong hoàn cảnh không xác quyết được tổng lượng chi phí của công trình, chính quyền Quận XYZ có thể chọn phát hành trái phiếu BAN với du kỳ 2 năm để tạm tài trợ cho công trình. Sau khi công trình tiến hành gần hai năm, chính quyền Quận

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

XYZ lại cho phát hành trái phiếu BAN đợt hai cũng với du kỳ 2 năm để lấy tiền hoàn trả nợ trái phiếu BAN đợt đầu sắp mãn hạn và tài trợ cho nhu cầu mới. Hai năm sau, sau khi công trình đã hoàn tất mỹ mãn, chính quyền Quận XYZ phát hành trái phiếu dài hạn với du kỳ 20 năm để lấy tiền hoàn trả nợ trái phiếu BAN đợt hai và để giải quyết dứt điểm tất cả những khoản bội chi chưa được tài trợ. Xem *Municipal Bonds & Notes*.

Bond Indenture: Bản Kế Ước Trái Phiếu.

Bond Market: Thị Trường Trái Phiếu. Trách nhiệm của một trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới, hoặc của một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới, là đưa số trái phiếu mới vào thị trường cấp 1 để giúp huy động tài chính cho công ty hoặc chính quyền phát hành, và trách nhiệm của nó dừng lại ở đó. Thị trường cấp 1 rất năng động và hiệu quả. Khác với thị trường cấp 1, vì sự đa dạng trong bản chất của trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành (heterogeneous nature) cho nên thị trường cấp 2 kém năng động hơn nhiều so với thị trường cấp 1. Thường là những đại lý mua bán chứng khoán đứng ra làm thị trường cho trái phiếu cũ do chính họ đã đảm nhiệm đưa vào thị trường cấp 1 trước đó. Muốn bán một trái phiếu nào đó đang du hành đa số đại lý sẽ nhờ đến những trung gian mua bán chứng khoán (brokers) đứng ra tìm những đối tượng đang muốn mua trái phiếu đó (particular issues are often matched by brokers with those wishing to buy the same issues). Những trung gian mua bán chứng khoán chỉ nhận làm dịch vụ với số lượng lớn và lấy phí dịch vụ.

Book Value: Giá Trị Chủ Bản. Giá trị chủ bản (book

value, net worth, common stockholders' equity) của một công ty là phần thặng dư khi đem giá trị toàn bộ tài sản của công ty (total assets) trừ đi cho giá trị toàn bộ nợ nần của công ty (total liabilities) và trừ đi cho giá trị toàn bộ cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks) của công ty. Tính trên một cổ phần, giá trị chủ bản của công ty được đem chia đều cho tổng số lượng cổ phần của cổ phiếu thường đẳng đang du hành. Đã có một thời giá trị chủ bản được coi là một chỉ số then chốt để đo lường giá trị của một công ty và để định giá thị trường cho cổ phiếu của công ty đó. Tuy nhiên theo thời gian giới chuyên gia phân tích đầu tư dần dần hạ thấp sự quan trọng của chỉ số giá trị chủ bản. Lý do là vì nguyên tắc kế toán đòi hỏi những giao hoán tài chính (financial transactions) phải được ghi nhận và kết toán theo giá trị lúc giao hoán (based on historical value) cho nên, ngoại trừ khoản tiền mặt hoặc tương đương với tiền mặt (cash or cash equivalent assets), tài sản của công ty được ghi nhận trên sổ sách ít khi phản ánh đúng giá trị hiện tại của chúng. Theo đó, giá trị chủ bản cũng không phản ánh đúng giá trị hiện thực của công ty và vì thế mất dần sự thực dụng.

Brady Bonds: Trái Phiếu Brady. Trong thập niên 1970, nhiều ngân hàng thương mại trên thế giới đẩy áp tiền ký thác của những đại gia dầu hỏa. Với số lượng tiền mặt khổng lồ cần phải giải quyết, những ngân hàng này cho tiền chảy vào những quốc gia kém phát triển (LDCs) một cách thoải mái. Rồi giá dầu hỏa xuống thấp vào đầu thập niên 1980 làm cho những quốc gia kém phát triển, vốn dĩ đã vay mượn nợ ngắn hạn khá nhiều, bị kẹt tiền mặt (trapped for cash) và cần vay mượn thêm để chi trả lãi phí hoặc nợ củ. Rồi theo đà của cái vòng xoắn tệ hại đó, chính quyền của những quốc gia kém phát triển bị lún càng lúc càng sâu và cuối cùng không còn đủ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

khả năng để chi trả lãi phí đúng hạn. Tệ hại hơn, ngân hàng trên thế giới từ chối không cho vay mượn thêm. Trong cơn tuyệt vọng chính quyền của một số quốc gia kém phát triển tuyên bố họ không còn đủ khả năng để thanh toán nợ đã vay mượn, trong đó dẫn đầu là Mexico, và điều này đã dẫn đến cuộc khủng hoảng ngân hàng trên toàn cầu. Với quá nhiều ngân hàng chỉ còn lại trong tay hàng khối nợ xấu không hy vọng phục hồi (defaulted loans), nhiều tổ chức trên thế giới phải nghĩ cách để cứu vãn. Trong nỗ lực đó trái phiếu Brady (Brady Bond) được khai sinh. Tên của trái phiếu được lấy từ tên của ông Nicholas Brady là vị bộ trưởng của Công Khố Trung Ương Hoa Kỳ, người cùng với IMF và WB đã đứng ra để lãnh đạo chương trình giảm nợ cho những quốc gia kém phát triển (debts reduction plan for LDCs). Cái ý niệm sau lưng trái phiếu Brady là tái phân bố cấu trúc nợ cho một quốc gia kém phát triển (restructure the debts of an LDC), giúp cho nền kinh tế của quốc gia đó tăng trưởng và nhờ vậy nó có thể chi trả lãi phí vay mượn, bằng cách chuyển những khoản nợ xấu thành trái phiếu được thế chấp với trái phiếu không kèm phiếu lãi của liên bang Hoa Kỳ (by converting the defaulted loans into a bond collateralized by U.S. zero coupon bonds) để bảo đảm khả năng hoàn trả vốn và lãi. Không cần nói, loại trái phiếu này chính là trái phiếu Brady. Trái phiếu Brady được phát hành dưới nhiều thể tính khác nhau. Đa số trái phiếu Brady có mệnh giá tính bằng USD, nhưng cũng có những trái phiếu Brady có mệnh giá tính bằng tiền tệ của quốc gia khác (currencies of other countries). Đây là những trái phiếu có kèm phiếu lãi và cho lãi suất hoặc cố định, hoặc điều chỉnh theo nấc thang, hoặc thả nổi, hoặc tổng hợp (coupon-bearing bonds with fixed, step or floating rate or some combination of each) và thường là có du kỳ dài từ 10 cho đến 30 năm.

Buyer: Người Hưởng Ứng, Người Mua, Người Giữ. Xem Option Contracts, Options.

Callable Bonds: Trái Phiếu Khả Thu; Trái Phiếu Với Quyền Thu Hồi. Thông thường thì công ty phát hành trái phiếu không được quyền kết thúc du kỳ (redeem; payoff) của trái phiếu trước ngày mãn hạn. Tuy nhiên có những trái phiếu có giao ước trước điều khoản thu hồi (call provision) và có ghi rõ trong bản kế ước trái phiếu (bond indenture). Một số công trái phiếu phát hành trước năm 1985 và một số trái phiếu do công ty doanh thương phát hành thuộc loại trái phiếu với quyền thu hồi này. Trái phiếu với quyền thu hồi còn gọi là trái phiếu khả thu (callable bond). Điều khoản thu hồi có thể ở một trong ba dạng: cho quyền thu hồi không giới hạn (freely callable), cho quyền thu hồi có giới hạn (deferred call), hoặc không cho quyền thu hồi (non-callable). Với quyền thu hồi không giới hạn công ty hoặc cơ quan phát hành trái phiếu có thể thu hồi (to call) và kết thúc du kỳ của trái phiếu (to retire) đó bất cứ lúc nào. Với quyền thu hồi có giới hạn công ty hoặc cơ quan phát hành trái phiếu chỉ có thể thu hồi và kết thúc du kỳ của trái phiếu đó sau một thời gian nào đó đã giao ước trước, thí dụ như sau 5 năm hoặc 10 năm. Không được quyền thu hồi có nghĩa là công ty hoặc cơ quan hoặc chính quyền phát hành trái phiếu tuyệt đối không được phép thu hồi và kết thúc du kỳ của trái phiếu đó trước ngày mãn hạn với bất cứ lý do gì. Loại trái phiếu không cho quyền thu hồi có tên gọi là trái phiếu bất khả thu (non-callable bonds). Thông thường chính quyền hoặc cơ quan hoặc công ty phát hành trái phiếu sẽ chọn lúc lãi suất hiện hành trên thị trường xuống vào mức thấp nhất để thu hồi trái phiếu. Nếu trái phiếu bị thu hồi, lợi nhuận định kỳ sẽ bị vô hiệu hóa kể từ ngày công bố. Trái chủ cũng có thể sẽ bị mất đi cơ hội có

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

được một khoản lợi nhuận trên sai biệt giá, giữa giá thị trường và mệnh giá của trái phiếu.

Callable Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Thu. Cổ phiếu ưu đẳng có đính kèm quyền thu hồi được định danh là cổ phiếu ưu đẳng khả thu. Quyền này cho phép công ty tự do thu hồi và hủy bỏ cổ phiếu ưu đẳng do chính công ty phát hành ở một giá thu hồi đã được định trước (call price) kể từ sau ngày có hiệu lực cũng đã được định trước (after a stated date). Lý do công ty muốn có quyền thu hồi là để phòng bị khi lãi suất hiện hành trên thị trường xuống

tới mức quá thấp so với mức lợi nhuận thường kỳ cao hơn của cổ phiếu đó, công ty có thể huy động vốn mới để tái tài trợ cho chính nó ở một mức rẻ hơn. Quyền thu hồi có lợi cho công ty phát hành cổ phiếu ưu đẳng nhưng không có lợi cho phía đầu tư. Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với một số lợi nhuận theo cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng.

Call Options: Hàm Phiếu Độc Chế Với Quyền Mua. Hàm phiếu độc chế với quyền mua dành cho người hưởng ứng quyền mua hoặc không mua một chứng khoán được chỉ định (specified underlying security) ở một giá được cam kết (specified exercise price, strike price) trong một thời hạn được vạch trước (specified expiration date) và, nếu người hưởng ứng quyết định thực hiện quyền mua, người để xướng bắt buộc phải bán cho người hưởng ứng số chứng khoán đó theo như kế ước. Như đã nói, sự xướng-ứng của hai đối tác trong mua bán hàm phiếu có được là vì họ cùng nhìn vào một chứng khoán liên hệ

nhưng không cùng một kết luận về tương lai của chứng khoán đó. Những người hưởng ứng (buyers, holders) thì dự phóng rằng giá thị trường (market price, spot price) của chứng khoán đó trong tương lai sẽ cao hơn giá cam kết (strike price, exercise price) khá nhiều và điều này sẽ xảy ra trước khi hàm phiếu mãn hạn ký sinh (expired). Theo dự phóng này, nói theo thuật ngữ đầu tư, người hưởng ứng giữ trường vị (takes a long position). Và vì thế hàm phiếu độc chế với quyền mua (call options) sẽ cho họ cơ hội để mua rẻ chứng khoán đó, hay nói theo thuật ngữ đầu tư là “gọi khỏi tay người để xướng (call away from option writer)” chứng khoán đó ở một giá thấp hơn giá thị trường trong tương lai. Ngược lại, những người để xướng (writers, issuers) thì dự phóng rằng giá thị trường của chứng khoán đó sẽ không cao hơn giá cam kết trong suốt chiều dài thời gian ký sinh và vì thế hàm phiếu độc chế với quyền mua sẽ cho họ cơ hội để thu một số hàm phí (premium) từ những người hưởng ứng và chứng khoán sẽ không bị gọi khỏi tay họ, tức là không bị ép bán dưới giá thị trường. Theo dự phóng này, nói theo thuật ngữ đầu tư, người để xướng giữ đoản vị (assume short position). Xem Option Contracts, Option.

Capital Market: Thị Trường Tư Bản. Thị trường tư bản chuyên về những hoạt động huy động vốn dài hạn nhờ vào những công cụ hùn vốn (equity instruments) và công cụ vay mượn (debt instruments). Công cụ hùn vốn thông dụng gồm có cổ phiếu thường đẳng (common stocks) và cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks). Công cụ vay mượn thông dụng gồm có trái phiếu do công ty phát hành (corporate bonds), trái phiếu do chính quyền phát hành (government bonds), và trái phiếu do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs long-term debentures). Ngoài ra còn có hàm phiếu độc chế

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

ký thác vào cổ phiếu (stock options) và hàm phiếu quyền (warrants) là những công cụ ít phổ thông hơn được vận dụng trong thị trường tư bản.

Capital Raiding: Xâm Phạm Vốn Đầu Tư. Hầu hết tất cả những tiểu bang của liên bang Hoa Kỳ đều ngăn cấm công ty dùng vốn đầu tư của cổ chủ (contributed capital) để phân phối lợi nhuận vô kỳ. Công ty chỉ được phép phân phối lợi thu doanh thương tồn giữ từ những năm trước cộng lợi thu doanh thương trong năm hiện tại (past and current earnings). Phân phối vượt trên tổng số lợi thu doanh thương cũ và mới vừa nói công ty sẽ bị định tội là xâm phạm vốn đầu tư (raiding the capital). Luật lệ này chủ yếu là để bảo vệ quyền lợi của những chủ nợ (creditors) đã cho công ty vay mượn hoặc mua thiếu.

CATS (Certificate of Accrual on Treasury Securities): Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Của Chính Quyền Liên Bang; Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Do Chính Quyền Liên Bang Phát Hành. Xem Treasury Zeros.

Cashflow: Nguồn Tài Chính Lưu Hoạt.

Certificate of Deposit (CD): Tín Phiếu Ký Thác; Ký Thác Tín Phiếu. Tín phiếu ký thác là một văn bản chứng nhận một ký thác có thời hạn, được gọi là ký thác hạn kỳ (a time deposit), trong đó người ký thác (depositor) giao cho một cơ quan nhận ký thác (placed with a depository institution) một số tiền để lấy lãi. Trên tín phiếu ký thác có ghi rõ số tiền ký thác, ngày mãn hạn ký thác, mức lợi nhuận định kỳ, và phương pháp chiết tính lợi nhuận định kỳ. Thời gian từ khi ký thác cho đến khi mãn hạn của tín phiếu được gọi là du kỳ của tín phiếu. Mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu còn gọi là lãi suất của tín phiếu.

Và lợi nhuận định kỳ của tín phiếu còn gọi là lãi nhuận của tín phiếu. Căn cứ vào loại cơ quan phát hành, những tín phiếu ký thác có mệnh giá cao có thể được xếp vào 4 loại: tín phiếu ký thác nội địa (domestic CDs), tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs), tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs), và tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDs).

CDs Market: Thị Trường Tín Phiếu Ký Thác. Gồm thị trường cấp 1 và thị trường cấp 2. Thị trường cấp 1 (primary market) một là thị trường tín phiếu ký thác mới phát hành (new issues). Trong thị trường cấp 1 những ngân hàng tích cực phát hành tín phiếu ký thác có cho niêm yết hàng ngày mức lợi nhuận định kỳ của những tín phiếu ký thác phổ thông. Mức lợi nhuận định kỳ được niêm yết là lãi suất mà ngân hàng đó bằng lòng trả cho người ký thác. Hay nói một cách khác, đó là mức lợi nhuận định kỳ mà ngân hàng bằng lòng cho phát hành tín phiếu ký thác trong ngày đó. Khi không cần huy động vốn (not interested in raising funds), ngân hàng sẽ cho niêm yết dưới mức lãi suất hiện hành trên thị trường (post below-market rates). Và ngược lại khi cần huy động vốn, ngân hàng có thể cho niêm yết mức lợi nhuận định kỳ ngang với hoặc trên mức lãi suất hiện hành trên thị trường. Ngân hàng có hệ thống phân phối rất giới hạn cho nên họ cố gắng bán trực tiếp cho giới đầu tư tất cả tín phiếu ký thác do họ phát hành. Tuy nhiên họ thường phải nhờ đến hệ thống phân phối bên ngoài bằng cách bán một số lượng tín phiếu ký thác cho những đại lý mua bán chứng khoán để những đại lý này bán lại cho giới đầu tư, nhất là những ngân hàng nhỏ và những ngân hàng ngoại quốc có chi nhánh tại Hoa Kỳ. Đối với những tín phiếu ký thác khó bán trực tiếp cho giới đầu tư như là tín phiếu ký thác dài hạn hoặc tín phiếu ký thác với mức lợi nhuận định kỳ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

điều chỉnh (variable-rate CDs). Thị trường cấp 2 (secondary market) là thị trường tín phiếu ký thác cũ. Qua thị trường mua bán cấp hai, còn gọi là thị trường mua bán OTC (over-the-counter) hay là thị trường mua bán tự quản tự kiểm, giới đầu tư có thể bán những tín phiếu ký thác trước ngày mãn hạn hoặc mua những tín phiếu ký thác đang du hành (outstanding CDs), cũng giống như tất cả những thị trường cấp 2 của những công cụ thị trường tiền tệ khác (other money market instruments). Thị trường mua bán OTC là một mạng lưới của hàng ngàn đại lý mua bán chứng khoán (dealers) và trung gian mua bán chứng khoán (brokers) liên kết để làm thị trường qua hệ thống điện thoại. Những đại lý mua bán chứng khoán làm thị trường (make a market) bằng cách đứng ra mua tín phiếu ký thác bằng tiền vốn của chính mình để bán lại kiếm lời. Những đại lý làm giá tín phiếu ký thác bằng cách yết mức lợi nhuận định kỳ để mua (bid rate) và yết mức lợi nhuận định kỳ để bán (ask rate). Thông thường sai biệt giữa hai mức lợi nhuận định kỳ mua và bán vào khoảng 5 điểm căn bản (5 basis points). Những tín phiếu ký thác có số lượng giao hoán cao nhất (most heavily traded CDs) có khoảng cách nhỏ nhất (lowest bid-ask spread). Một đại lý mua bán chứng khoán có thể mua bán tín phiếu ký thác với thân chủ của mình (customers) hoặc với những đại lý khác. Mua bán giữa những đại lý với nhau thường tập trung vào những tín phiếu ký thác hảo hạng sắp mãn hạn trong vòng 6 tháng trở lại (top-quality CDs with remaining maturity of six months or less). Một cuộc giao hoán tiêu biểu, gọi theo thuật ngữ chuyên môn là lô tròn (typical size of a CD transaction, called a round lot), giữa những đại lý thường là vào khoảng 5 cho đến 10 triệu USD. Giao hoán giữa một đại lý với thân chủ của họ có ngân lượng nhỏ hơn. Những trung gian mua bán chứng khoán đứng ra làm môi giới giao hoán

giữa người mua và người bán để lấy tiền phí (fee). Họ không mua trữ tín phiếu ký thác (not hold an inventory of CDs) để bán lại như là những đại lý mua bán chứng khoán.

Clearing Agent: Trung Gian Giao Hoán. Xem Futures Contracts.

Clearing Firms: Công Ty Trung Gian Giao Hoán. Công ty cung cấp dịch vụ trung gian giao hoán.

Clearing House: Trung Tâm Đảm Nhận Dịch Vụ Giao Hoán; Trung Tâm Giao Hoán. (1) Đảm nhiệm dịch vụ giao hoán chứng khoán (securities clearing house). (2) Đảm nhiệm dịch vụ giao hoán ngân phiếu (checks clearing house).

Commercial Bank Trust Department: Đơn Vị Đảm Nhiệm Dịch Vụ Ủy Thác Của Ngân Hàng Thương Mãi.

Commercial Paper (CP): Tín Phiếu Thương Mãi; Thương Tín Phiếu. Tín phiếu thương mãi là giấy nợ ngắn hạn không có thế chấp (short-term unsecured promisory note) do một công ty doanh thương hoặc một chính quyền phát hành. Đối với những công ty lớn hoặc chính quyền có đầy đủ uy tín, tín phiếu thương mãi là một công cụ để mượn vốn với một giá rẻ hơn là giá vay mượn trực tiếp với ngân hàng (low cost alternative to bank loans). Công ty hoặc chính quyền có thể huy động một số vốn thật lớn một cách nhanh chóng và hiệu quả, không phải thông qua thủ tục đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán (SEC) đòi hỏi nhiều thời gian và tốn kém, bằng cách phát hành tín phiếu thương mãi và bán ra cho những người đầu tư thuộc vào tổ chức (institutional investors) trực tiếp hoặc qua những đại lý

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mua bán chứng khoán độc lập. Đối lại, những người đầu tư vào tín phiếu thương mại được hưởng lãi nhuận (interest) ở một mức lãi suất tương tranh (competitive interest rate) do thị trường quyết định. Cùng lúc chiều dài thời gian du kỳ và mệnh giá của tín phiếu thương mại có thể được chế tác theo nhu cầu của người đầu tư. Đa số tín phiếu thương mại được phát hành nằm dưới điều khoản 3(a)(3) của Dự Luật Chứng Khoán ban hành năm 1933 (Securities Act). Điều khoản 3(a)(3) cho phép những chứng khoán ngắn hạn được miễn đăng ký nếu những chứng khoán này đáp ứng được một số điều kiện. Những điều kiện để được miễn đăng ký theo điều khoản 3(a)(3) đã là những yếu tố uốn đúc những đặc tính căn bản của tín phiếu thương mại. Đặc tính thứ nhất là tín phiếu thương mại được phát hành với mệnh giá rất cao, theo điều kiện miễn đăng ký là chứng khoán không thuộc vào loại bình thường bán ra cho đa số công chúng (must be of a type not ordinarily purchased by the general public). Mệnh giá tối thiểu của tín phiếu thương mại thường là 100,000 USD. Tuy nhiên có một vài công ty hoặc chính quyền cho phát hành với mệnh giá 10,000 USD. Nhưng vì đa số tín phiếu bán cho những người đầu tư thuộc vào tổ chức cho nên mệnh giá phổ biến thường là số nhân của một triệu USD (in multiples of 1 million USD). Đặc tính thứ hai của tín phiếu thương mại là có chiều dài thời gian du kỳ phải ngắn hơn 270 ngày, theo điều kiện miễn đăng ký. Trên thị trường đa số tín phiếu thương mại có du kỳ dài từ 5 ngày cho tới 45 ngày và du kỳ trung bình vào khoảng 30-35 ngày. Nhiều tín phiếu thương mại được cho chuyển tái liên tục (continuously rollover). Cho chuyển tái liên tục sẽ không vi phạm giới hạn 270 ngày miễn là mỗi lần chuyển tái có sự tái thỏa thuận giữa công ty hoặc chính quyền phát hành và đại lý mua bán chứng khoán chứ không tự động (as long as the rollover

is not automatic but is the discretion of the issuer and the dealer). Đa số những công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại đồng ý điều chỉnh thời gian du kỳ theo yêu cầu của người đầu tư. Đặc tính thứ ba là vốn huy động bằng tín phiếu thương mại chỉ được dùng để tài trợ những giao hoán hiện hành (proceeds from commercial paper issues be used to finance current transactions), bao gồm tài trợ cho chi phí vận hành (operating expenses) và cho tài sản ngắn hạn (current assets). Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán diễn dịch ý nghĩa “giao hoán hiện hành” một cách rộng rãi, hay nói một cách khác, là vốn huy động bằng tín phiếu thương mại đem sử dụng cho hầu hết những nhu cầu ngắn hạn đều được chấp thuận là thỏa đáng điều kiện miễn đăng ký. Công ty hoặc chính quyền phát hành không bị buộc phải chứng minh theo lối trực tiếp đối chiếu vốn huy động và chi tiết sử dụng nó (proceeds are not traced directly from issue to use). Thay vào đó, công ty hoặc chính quyền phát hành chỉ cần cho thấy là tổng giá trị của tín phiếu thương mại phù hợp với tổng giá trị giao hoán hiện hành của nó ở vào thời điểm phát hành (issuers are required to show only that they have a sufficient current transaction capacity to justify the size of the commercial paper program). Cũng giống như trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành, tín phiếu thương mại được bán ra thị trường với một giá nằm dưới mệnh giá (a discount security). Dưới dạng này, phần sai biệt giữa giá bán ra với mệnh giá (the discount) của tín phiếu thương mại chính là lãi nhuận chi trả cho người đầu tư. Tới ngày mãn hạn người đầu tư sẽ nhận lại vốn đầu tư ghi trên mặt tín phiếu thương mại, tức là mệnh giá của nó. Đôi khi, theo yêu cầu của người đầu tư, tín phiếu thương mại được phát hành dưới dạng chứng khoán thụ lãi (interest-bearing security). Dưới dạng này, tín phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

thương mãi được bán ra với một giá bằng với mệnh giá. Đến ngày mãn hạn, người đầu tư sẽ nhận lại vốn đầu tư bằng với mệnh giá cộng với lãi nhuận tích lũy (accrued interest). Trước năm 1980, tất cả tín phiếu thương mãi đều được phát hành dưới dạng giấy mực (issued in physical form). Những phiếu giấy đó được đem cất giữ ở một nơi an toàn, thường là đảm trách bởi một cơ quan do người đầu tư mướn (safe-keeping agent), để chờ tới ngày mãn hạn đưa ra đổi lấy số tiền ghi trên mặt của nó (face value). Từ năm 1980 trở về sau, càng ngày càng có nhiều tín phiếu thương mãi được phát hành dưới dạng ghi sổ (book-entry form). Tín phiếu thương mãi in bằng giấy mực được thay thế bằng những trương mục ghi nhận giao hoán và tất cả được tàng trữ trong một hệ thống vi tính. Bước tiến này giúp cho thủ tục giao hoán càng lúc càng hiệu quả hơn và theo đó chi phí giao hoán cũng nhẹ đi. Thủ tục giao hoán (settling of the transaction), lúc phát hành cũng như lúc thu hồi tín phiếu, được hoàn tất trong vòng một ngày. Và trong thủ tục giao hoán, thay mặt cho những thành phần liên hệ (issuer, investor, dealer), những ngân hàng thương mãi (commercial banks) sẽ đứng ra để đảm trách việc phát hành và chi trả (issuing and paying) trong khi những cơ quan giao hoán (clearing agent) sẽ đứng ra để đảm trách việc chuyển giao tín phiếu thương mãi và tài chính huy động. Tất cả tín phiếu thương mãi trên thị trường đều được cho giá trên căn bản tiền khấu (all commercial paper interest rate are quoted on a discount basis). Tín phiếu thương mãi cho lợi nhuận theo một lãi suất do thị trường quyết định và lãi suất của nó thông thường có liên hệ mật thiết với những lãi suất khác trên thị trường, thí dụ như là lãi suất tín phiếu ký thác (CD rate). Vì tín phiếu thương mãi có tàng ẩn hiểm họa bị giạt nợ cho nên lãi suất của nó thường là cao hơn lãi suất vô hiểm của trái phiếu ngắn hạn do

chính quyền liên bang phát hành. So sánh tín phiếu thương mại với trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành có cũng du kỳ 30 ngày, khoảng cách trung bình trong mức lợi nhuận hiện hành giữa hai chứng khoán (average spread) vào khoảng 115 điểm căn bản. Một tín phiếu thương mại được xếp hạng khả tín thấp hơn sẽ cho một mức lợi nhuận hiện hành cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành của một tín phiếu thương mại có cũng chiều dài thời gian du kỳ được xếp hạng khả tín cao hơn. Khoảng cách trong mức lợi nhuận hiện hành giữa tín phiếu thương mại hạng A-1 hoặc P-1 và tín phiếu thương mại hạng A-2 hoặc P-2 trung bình vào khoảng 52 điểm căn bản.

Commercial Paper Market: Thị Trường Tín Phiếu Thương Mại; Thị Trường Thương Tín Phiếu. Trước thế chiến thứ 2 ngân hàng là lực lượng đầu tư chủ yếu của thị trường tín phiếu thương mại. Ngân hàng sử dụng tín phiếu vừa như là dự trữ (reserves) vừa để trải rộng đầu tư giảm thiểu hiểm họa (diversify their portfolios). Trong hai thập niên 1950 và 1960 những công ty công nghiệp có khuynh hướng đầu tư vào tín phiếu thương mại thay vì ký thác tiền mặt vào ngân hàng. Vào lúc đó lãi suất ký thác thấp hơn là lãi suất tín phiếu thương mại khá xa. Từ thập niên 1970 trở về sau thị trường tín phiếu thương mại của Hoa Kỳ tăng trưởng nhanh chóng, từ 34.96 tỉ USD vào năm 1970 lên đến 544.1 tỉ USD vào năm 1993. Một trong những lý do giải thích cho sự tăng trưởng nhanh chóng này là yếu tố chi phí. Những công ty hoặc chính quyền phát hành có tầm vóc và hạng khả tín cao nhận xét là vay mượn qua công cụ tín phiếu thương mại thường rẻ hơn vay mượn trực tiếp với ngân hàng. Chi phí trong đó có phí phân phối (distribution fee), phí đánh giá và xếp hạng khả tín (rating fee), phí dự khoản tín dụng dự

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phòng (backup credit line), vân vân . . . tất cả cộng lại chỉ vào khoảng 15 điểm căn bản cho một chương trình vay mượn lớn, một con số rất khiêm nhường. Lý do thứ hai giải thích cho sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường tín phiếu tại Hoa Kỳ là những công ty doanh thương có khuynh hướng huy động vốn qua thị trường chứng khoán thay vì vay mượn trực tiếp với ngân hàng. Một góc độ của khuynh hướng này thường được biết đến dưới cái gọi là chứng khoán hóa tài sản (asset securitization). Lý do thứ ba là những sáng tạo mới của kỹ thuật chứng khoán (new innovations of security technology) và sự phát triển của những công cụ quản lý hiểm họa (development of risk management tools) đã đa dạng hóa và mở rộng sự ứng dụng trong đầu tư. Điều này, hoặc trực tiếp hoặc gián tiếp, hỗ trợ cho sự tăng trưởng của thị trường tín phiếu thương mại. Những tổ hợp đầu tư chuyên đầu tư vào công cụ của thị trường tiền tệ (money market mutual funds; MMFs) và đơn vị đảm nhiệm dịch vụ ủy thác của những ngân hàng thương mại (commercial bank trust department) là lực lượng đầu tư chủ yếu của thị trường tín phiếu thương mại. Những tổ hợp đầu tư chuyên đầu tư vào công cụ của thị trường tiền tệ nắm khoảng 33 phần trăm tổng giá trị tín phiếu thương mại đang du hành trong khi phòng đảm nhiệm dịch vụ ủy thác của những ngân hàng thương mại nắm khoảng 25 phần trăm. Trong số những thành phần đầu tư quan trọng khác có những công ty bảo hiểm, những công ty không thuộc lãnh vực tài chính, những quỹ hưu của chính quyền (government pension funds), những quỹ hưu của tư nhân (private pension funds) và những tổ hợp đầu tư (mutual funds). Những ngân hàng và những đại lý mua bán chứng khoán chỉ giữ một số ít. Rất hiếm những cá nhân đầu tư trực tiếp vì mệnh giá của tín phiếu thương mại quá cao, nhưng đa số tham dự đầu tư gián tiếp vào thị trường tín

phiếu thương mại qua những tổ hợp đầu tư và quỹ tín nhiệm (trust funds). Tín phiếu thương mại được phát hành bởi những công ty nội địa và ngoại quốc thuộc nhiều lãnh vực doanh thương trong đó có những công ty tài vụ (financial companies), những công ty công nghiệp (industrial companies) và những ngân hàng (banks). Trong số những công ty tài vụ, phát hành tín phiếu thương mại với số lượng lớn nhất phải nói đến là những công ty tài chính (finance companies). Những công ty tài chính cung cấp cho giới tiêu thụ tài chính vay mua nhà ở (home loans), tài chính vay mua xe xài (retail automobile loans) và tài chính vay mua không thế chấp những nhu cầu cá nhân (unsecured personal loans). Những công ty tài chính cũng cung cấp vốn ngắn và trung hạn cho những doanh nghiệp, trong đó có cả tài chính vay mua có thế chấp dụng cụ máy móc để bán lại (secured loans to finance purchases of equipment for resales). Có những công ty tài chính là công ty con của những công ty công nghiệp (wholly owned subsidiaries of industrial firms) đứng ra cung cấp tài chính vay mua sản phẩm do công ty mẹ sản xuất (provide financing purchases of the parent firm's products). Thí dụ như GEC (General Electric Capital) là công ty con của công ty GE (General Electric), GMAC (General Motor Acceptance Corporation) là công ty con của công ty GM (General Motor) và FMC (Ford Motor Credit) là công ty con của công ty Ford. Trong số những công ty tài vụ phát hành tín phiếu thương mại có những công ty bảo hiểm (insurance firms) và những công ty chứng khoán (securities firms). Công ty bảo hiểm phát hành tín phiếu thương mại để tài trợ cho phí bảo hiểm dự thu (premium receivables) và chi phí vận hành (operating expenses). Còn công ty chứng khoán chọn phát hành tín phiếu thương mại là sử dụng phương tiện để vay mượn vốn rẻ hơn là vay mượn trực tiếp với ngân hàng (bank loans)

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

hoặc vay mượn qua tín phiếu giao đổi (repurchase agreements) và dùng vốn vay mượn để tài trợ cho những hoạt động ngân hàng đầu tư (investment banking activities). Những công ty chủ của những ngân hàng thương mại (commercial bank holding companies) phát hành tín phiếu thương mại để tài trợ cho chi phí vận hành và cho những chi phí ngoài hoạt động của ngân hàng (nonbank activities). Hàng trăm công ty không nằm trong doanh nghiệp tài vụ (nonfinancial firms) cũng phát hành tín phiếu thương mại. Những công ty công nghiệp (industrial companies) và những công ty chuyên cung cấp dịch vụ (service companies) phát hành tín phiếu thương mại để tài trợ cho nguồn tài chính vận hành (working capital)⁷ trên căn bản trường kỳ (permanent basis) hoặc trên căn bản tạm thời theo chu kỳ (seasonal basis), để tài trợ cho chi phí vận hành (operating expenses) và để tài trợ tạm thời cho những công trình xây dựng (construction projects). Những công ty và chính quyền ngoại quốc cũng phát hành tín phiếu thương mại tại thị trường nội địa Hoa Kỳ. Những công ty tài vụ ngoại quốc, trong đó có những ngân hàng và những công ty nắm chủ quyền của ngân hàng (banks and bank holding companies) phát hành khoảng 70 phần trăm của tổng giá trị tín phiếu thương mại do công ty và chính quyền ngoại quốc phát hành.⁸ Nhật Bản, Anh và Pháp là ba quốc gia phát hành nhiều tín phiếu thương mại nhất trong thị trường nội địa Hoa Kỳ. Hầu hết công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại đều bán ra thị trường qua những đại lý mua bán chứng khoán độc lập vì chi phí tương đối rẻ. Những đại lý mua bán chứng khoán đứng ra mua tín phiếu thương mại từ công ty hoặc chính quyền phát hành rồi bán lại cho người đầu tư. Khoảng cách giữa giá mua vào và giá bán ra (dealer spread) vào khoảng 10 điểm căn bản cho một năm cho những chương trình phát hành với số lượng lớn. Một

chương trình phát hành tín phiếu thương mại trị giá vào khoảng 700 triệu USD trong một năm sẽ tốn vào khoảng 700 ngàn USD chi phí cho đại lý mua bán chứng khoán đứng ra đảm nhiệm. Khi sử dụng một đại lý mua bán chứng khoán để đảm nhiệm chương trình phát hành tín phiếu thương mại, công ty hoặc chính quyền phát hành sẽ tự quyết định bao nhiêu tín phiếu thương mại được phát hành ở mỗi đợt mãn hạn du kỳ. Đại lý mua bán chứng khoán tiếp xúc với giới đầu tư và cho công ty hoặc chính quyền phát hành biết những tin tức cần thiết về tình trạng của thị trường và nhu cầu của giới đầu tư. Thông thường thì đại lý mua bán chứng khoán sẽ bán ra trong một thời gian ngắn tất cả số tín phiếu thương mại phát hành hoặc chỉ tồn kho một số ít không đáng kể. Chỉ có những công ty có tầm vóc, nổi tiếng và cần huy động vốn với số lượng thật lớn hàng năm mới đứng ra tự đảm nhiệm phân phối tín phiếu thương mại do chính họ phát hành. Thuật ngữ chuyên môn gọi họ là công ty phát hành trực tiếp (direct issuers). Thông thường thì những công ty phát hành trực tiếp có nhu cầu vay mượn vốn trong thị trường tín phiếu thương mại từ một tỉ USD trở lên trên căn bản liên tục. Có khoảng 125 công ty phát hành trực tiếp trên thị trường và đa số là những công ty tài chính và những công ty chủ của những ngân hàng thương mại. Đa số đại lý mua bán chứng khoán là những công ty con (subsidiaries) của những ngân hàng đầu tư (investment banks) hoặc của những công ty chủ của những ngân hàng thương mại (commercial bank holding companies). To lớn nhất vẫn là những ngân hàng đầu tư trong đó có Goldman Sachs, Merrill Lynch và Shearson Lehman. Trong số những công ty chủ của những ngân hàng thương mại có công ty con là đại lý mua bán chứng khoán nổi tiếng có BankAmerica, Bankers Trust, J.P. Morgan và CitiCorp. Thị trường cấp 2 của tín phiếu thương

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

mãi rất nhỏ. Một phần vì đặc tính đa dạng (heterogeneous characteristics) của tín phiếu thương mại làm cho rất khó có thể gom đủ một số lượng lớn để làm giao hoán trong thị trường cấp 2. Một phần khác có lẽ vì chiều dài thời gian du kỳ của tín phiếu thương mại quá ngắn và những người đầu tư vào tín phiếu thương mại biết rõ nhu cầu tài chính của họ nên có khuynh hướng giữ tín phiếu thương mại cho đến khi mãn hạn. Thỉnh thoảng những đại lý mua bán chứng khoán có mua trữ một ít tín phiếu thương mại từ những người đầu tư hoặc từ công ty phát hành. Những trung gian mua bán chứng khoán (brokers) cũng làm giá cho tín phiếu thương mại của những công ty phát hành với số lượng lớn.

Commitment Fee. Phí Cam Kết. Xem Fee.

Common Practice: Thông Lệ.

Common Stock: Cổ Phiếu Thường Đăng. Tất cả công ty (corporations) đều phát hành cổ phiếu thường đăng. Chủ quyền (ownership) của một công ty có thể được nắm giữ trong tay của một vài cá nhân (privately owned corporation) hoặc trong tay của một tập thể rộng lớn (publicly owned corporation). Trong cả hai trường hợp, cổ phiếu thường đăng là thể hiện tuyệt đối của quyền làm chủ. Chủ quyền của công ty được chia thành những đơn vị gọi là cổ phần (shares). Như vậy, cổ phiếu cũng chính là giấy chứng nhận số cổ phần của một pháp nhân được gọi là cổ chủ (common stock shareholder). Trên mặt pháp lý cổ chủ có toàn quyền, duy nhất và trực tiếp, quyết định vận mệnh của công ty. Trên thực tế quyền làm chủ thể hiện qua quyền tham dự vào những quyết định điều hành nội bộ và quyền dự phần vào nguồn lợi kinh tế. Trong số những quyền quan trọng nhất của cổ

chủ là quyền bầu cử (voting right), quyền được chia lợi nhuận (residual claim to income) và quyền được mua thêm cổ phần mới (right to purchase new shares).

Common Stock Dividends: Lợi Nhuận Vô Kỳ. Lợi thu doanh thương của công ty tạo được phân phối tới tay cổ chủ cổ phiếu thường đẳng (common stock) được gọi là lợi nhuận vô kỳ, hay LNVK. Sở dĩ có danh xưng “vô kỳ” là vì công ty phát hành cổ phiếu thường đẳng không nhất thiết, hoặc bị bắt buộc, phải đưa ra khoản lợi nhuận này đúng “định kỳ” như lợi nhuận của trái phiếu hoặc “thường kỳ” có thể đòi khất như lợi nhuận của cổ phiếu ưu đẳng. Lợi nhuận vô kỳ cũng không được gọi là cổ tức vì lợi nhuận vô kỳ chỉ là một phần trong lợi tức của cổ phiếu thường đẳng (dividend v/s income). Lợi tức của cổ phiếu thường đẳng, hay cổ tức, bao gồm hai phần: lợi nhuận vô kỳ (dividends) cộng với lợi nhuận tư bản (capital gain). Lợi nhuận tư bản là lợi nhuận đến từ sai biệt giá, giá bán ra trừ cho giá mua vào. Có phân phối lợi nhuận vô kỳ hay không là quyền quyết định của hội đồng giám đốc (Board of Directors) của công ty. Quyết định phân phối, số lượng phân phối, ngày tháng phân phối và tiêu chuẩn phân phối được hội đồng giám đốc của công ty tuyên bố ở những cuộc họp HĐQT định kỳ. Lợi nhuận vô kỳ một cổ phần, hay LNVK1C, là một cách trình bày khác trong thuật ngữ của thị trường chứng khoán. Đúng với danh xưng, lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu được phân phối tới tay cổ chủ nhưng chỉ tính trên đơn vị một cổ phần (dividends per share).

Common Stock Holder's Equity. Giá Trị Chủ Bản. Xem Book Value.

Compounding Method: Phương Pháp Tính Lãi Hồn Hợp.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Consolidated Bonds: Trái Phiếu Gộp Dài Hạn. Xem GSEs Bonds & Notes.

Convertible Bonds: Trái Phiếu Khả Hoán; Trái Phiếu Với Quyền Hoán Đổi. Đôi khi trái phiếu có đính kèm theo quyền hoán đổi. Đối với người đầu tư, quyền này cho phép trái chủ dùng trái phiếu để đổi lấy cổ phần cổ phiếu thường đăng hoặc cổ phần cổ phiếu ưu đẳng của cùng một công ty theo một tỉ lệ định trước. Đối với công ty, quyền hoán đổi giúp cho công ty phát hành trái phiếu có cơ hội chuyển đổi số nợ vay mượn (debt) thành số vốn hùn hạp (equity) một cách hợp lý và hợp thời điểm. Những trái phiếu có cho quyền hoán đổi được gọi là những trái phiếu khả hoán. Trái phiếu khả hoán có thể là hấp dẫn hơn trái phiếu bất khả hoán, tùy thuộc vào giá trị thị trường của cổ phiếu liên hệ.

Convertible Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Hoán. Cổ phiếu ưu đẳng cho quyền hoán đổi, từ cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phiếu thường đăng, được gọi là cổ phiếu ưu đẳng khả hoán. Loại cổ phiếu này thường được sử dụng bởi những nhà tài trợ vốn phát triển cho những công ty nhiều triển vọng (venture capitalists). Với quyền này cổ chủ có thể đem cổ phần cổ phiếu ưu đẳng để đổi lấy cổ phần cổ phiếu thường đăng của công ty theo một công thức đã định trước lúc phát hành cổ phiếu ưu đẳng khả hoán. Công thức dùng để tính tỉ lệ hoán đổi cổ phần cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phần cổ phiếu thường đăng còn là một động cơ điều chỉnh (adjusting mechanism) trong cái gọi là “điều khoản chống làm loãng” (anti-dilution provision). Tùy vào bản chất và cách tính, điều khoản này có thể rất là quan trọng đối với cổ chủ cổ phiếu thường đăng. Điều khoản chống làm loãng bảo vệ cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng càng nhiều thì chủ quyền của cổ phiếu

thường càng bị loãng (the more protected the holder of convertible preferred stock is from dilution the more dilution the common stockholder are likely to suffer). Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đãi, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm một số lợi nhuận theo như cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cổ chủ của cổ phiếu thường. Có một số cổ phiếu ưu đãi khả hoán cho cổ chủ quyền yêu cầu công ty phát hành phải thu hồi cổ phiếu sau một thời hạn định trước với một số lợi nhuận tương đối. Và có một số cổ phiếu ưu đãi khả hoán cho công ty quyền cưỡng bách hoán đổi (entitles the company to force to redemption or conversion) sau một thời hạn định trước, thường là sau vài năm. Thông thường cổ chủ cổ phiếu ưu đãi khả hoán cũng có được quyền bầu cử hội đồng giám đốc (board of directors) và quyền biểu quyết một số vấn đề quan trọng, rất giới hạn và được định trước (predefined "important decisions"), của công ty như là phát hành thêm cổ phần mới (issuance of new shares), bán hoặc sáp nhập công ty, phát hành cổ phiếu mới (creation of the new stock), hoặc thay đổi nghiệp vụ nòng cốt (core business's activities).

Corporate Bonds: Trái Phiếu Do Công Ty Doanh Thương Phát Hành; Trái Phiếu Của Công Ty Doanh Thương. Trái phiếu của công ty doanh thương (corporate bonds; debentures) được phát hành với nhiều hạn kỳ: ngắn, trung và dài hạn. Trái phiếu ngắn hạn của công ty doanh thương (short-term corporate bonds) có kỳ dài từ 1 đến 5 năm. Trái phiếu trung hạn của công ty doanh thương (medium-term corporate bonds) có kỳ dài từ trên 5 đến 15 năm. Và trái phiếu dài hạn của công ty doanh thương (long-term corporate bonds) có kỳ dài

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trên 15 năm. Thông thường thì trái phiếu do công ty doanh thương phát hành có mức hiểm họa cao hơn trái phiếu của chính quyền liên bang. Dầu là được phát hành bởi những công ty to lớn và có danh tiếng tốt, trái phiếu của những công ty doanh thương ẩn chứa hiểm họa cao nhất vì những công ty doanh thương, so với chính quyền, rất mẫn cảm với những thay đổi xấu trong điều kiện kinh tế, trong khả năng của ban quản trị, và trong môi trường cạnh tranh doanh thương. Trường hợp chính quyền địa phương bị phá sản rất hiếm khi xảy ra. Nhưng công ty bị phá sản là chuyện xảy ra rất thường, ngay cả những công ty có tầm vóc, thí dụ như công ty Pan Am, công ty LTV Steel hoặc công ty Chrysler trong năm 1979, Theo đó, mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu do công ty phát hành cũng cao hơn là mức lợi nhuận định kỳ của những công trái phiếu. Ngoài lý do hiểm họa cao hơn, trái phiếu của công ty doanh thương cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn vì một lý do khác nữa, đó là, vì lợi nhuận của trái phiếu do công ty doanh thương phát hành không được miễn thuế. Trái phiếu do công ty doanh thương phát hành luôn luôn được đánh giá và xếp hạng khả tín bởi những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư. Hai công ty quen thuộc nhất là Standard and Poor's Rating Services và Moody's Investors Service. Hạng khả tín của một công ty, cũng là phẩm hạng của trái phiếu, được xếp theo mẫu chữ la tinh. Trái phiếu loại A được đánh giá cao nhất và được coi là trái phiếu hảo hạng. Trái phiếu loại B được đánh giá trung bình. Trái phiếu loại C được đánh giá thấp. Trái phiếu hạng BBB theo Standard and Poor's, tương đương với hạng Baa theo Moody's Service, và những hạng cao hơn được coi là những trái phiếu tốt, thuộc hạng phù hợp cho mục đích đầu tư (investment-grade), nói theo thuật ngữ chuyên môn. Trái phiếu hạng BB theo Standard and Poor's, tương

đương với hạng Ba theo Moody's, và những hạng thấp hơn được coi là những trái phiếu thuộc hạng phù hợp cho mục đích đánh cá may rủi (less-than-investment grade). Trái phiếu phát hành bởi những công ty doanh thương thiếu tầm vóc hoặc những công ty doanh thương đang đói khát tài chính thường trả mức lợi nhuận rất cao (high yield) và bán ra dưới mệnh giá rất xa (deep discount) thường được gọi chung là những trái phiếu may rủi (speculative bonds). Vào thập niên 1980 loại trái phiếu cho lợi nhuận thật cao rất thịnh hành ở Hoa Kỳ và là phương tiện chính đáng để giúp những công ty nhỏ mượn vốn phát triển. Tuy nhiên phương tiện này đã bị lạm dụng quá mức và bị hủy hoại với một loạt tai tiếng ô nhục vì những hoạt động phi pháp trong lãnh vực đầu tư của những tay chuyên gia phù thủy, thí dụ như Ivan Boesky and Michael Milken, và một loạt phá sản giạt nợ (defaults) của những công ty vào đầu thập niên 1990s. Chính vì vậy những trái phiếu loại này bị định danh là những trái phiếu tồi (junk bonds). Đa số trái phiếu do công ty doanh thương phát hành cho lợi nhuận định kỳ ở một mức cố định, còn gọi là lãi suất cố định. Mức lợi nhuận định kỳ cố định hay lãi suất cố định là mức lợi nhuận định kỳ không thay đổi trong suốt du kỳ, từ ngày phát hành cho tới ngày mãn hạn. Trái phiếu có mức lợi nhuận định kỳ không thay đổi được gọi là trái phiếu với mức lợi nhuận định kỳ cố định hay là trái phiếu với lãi suất cố định (fixed rate bonds). Một số trái phiếu của công ty doanh thương cho mức lợi nhuận định kỳ điều chỉnh theo lãi suất hiện hành của thị trường, thường là tùy thuộc vào một biểu số lãi suất nào đó thí dụ như là công trái phiếu ngắn hạn (short-term treasury bills). Trái phiếu cho mức lợi nhuận định kỳ thay đổi theo lãi suất hiện hành trên thị trường được gọi là trái phiếu với lãi suất điều chỉnh (variable rate bonds) hoặc trái phiếu với

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lãi suất nổi (floating rate bonds). Thông thường trái phiếu với lãi suất điều chỉnh cho lợi nhuận định kỳ thấp hơn là trái phiếu với lãi suất cố định có cùng một chiều dài du kỳ. Một số trái phiếu của công ty doanh thương không chi trả lợi nhuận định kỳ theo mỗi 6 tháng một lần như những trái phiếu có phiếu lãi. Thay vào đó lợi nhuận định kỳ sẽ được tính và trừ vào giá bán, do đó, trái phiếu được bán ra với một giá dưới mệnh giá của trái phiếu rất xa (deep discount). Loại trái phiếu này được gọi là trái phiếu không phiếu lãi do công ty doanh thương phát hành (corporate zeros; zero coupon corporate bonds).

Corporate Charter: Văn Bản Thành Lập Công Ty; Bản Văn Kịch Thành Lập Công Ty.

Corporate Debentures: Trái Phiếu Do Công Ty Doanh Thương Phát Hành; Trái Phiếu Của Công Ty Doanh Thương. Xem Corporate Bonds.

Corporate Zeros: Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Do Công Ty Doanh Thương Phát Hành; Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Của Công Ty Doanh Thương. Xem Zero-Coupon Bonds.

Coupon Bonds: Trái Phiếu Có Kèm Phiếu Lãi. Xem Municipal Bonds & Notes.

Coupon Payment: Lợi Nhuận Định Kỳ Từ Những Phiếu Lãi; Tài Khoản Chi Trả Cho Những Phiếu Lãi.

Coupon Rate: Mức Lợi Nhuận Định Kỳ; Lãi Suất Của Trái Phiếu; Lãi Suất Trên Phiếu Lãi. Tính bằng phần trăm trên mệnh giá của trái phiếu. Mức lợi nhuận định kỳ có thể là cố định (fixed rate), có thể là được điều chỉnh theo nấc thang (step rate) và cũng có thể là được thả nổi

(floating rate). Với trái phiếu cho mức lợi nhuận định kỳ 6% cố định và có mệnh giá 1,000 USD, lợi nhuận định kỳ của trái phiếu sẽ là 60 USD một năm, hay là $6\% \times 1,000 \text{ USD}$. Mức lợi nhuận định kỳ được điều chỉnh theo lãi suất hiện hành của thị trường (variable rate; step or floating) thường là đi liền với một chỉ số lãi suất nào đó, thí dụ như lãi suất LIBOR hoặc lãi suất của công trái phiếu ngắn hạn. Thông thường thì lợi nhuận định kỳ của trái phiếu có kèm phiếu lãi (coupon bonds) được chi trả hàng năm, mỗi 6 tháng một lần. Tuy nhiên, những trái phiếu không phiếu lãi (zero-coupon bonds) thường là không trả lợi nhuận định kỳ hàng năm nhưng thay vào đó được bán ra ở một giá dưới mệnh giá rất xa (deep discount) và tất cả lợi nhuận định kỳ được trả một lần một vào ngày mãn du kỳ.

Credit Agreement: Khế Ước Tín Dụng. Xem Back Up Liquidity.

Credit Enhancement: Phương Tiện Tăng Cường Trình Độ Khả Tín. Dự khoản tín dụng dự phòng chỉ có thể giúp cho một công ty hoặc chính quyền phát hành được xếp hạng khả tín nhưng không nâng được trình độ khả tín (creditworthiness) của nó. Để nâng hạng khả tín và cải thiện khả năng xâm nhập thị trường (to improve credit rating and marketability) của tín phiếu thương mại, công ty hoặc chính quyền phát hành có thể sử dụng một trong những phương tiện tăng cường trình độ khả tín (by using one of a variety of credit enhancements) bằng cách dàn xếp với một công ty khác đứng ra chi trả nợ tín phiếu nếu công ty hoặc chính quyền phát hành không đủ khả năng (arranging for an alternative party to retire the commercial paper if the issuer cannot). Những phương tiện tăng cường trình độ khả tín khác với dự khoản tín dụng dự

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phòng ở chỗ là phương tiện tăng cường trình độ khả tín cung cấp sự hỗ trợ chắc chắn không thể rút lui (provides a guarantee of support that cannot be withdrawn). Tín phiếu thương mại của những công ty thiếu tầm vóc (small firms) khó có thể xâm nhập thị trường nếu không sử dụng phương tiện tăng cường trình độ khả tín để làm giảm bớt hiểm họa bị giạt nợ (default risk). Một công ty có tầm vóc (a large firm) được xếp hạng khả tín rất cao (strong credit rating) có thể giúp nâng hạng khả tín của những công ty tùy phục nó (its subsidiaries), còn gọi là những công ty con, bằng cách đứng ra bảo đảm thẳng (with outright guarantee) hoặc qua một kế ước trong đó cam kết là công ty chủ (holding company; parent company), còn gọi là công ty mẹ, sẽ trợ giúp cho công ty con duy trì trình độ khả tín ở một mức nào đó. Kế ước như vậy được gọi là kế ước gìn giữ cho tốt ("keepwell" agreement). Cam kết qua kế ước gìn giữ cho tốt kém an toàn hơn là bảo đảm thẳng. Công ty hoặc chính quyền phát hành cũng có thể nâng hạng khả tín cho tín phiếu thương mại của nó bằng cách mua một cam kết bồi thường do những công ty bảo hiểm cung cấp (indemnity bond from insurance companies) hoặc mua một tín dụng thư dự phòng do những ngân hàng thương mại cung cấp (standby letter of credit sold by commercial banks). Cả hai phương tiện này bảo đảm là nợ tín phiếu thương mại sẽ được chi trả bởi công ty đứng ra cung cấp phương tiện tăng cường trình độ khả tín nếu công ty hoặc chính quyền phát hành không đủ khả năng chi trả (supporting entity will retire maturing commercial paper if the issuer cannot). Với một tín dụng thư đính kèm theo tín phiếu thương mại, thay vì chú ý vào tình trạng tài chính của công ty hoặc chính quyền phát hành, những công ty đứng ra đánh giá và giới đầu tư sẽ dồn sự chú ý của họ vào tình trạng tài chính của ngân hàng ký tín dụng thư. Theo

đó, tín phiếu thương mại sẽ được xếp hạng khả tín cao ngang với tín phiếu thương mại do chính ngân hàng đó phát hành và lãi suất của tín phiếu thương mại gần hoặc ngang với lãi suất của tín phiếu thương mại do chính ngân hàng đó phát hành. Dùng phương tiện tín dụng thư để tăng cường trình độ khả tín, trên mặt thực dụng, tương đương với “mượn lấy” uy tín của ngân hàng ký tín dụng thư. Vì rất ít ngân hàng Hoa Kỳ có hạng khả tín A-1 hoặc P-1 cho nên đa số tín dụng thư dành cho tín phiếu thương mại là do những ngân hàng ngoại quốc có hạng khả tín cao cung cấp.

Credit Rating: Hạng Khả Tín. (1) Những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư chẳng hạn như Standard and Poors (S&P), Moody's Investors Service, Fitch's Investors Service, hoặc Duff & Phelps thường xuyên theo dõi, đánh giá và xếp hạng khả tín của những công ty, cơ quan và chính quyền phát hành trái phiếu. Bên cạnh việc truy xét tài sản bảo chứng (collateral assets) và trình độ khả tín (credit worthiness), những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư này còn phải truy xét những yếu tố và những sự kiện quan trọng xảy ra có liên quan đến công ty hoặc cơ quan phát hành như là thay đổi trong thành phần quản trị, cấu trúc tài chính, tài sản và thế chấp, nhập thu và chi xuất, sản phẩm và dịch vụ, thị phần và lợi tức, cạnh tranh hiện tại và tương lai v.v. để cân nhắc, phối kiểm, đánh giá và xếp hạng trái phiếu. Kết quả xếp hạng được công bố rộng rãi và tạo ảnh hưởng, đôi khi rất lớn, đến giá cả của trái phiếu trên thị trường. Công ty, cơ quan hoặc chính quyền phát hành tùy thuộc một phần vào sự đánh giá của những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư này để quyết định giá bán ra cho trái phiếu họ sắp phát hành. Còn giới đầu tư thì dựa vào kết quả xếp hạng, cộng với những yếu tố

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

khác, để làm quyết định mua bán. (2) Tín phiếu ký thác trên thị trường được những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư xếp hạng khả tín (rating) theo sự đánh giá của họ về khả năng của ngân hàng phát hành so với khả năng của những ngân hàng phát hành khác. Trong số những yếu tố dùng để đánh giá khả năng của ngân hàng có: mức độ lưu hoạt (bank's liquidity), hiểm họa lãi suất (interest rate risk), khả năng cạnh tranh trong môi trường đang hoạt động (competitive position in its operating environment), lợi nhuận (profitability), phẩm chất của tài sản (asset quality), khả năng của ban quản trị (strength of its management) và điều kiện tổng quát của nền kinh tế. Trong số những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư có Standard and Poor's Corporation, Duff and Phelps Inc., Moody's Investor Service Inc., Thomson Bankwatch Inc., IBCA Ltd, Fitch's Investor Service Inc.. (3) Từ sau khi công ty Penn Central Transportation giạt 82 triệu USD nợ tín phiếu thương mại vào năm 1970 đa số tín phiếu thương mại đều được xếp hạng khả tín bởi một hoặc vài công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư, trong số đó có Standard and Poor's, Duff & Phelps, Moody's và Fitch. Theo định nghĩa của Standard and Poors, xếp hạng khả tín cho một tín phiếu thương mại là công việc tra cứu và đánh giá về khả năng chi trả nợ ngắn hạn đúng lịch trình của một công ty hoặc chính quyền phát hành và công việc này mang tính cách độc lập (an independent assessment of the likelihood of timely payment of short-term debt). Những công ty này dựa vào nhiều sự kiện khác nhau (wide variety of information) để truy cứu, đánh giá và xếp hạng khả tín của những công ty và chính quyền phát hành tín phiếu thương mại. Nhưng trong số những sự kiện đó, phân tích của những công ty đảm trách đánh giá (rating agencies) phần lớn là dựa vào quá trình và dự phóng kết quả hoạt động

(historical and projected operating results) và dựa vào cấu trúc tài chính (financial structure) của công ty hoặc chính quyền phát hành. Những yếu tố khác như là tầm vóc của công ty (size), lợi thu doanh thương (profitability) và mức vay mượn nợ (leverage) cũng được cứu xét cẩn thận. Hạng khả tín chỉ có tính cách tương đối để người đầu tư có thể làm một so sánh giữa những tín phiếu thương mại. Thí dụ cách xếp hạng của Standard and Poor's những tín phiếu thương mại A-1+ và A-1 được coi là hạng cao, A-2 và A-3 thuộc vào hạng trung bình, B và C thuộc vào hạng may rủi (speculative), và D là công ty hoặc chính quyền phát hành đã từng giạt nợ tín phiếu thương mại. Công ty hoặc chính quyền phát hành muốn những công ty chuyên cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư xếp hạng khả tín cho tín phiếu thương mại của mình và trả tiền dịch vụ vào khoảng 10-30 ngàn USD một năm. Kết quả xếp hạng được bán ra cho công chúng, thường là dưới hình thức đặt mua dài hạn (by subscription), và qua những phương tiện ấn loát, hệ thống vi tính, hoặc hệ thống điện thoại. Moody's Global Short-term Market Record, S&P Commercial Paper Ratings Guide, Short-term Ratings and Research Guide, Fitch Ratings là sản phẩm có chứa đựng kết quả xếp hạng của những tín phiếu thương mại trên thị trường do những công ty cung cấp dịch vụ thông tin đầu tư nói trên phát hành. Xếp hạng khả tín thực dụng ở chỗ (1) nó là một tổng kết của một số lượng lớn những sự kiện liên quan đến công ty hoặc chính quyền phát hành được công bố đến quần chúng (summarize available public information); (2) công tác tra cứu, đánh giá, xếp hạng được thực hiện với tính cách hoàn toàn độc lập; và (3) người đầu tư không phải tự đứng ra thu thập tin tức và phân tích, công việc đòi hỏi nhiều thời gian, tài chính và khả năng chuyên môn. Nó cho biết hiểm họa khả tín (credit risk) và giúp hướng dẫn

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

những quyết định đầu tư liên quan đến tín phiếu thương mại

Credit Risk: Hiểm Họa Bị Giật Nợ. Xem Default Risk.

Credit Risk Premium: Phí Hiểm Họa Khả Tín. Tín phiếu ký thác thường được phát hành với mệnh giá trên 100 ngàn USD trong khi công ty liên bang bảo hiểm ký thác (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) chỉ bảo hiểm tối đa là 100 ngàn USD. Tiền ký thác có thể không được hoàn lại đủ số vào ngày mãn hạn nếu có chuyện không may xảy ra cho ngân hàng phát hành. Theo đó, giới đầu tư gánh lấy rủi ro “có thể mất vốn” khi mua tín phiếu ký thác. Vì thế nên giới đầu tư đòi hỏi mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác phải gia tăng khi họ cảm nhận mức rủi ro của ngân hàng phát hành (perceived riskiness of the bank) gia tăng. Phần chênh lệch lãi suất theo chênh lệch rủi ro được gọi là phí hiểm họa khả tín (credit risk premium) hoặc phí hiểm họa bị giật nợ (default risk premium).

Credit Substitution Agreement: Hợp Đồng Tăng Cường Trình Độ Khả Tín. Để nâng hạng khả tín và cải thiện khả năng xâm nhập thị trường (to improve credit rating and marketability) của một trái phiếu, chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương phát hành trái phiếu thường ký hợp đồng để giúp tăng cường trình độ khả tín và khả năng lưu hoạt (credit and liquidity enhancement) cho trái phiếu đó. Hợp đồng như thế có tên là hợp đồng tăng cường trình độ khả tín (credit substitution agreement) hoặc hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt (liquidity substitution agreement). Một hợp đồng tăng cường trình độ khả tín là một văn bản ký kết giữa chính quyền phát hành chứng khoán và thành phần thứ ba (a third party)

trong đó thành phần thứ ba cam kết là sẽ chịu trách nhiệm chi trả vốn lẫn lời của một chứng khoán cho những người đang làm chủ chứng khoán đó nếu chính quyền phát hành không thi hành nghĩa vụ chi trả. Với hợp đồng này thành phần thứ ba trực tiếp chịu trách nhiệm với trái chủ nếu chính quyền phát hành trái phiếu giặt nợ (if the issuer defaults). Một hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt là một giao hứa có điều kiện của thành phần thứ ba (a third party's conditional promise) là sẽ thu mua một chứng khoán đang du hành theo nhu cầu của người đầu tư hoặc sẽ cho chính quyền phát hành chứng khoán đó mượn nợ để dùng vào việc thu mua theo nhu cầu của người đầu tư (either to purchase tendered securities itself or to provide the municipal issuer with a loan that will enable it to redeem the securities). Một hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt chỉ có hiệu quả khi chứng khoán nêu trong hợp đồng không thể bán ra lại thị trường ở một mức lợi nhuận định kỳ nằm dưới mức tối đa mà chính quyền phát hành đã định trước (cannot resell the tendered securities at an interest rate below the level sets by the issuer), hoặc chỉ đơn giản là chứng khoán đó không thể bán ra lại thị trường (cannot resell them at all), hoặc không thể phát hành chứng khoán để thay thế chứng khoán đang mãn hạn (cannot reissue the maturing securities). Những hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt có đặt điều kiện trên sức khỏe tài chính của chính quyền phát hành (are conditioned on the financial health of the municipal issuers). Trong những hợp đồng tăng cường khả năng lưu hoạt có chứa một điều khoản nói rõ là hợp đồng sẽ bị hủy bỏ nếu sức khỏe tài chính của chính quyền phát hành sa sút đáng kể (have a clause that voids the agreement if the financial condition of the issuer deteriorates significantly). Đa số hợp đồng là do những ngân hàng lớn, của Hoa Kỳ và của ngoại quốc, cung cấp.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Credit Worthiness: Trình Độ Khả Tín. Xem Credit Enhancement, Credit Rating

Cummulative Voting: Bầu Cử Theo Qui Chế Dồn Phiếu. Xem Voting.

Current Date to Date Expired: Chiều Dài Thời Gian Hiệu Lực. Xem Option Contracts, Options.

Current Yield: Lợi Nhuận Hiện Hành Của Trái Phiếu. Xem Yield.

Custodian: Giám Hộ.

Custodial Fee: Phí Giám Hộ.

Date Held to Date Expired: Chiều Dài Thời Gian Hưởng Ứng. Xem Option Contracts, Options.

Date Issued to Date Expired: Chiều Dài Thời Gian Ký Sinh. Xem Option Contracts, Options.

Debentures: Trái Phiếu Dài Hạn Không Có Thế Chấp. Xem GSEs Bonds & Notes.

Debt Instruments: Những Công Cụ Vay Mượn. Những công cụ vay mượn thông dụng gồm có trái phiếu do công ty phát hành (corporate bonds), trái phiếu do chính quyền phát hành (government bonds), và trái phiếu do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs long-term debentures).

Default Risk: Hiểm Họa Bị Giật Nợ. Mỗi lần cho mượn vốn là mỗi lần người cho mượn vốn đối đầu với một sự

thật không hay là số vốn đó có thể sẽ không được hoàn trả vì một lý do nào đó. Công ty có thể bị phá sản. Chính quyền tiểu bang và địa phương có thể bị phá sản. Chính quyền quốc gia cũng có thể bị phá sản. Khi điều này xảy ra nợ cho vay sẽ không được hoàn trả (defaulted) hay tối thiểu là không được hoàn trả đúng kỳ hạn (extended). Những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành có cơ hội bị giật nợ cao hơn là cơ hội bị giật nợ của những trái phiếu do cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành hoặc của những trái phiếu do những chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành. Chỉ duy nhất những trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang Hoa Kỳ phát hành được giới đầu tư coi là trái phiếu không sợ bị hiểm họa (risk-free).

Default Risk Premium: Phí Hiểm Họa Bị Giật Nợ. Xem Credit Risk Premium.

Deposit: Ký Thác. Xem Certificate of Deposit.

Depositor: Người Ký Thác. Xem Certificate of Deposit.

Deposit Notes: Trái Phiếu Ký Thác. Trái phiếu ký thác tương đương với tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng. Nó là loại ký thác có hạn kỳ, thường bán ra với mệnh giá một triệu USD cho những tổ chức đầu tư (institutional investors), chỉ được FDIC bảo hiểm tối đa một trăm ngàn USD và cho mức lợi nhuận định kỳ cố định (fixed interest rate). Trái phiếu ký thác chỉ khác với tín phiếu ký thác ở chỗ cách tính lợi nhuận định kỳ của trái phiếu ký thác giống với cách tính lợi nhuận định kỳ của những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành (corporate bonds). Ngân hàng phát hành trái phiếu ký thác với mục đích thu hút đầu tư của thị trường trái phiếu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trung hạn do những công ty doanh thương phát hành (medium-term corporate bonds) vì vậy đa số trái phiếu ký thác có du kỳ vào khoảng 18 tháng cho đến 5 năm. Xem Domestic CDs, Certificate of Deposit.

Deposit Institution: Cơ Quan Nhận Ký Thác; Ngân Hàng Ký Thác. Xem Certificate of Deposit.

Derivative Instrument: Hàm Phiếu. Hàm phiếu (derivative instrument) là một loại chứng khoán ký sinh vào một chứng khoán khác vào một biểu số giá trị hỗn hợp, vào một ngoại tệ, hoặc vào một sản phẩm (derived from or linked to a security, an index, a foreign currency or a commodity). Định nghĩa theo pháp lý, hàm phiếu là bằng chứng của một khế ước chính thức (formal agreement) giữa hai đối tác (two parties) xác định một cuộc giao hoán. . . Khế ước này, trong thuật ngữ mua bán hàm phiếu, được gọi là hàm khế. Cũng giống như những chứng khoán khác, hàm phiếu bao gồm nhiều loại. Trong số những hàm phiếu phổ thông nhất có hàm phiếu độc chế (options), hàm phiếu toàn chế (futures) và hàm phiếu quyền (warrants).

Derivative Market Instruments: Những Công Cụ Của Thị Trường Hàm Phiếu. Những công cụ thông dụng của thị trường hàm phiếu bao gồm hàm phiếu toàn chế (futures), hàm phiếu độc chế (options), và hàm phiếu quyền (warrants).

Discount Notes: Trái Phiếu Bán Dưới Mệnh Giá. Xem GSEs Bonds & Notes, Bonds & Notes.

Discount Rate: Lãi Suất Ngân Hàng Trung Ương; Lãi Suất NHTƯ. Những ngân hàng ký thác có thể vay mượn

dự trữ trực tiếp với Ngân Hàng Trung Ương ở một mức lãi suất được gọi là lãi suất NHTU. Nói một cách khác, lãi suất NHTU là lãi suất do chính Ngân Hàng Trung Ương quyết định khi những ngân hàng thành viên đến vay mượn dự trữ tại cửa hàng cho vay dự trữ của NHTU (discount window). Khi Ngân Hàng Trung Ương nâng mức lãi suất NHTU, tất cả những loại lãi suất khác trên thị trường đều gia tăng theo; và ngược lại cũng thế.

Distributing Syndicate: Tổ Trung Gian Đảm Nhiệm Phân Phối Chứng Khoán Mới. Xem Underwriter.

Distribution Fee: Phí Phân Phối. Xem Fee.

Dividends: Lợi Nhuận Vô Kỳ. Lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu thường đăng. Xem Common Stock Dividends. *Lợi Nhuận Thường Kỳ.* Lợi nhuận thường kỳ của cổ phiếu ưu đăng. Xem Preferred Stock Dividends.

Dividends in Arrears: Lợi Nhuận Thường Kỳ Tích Lũy. Cổ phiếu ưu đăng cho lợi nhuận ở một mức cố định và được phân phối thường kỳ. Nếu vì một lý do nào đó công ty phát hành cổ phiếu ưu đăng không thể phân phối lợi nhuận như đã cam kết, số lợi nhuận thường kỳ sẽ tiếp tục tích lũy (dividend arrears) để chờ công ty trang trả khi có điều kiện. Công ty phát hành không thể phân phối lợi thu doanh thương cho cổ phiếu thường đăng, còn gọi là lợi nhuận vô kỳ, trước khi trang trả xong cho cổ phiếu ưu đăng số lợi nhuận thường kỳ tích lũy (dividends in arrears). Nói một cách khác, cổ phiếu ưu đăng được ưu tiên hơn cổ phiếu thường đăng trong quyền chia lợi thu doanh thương của công ty.

Dividend Payout: Lợi Nhuận Phân Phối. Xem Stock Divi-

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

dends, Dividend Payout Rate.

Dividend Payout Rate: Mức Phân Phối Lợi Nhuận. Mức phân phối lợi nhuận của một công ty được đo bằng chỉ số tỉ lệ phân phối lợi thu doanh thương và chỉ số này được trình bày bằng số phần trăm của lợi thu doanh thương.

Dividend Yield: Mức Lợi Nhuận Hiện Hành. Mức lợi nhuận hiện hành của cổ phiếu thường đẳng là tỉ lệ của tất cả lợi nhuận vô kỳ nhận được trong năm trên giá thị trường của cổ phiếu lúc mua vào.

Dollar Repo (Dollar Roll): Tín Phiếu Giao Đối Với Thế Chấp Uyển Chuyển. Tuy phần lớn số lượng tín phiếu giao đối nằm dưới dạng giao ước tiêu chuẩn, giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn những chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành, một số khác được cải dạng để tạo sự uyển chuyển cần thiết đáp ứng chính xác nhu cầu chủ định, nhất là đối với những giao ước dài hạn hơn. Trong số cải dạng có tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển (flex repo), tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển (index repo) và tín phiếu giao đối với thế chấp uyển chuyển (dollar repo; dollar roll). Tín phiếu giao đối với thế chấp uyển chuyển (dollar repo; dollar roll) là một giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn trong đó những chứng khoán thế chấp có thể được thay thế bằng những chứng khoán tương đồng. Theo giao ước, phía cung cấp vốn có quyền thay thế những chứng khoán thế chấp với một số chứng khoán khác tương đồng và người cung cấp chứng khoán chấp nhận mua lại số chứng khoán tương đồng đó (the initial seller's obligation is to repurchase securities that are substantially similar, but not identical, to the securities originally sold). Tín

phiếu giao đối với thể chấp uẩn chuyển có hai dạng: hữu phiếu đồng lãi suất và hữu phiếu đồng lãi nhuận.

Dollar Roll (Dollar Repo): Tín Phiếu Giao Đối Với Thể Chấp Uẩn Chuyển. Xem Dolla Repo.

Domestic CDs: Tín Phiếu Ký Thác Nội Địa. Tín phiếu ký thác nội địa là những tín phiếu ký thác do ngân hàng Hoa Kỳ phát hành bên trong lãnh thổ Hoa Kỳ (issued by US banks domestically). Tín phiếu ký thác có thể thuộc loại được quyền chuyển nhượng hoặc thuộc loại không được quyền chuyển nhượng tùy vào đặc điểm pháp lý của nó (legal specifications). Với loại tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng (negotiable CDs), người ký thác có thể bán nó cho người khác và người đó cũng có quyền bán lại cho người khác nữa. Với loại tín phiếu không được quyền chuyển nhượng (nonnegotiable CDs), người ký thác thông thường là phải giữ nó cho đến ngày mãn hạn. Tín phiếu ký thác có thể thuộc loại chi trả cho người cầm phiếu (payable to the bearer), hoặc thuộc loại chỉ chi trả cho người đã đăng ký chủ quyền (registered in the name of the investor). Đa số những tín phiếu có mệnh giá cao đều thuộc loại chi trả cho người cầm phiếu vì với loại này thủ tục mua bán giản dị hơn nhiều và ít tốn kém so với loại đăng ký chủ quyền. Dưới dự luật Công Bình Thuế Thu và Trách Nhiệm Thu Chi ban hành năm 1982 (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act; TEFRA), tất cả tín phiếu ký thác có hạn du kỳ dài hơn một năm, tính từ ngày phát hành, đều phải đăng ký chủ quyền. Dầu rằng có những tín phiếu ký thác có thời gian du kỳ dài tới 5 năm nhưng đa số có du kỳ từ 1 tháng đến 12 tháng. Luật lệ kiểm soát ngân hàng của liên bang qui định là thời gian du kỳ cho tín phiếu ký thác tối thiểu không dưới 7 ngày. Thông thường lợi nhuận định kỳ của

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

tín phiếu ký thác được chiết tính theo phương pháp tính lãi đơn (interest bearing basis) trên căn bản 360 ngày một năm, hay là “số ngày du kỳ / 360 ngày,” còn gọi là căn bản của tín phiếu ký thác (CD basis). Giả dụ như một tín phiếu ký thác du kỳ 90 ngày có mệnh giá 1 triệu USD và lãi suất 3 phần trăm. Với phương pháp tính lãi đơn trên căn bản 360 ngày một năm, sau 90 ngày người ký thác sẽ nhận lại một số tiền là 1,007,500 USD hay là $1,000,000 \text{ USD} \times [1 + (90/360) \times 0.03]$. Tuy nhiên, một số ngân hàng lại chiết tính trên căn bản 365 ngày một năm. Trong trường hợp này, với cùng một mức lợi nhuận định kỳ, người ký thác sẽ nhận được ít tiền lãi hơn so với cách tính trên căn bản 360 ngày một năm. Cùng một giả dụ, với phương pháp tính lãi đơn trên căn bản 365 ngày một năm, sau 90 ngày người ký thác sẽ nhận lại một số tiền là 1,007,397 USD, hay là $1,000,000 \text{ USD} \times [1 + (90/365) \times 0.03]$. Cho những tín phiếu ký thác có du kỳ dài hơn một năm với mức lợi nhuận định kỳ cố định (fixed interest), ngân hàng thường chi trả lợi nhuận định kỳ vào mỗi 6 tháng (semiannually). Tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ điều chỉnh (variable-rate CDs; VRCDs), còn gọi là tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ thả nổi (floating CDs), có mặt tại Hoa Kỳ từ năm 1975. Với loại này chiều dài thời gian du kỳ, cũng là chiều dài thời gian ký thác, của tín phiếu được chia ra làm nhiều tiểu hạn và những tiểu hạn có chiều dài thời gian bằng nhau (total maturity is divided into equally long rollover periods). Những tiểu hạn được gọi theo thuật ngữ chuyên môn là những cái chân (legs) hay là những chuyển kỳ (roll periods). Ở mỗi đầu mốc thời gian của những chuyển kỳ mức lợi nhuận định kỳ (%) của tín phiếu ký thác sẽ được điều chỉnh lại theo mức lãi suất hiện hành trên thị trường và lợi nhuận định kỳ (\$) sẽ được chi trả ở mỗi cuối chuyển kỳ. Lãi suất cho mỗi chuyển kỳ thông thường được tính

theo phương pháp “phần trăm cao hơn lãi suất chuẩn” (set at some fixed spread to a certain base rate). Lãi suất chuẩn có thể là lãi suất nổi (prime rate), lãi suất ngân hàng Luân Đôn (London Interbank Offered Rate, LIBOR), hoặc lãi suất công trái phiếu ngắn hạn (treasury bill rate). Chiều dài thời gian du kỳ của công cụ tài chính dùng để định lãi suất chuẩn sẽ bằng với chiều dài thời gian của những chuyển kỳ của tín phiếu ký thác. Lãi suất nổi là mức lãi suất ngân hàng áp dụng cho những công ty thương nghiệp có uy tín nhất để tính giá cho vay với lãi suất thả nổi (floating rate loans). Tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ điều chỉnh được những ngân hàng phát hành tín phiếu sử dụng nhiều vì tín phiếu ký thác loại này có mức lưu hoạt cao nhờ cung ứng nguồn vốn với du kỳ tương đối dài. Giới đầu tư vào thị trường tiền tệ ưa thích tín phiếu ký thác loại này vì muốn mua những công cụ có du kỳ dài nhưng cùng lúc hạn chế được mất mát lợi nhuận nhờ mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu được điều chỉnh thường xuyên theo mức gia tăng của lãi suất hiện hành trên thị trường. Trong thập niên 1980, tín phiếu ký thác với lợi nhuận định kỳ điều chỉnh chiếm khoảng 10 phần trăm của tổng số tín phiếu ký thác có mệnh giá cao trên thị trường. Tuy nhiên đến cuối năm 1992 tín phiếu ký thác loại này chỉ còn vào khoảng 2 phần trăm. Trái phiếu ký thác (deposit notes) và trái phiếu ngân hàng (bank notes) là sản phẩm của những ngân hàng lớn vào giữa thập niên 1980, nhất là những ngân hàng hải ngoại có chi nhánh tại Hoa Kỳ. Trái phiếu ký thác tương đương với tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng. Nó là loại ký thác có hạn kỳ, thường bán ra với mệnh giá một triệu USD cho những nhà đầu tư thuộc vào tổ chức (institutional investors), chỉ được FDIC bảo hiểm tối đa một trăm ngàn USD và cho mức lợi nhuận định kỳ cố định (fixed interest rate). Trái

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phiếu ký thác chỉ khác với tín phiếu ký thác ở chỗ cách tính lợi nhuận định kỳ của trái phiếu ký thác giống với cách tính lợi nhuận định kỳ của những trái phiếu do công ty doanh thương phát hành (corporate bonds). Ngân hàng phát hành trái phiếu ký thác với mục đích thu hút đầu tư của thị trường trái phiếu trung hạn do những công ty doanh thương phát hành (medium-term corporate bonds) vì vậy đa số trái phiếu ký thác có du kỳ vào khoảng 18 tháng cho đến 5 năm. Trái phiếu ngân hàng (bank notes) là một phương tiện để ngân hàng huy động vốn mà không bị buộc vào luật lệ phải mua bảo hiểm (not subject to federal deposit insurance premiums). Trái phiếu ngân hàng chính thực là trái phiếu ký thác nhưng ngân hàng không gọi và không báo cáo là trái phiếu ký thác trên văn bản tài chính của ngân hàng. Thay vào đó nó được báo cáo dưới mục “những khoản nợ khác” (other liabilities) như là vốn mượn (as borrowed money).

Double-Barreled Bonds (DB): Trái Phiếu DB; Trái Phiếu Dài Hạn Được Bảo Đảm Kép. Trái phiếu DB được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả trong tương lai, bảo đảm bởi hai nguồn tài chính riêng rẽ (two separate sources). Vì vậy trái phiếu DB được định danh là trái phiếu dài hạn được bảo đảm kép.

Double Tax-Free Munis: Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương Được Miễn Thuế Liên Bang Và Thuế Tiểu Bang; Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương Được Miễn Hai Thứ Thuế. Xem Municipal Bonds & Notes, Double Tax-Free Munis, Triple Tax-Free Munis.

Electronic Ticker Tape: Bảng Yết Giá Điện Tử. Bảng yết giá điện tử liên tục thông báo giá mới nhất của cổ phiếu

trên thị trường (showing real-time or 15 minute delayed). Nội dung của bảng yết giá điện tử rất đơn giản. Đó là, cột thứ 1 cho biết ký hiệu riêng của cổ phiếu. Cột thứ 2 cho biết số lượng cổ phần đang mua bán. Mẫu tự K có nghĩa là nhân cho 1 ngàn, M là nhân cho 1 triệu và B là nhân cho một tỉ. Như vậy, 5K có nghĩa là 5 ngàn cổ phần và 38K là 38 ngàn cổ phần. Cột thứ 3 cho biết giá mới nhất của cổ phiếu. Cột thứ 4 cho biết giá của cổ phiếu trôi hay sụt so với giá sau cùng của ngày hôm trước (previous day's closing price). Thông thường dấu màu đỏ chỉ hướng giảm, màu xanh chỉ hướng tăng, và màu trắng để chỉ không có thay đổi. Và cột thứ 5 cho biết giá của cổ phiếu đã trôi sụt bao nhiêu so với giá sau cùng của ngày hôm trước.

Equity Instruments: Những Công Cụ Hùn Hạp. Những công cụ hùn vốn thông dụng gồm có cổ phiếu thường đẳng (common stocks) và cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks).

Eurodollar CDs (London Dollar CDs): Tín Phiếu Ký Thác Hải Ngoại. Tín phiếu ký thác hải ngoại là những tín phiếu ký thác mỹ kim hải ngoại do những ngân hàng nằm ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ phát hành (dollar-denominated CDs issued by foreign branches of US banks or by foreign banks located abroad). Ký thác mỹ kim hải ngoại (Eurodollar deposits) là thuật ngữ gán cho vốn mỹ kim huy động tại hải ngoại bằng công cụ tín phiếu ký thác nằm ngoài phạm vi luật lệ kiểm soát ngân hàng của Hoa Kỳ (are bank deposit liabilities denominated in US dollars but not subject to US banking regulations). Vào thời điểm trước đây khá lâu, những hoạt động ký thác mỹ kim hải ngoại nằm ngoài phạm vi của luật lệ kiểm soát ngân hàng của Hoa Kỳ chỉ có tại Âu Châu do đó mỹ kim hải ngoại mới có tên

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

là Eurodollars.¹ Và vì tập trung tại thành phố Luân Đôn nên mỹ kim hải ngoại còn có tên là London dollars. Ngày nay phần lớn những ký thác mỹ kim hải ngoại vẫn tập trung tại Âu Châu nhưng còn có thêm những chỗ khác như là US-IBFs, Bahamas, Bahrain, Cayman Islands, Panama, Japan, Hongkong, Singapore, Netherlands Antilles, và Canada. Tín phiếu ký thác hải ngoại là loại tín phiếu được quyền chuyển nhượng (negotiable CDs) và lãi nhuận của nó được chiết tính bằng phương pháp tính lãi đơn (interest bearing basis). Đa số tín phiếu ký thác hải ngoại có lợi nhuận định kỳ cố định và có du kỳ từ 3 cho tới 6 tháng. Loại có lợi nhuận định kỳ thả nổi (floating-rate Eurodollar CDs) cũng được phát hành nhưng với du kỳ dài hơn. Một số tín phiếu ký thác hải ngoại, còn được biết đến dưới tên "Tranche CDs," được phát hành với số vốn huy động rất lớn, trung bình vào khoảng 10 cho đến 30 triệu USD. Sau đó được những đại lý mua bán chứng khoán (dealers) đem chia ra thành những tín phiếu với mệnh giá nhỏ hơn, vào khoảng 10 cho tới 25 ngàn USD, để bán ra thị trường qua những trung gian mua bán chứng khoán (brokers), những ngân hàng đầu tư (investment banks) hoặc những hoạt động bán lẻ của ngân hàng phát hành (issuing bank's retail sales operation). Những tín phiếu con này có cùng mức lợi nhuận định kỳ, cùng ngày phát hành, cùng ngày chi trả lợi nhuận định kỳ và cùng ngày mãn hạn du kỳ như tín phiếu mẹ. Phần lớn số lượng tín phiếu ký thác hải ngoại là do chi nhánh của những ngân hàng lớn của Hoa Kỳ, Nhật Bản, Gia Nã Đại và những ngân hàng giao hoán Anh Quốc phát hành (British clearing banks) và bán cho những ngân hàng khác trên thị trường liên ngân hàng Luân Đôn (London Interbank markets) nhưng đa số được bán cho những nhà đầu tư thuộc tổ chức và cho những công ty lớn của Hoa Kỳ. Ngân hàng phát hành tín phiếu ký thác hải

ngoại để huy động vốn mỹ kim bên ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ cung ứng cho nhu cầu quốc tế (international lending) hoặc chuyển về nước cung ứng cho nhu cầu nội địa. Những ngân hàng lớn của Hoa Kỳ liên tục so sánh giá hiệu quả (effective costs) trong việc huy động vốn tại nội địa và tại thị trường mỹ kim hải ngoại. Nếu giá hiệu quả trong việc huy động vốn tại Hoa Kỳ có lợi hơn, công cụ tín phiếu ký thác nội địa sẽ được sử dụng. Còn ngược lại, nếu giá hiệu quả trong việc huy động vốn tại thị trường mỹ kim hải ngoại có lợi hơn họ sẽ sử dụng công cụ tín phiếu ký thác hải ngoại.

Exercise Price (Strike Price): Giá Được Cam Kết. Xem Option Contract, Options.

Ex-Dividend Date: Ngày Loại Miễn; Ngày Loại Miễn Phân Phối Lợi Nhuận Vô Kỳ. Xem Holder-of-Record Date.

Face Value: Giá Trị Phiếm Bản. Đôi khi được đề cập tới trong những văn kiện báo cáo tình trạng tài chính của công ty và trong văn bản thành lập công ty (articles of incorporation). Giá trị phiếm bản được trình bày bằng đơn vị tiền tệ (\$) cho một cổ phần của cổ phiếu thường đăng. Theo khái niệm kế toán xưa cũ toàn bộ tài sản của công ty được coi như là tài sản của một quỹ tín nhiệm (trust fund) và giá trị của mỗi cổ phần sẽ phản ánh, theo tỉ lệ, giá trị thực của công ty. Tuy nhiên nền tảng lý thuyết để thành lập cái gọi là “par value” đã lỗi thời. Chính vì vậy “par value” trở thành một giá trị phiếm, một giá trị trừu tượng không hơn không kém. GTPB của cổ phiếu thường đăng chỉ còn được dùng để thỏa đáng hình thức trên văn kiện kế toán hoặc trên văn kiện thành lập công ty chứ không có ý nghĩa đáng kể hoặc có sự thực dụng. *Mệnh Giá; Mệnh Giá Của Cổ Phiếu Ưu Đẳng.* Giống như

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trái phiếu, mỗi cổ phiếu ưu đãi đều có một mệnh giá. Mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi là giá trị cố định của cổ phiếu đó và nó được dùng để tính lợi nhuận thường kỳ. Mệnh giá của một cổ phiếu ưu đãi thường là 100, 75, 50 hoặc 25 USD một cổ phần. Không giống như giá trị phiếu bản của cổ phiếu thường đẳng (common stock's par value), mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi rất quan trọng vì lợi nhuận thường kỳ của một cổ phiếu ưu đãi được tính trên phần trăm của mệnh giá.

Facility Fee: Phí Phương Tiện. Xem Fee.

Fee: Phí; Phí Khoản. (1) Chi phí giao hoán liên quan tới việc chuyển giao tài khoản chi trả, chứng khoán, hoặc thế chấp thường là tổng hợp của (some combination of) một số phí cơ bản trong đó có phí giao hoán chứng khoán (securities clearance fee), phí chuyển giao qua mạng vi tính của Ngân Hàng Trung Ương (Fedwire transfer charge), phí giám hộ (custodial fee) và phí bảo trì tương mục (account-maintenance fee). Chi phí gia giảm nhiều ít tùy thuộc vào loại chứng khoán và phương pháp chuyển giao, thí dụ như phí chuyển giao qua mạng vi tính của Ngân Hàng Trung Ương cho chứng khoán do cơ quan phát hành cao hơn cho chứng khoán do liên bang phát hành. Nhưng đại khái là càng qua nhiều trung chuyển (intermediate transactions) thì chi phí càng cao. Còn du kỳ dài hơn với số lượng tài khoản lớn hơn không làm tăng thêm chi phí bao nhiêu. (2) Công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại (commercial paper) phải đóng một vài loại phí liên quan đến kế ước liên hoàn, trong đó có phí phương tiện (facility fee), phí cam kết (commitment fee) và phí sử dụng (usage fee). Phí phương tiện tính bằng phần trăm trên giá trị của dự khoản tín dụng và phải chi trả dầu có hay không có sử dụng đến

dự khoản tín dụng (the facility fee is a percentage of credit line and is paid whether or not the line is activated). Phí cam kết tính bằng phần trăm trên giá trị chưa sử dụng hết trong dự khoản tín dụng (the commitment fee is a percentage of unused credit line). Phí cam kết càng ngày càng ít thông dụng hơn trong những năm gần đây. Phí sử dụng đôi khi được đặt ra nếu dự khoản tín dụng được sử dụng quá nhiều lần (if the credit line is heavily used). (3) Những công ty hoặc chính quyền có tầm vóc và hạng khả tín cao nhận xét là vay mượn qua công cụ tín phiếu thương mại thường rẻ hơn vay mượn trực tiếp với ngân hàng. Chi phí trong đó có phí phân phối (distribution fee), phí đánh giá và xếp hạng khả tín (rating fee), phí dự khoản tín dụng dự phòng (backup credit line), vân vân . . . tất cả cộng lại chỉ vào khoảng 15 điểm căn bản cho một chương trình vay mượn lớn, một con số rất khiêm nhường.

Fed Fund Rate: Lãi Suất Dự Trữ. Cái giá mà một ngân hàng ký thác (a depository bank) phải trả để vay mượn một số lượng dự trữ từ một ngân hàng ký thác khác.

Federal Reserve's Securities & Payment Transfer System): Hệ Thống Chuyển Giao Chứng Khoán Và Tài Khoản Chi Trả Của Ngân Hàng Trung Ương.

Fedwire Transfer Fee: Phí Chuyển Giao Qua Mạng Vì Tính Của Ngân Hàng Trung Ương. Xem Fee.

Finance Companies: Những Công Ty Tài Chính. Những công ty tài chính cung cấp cho giới tiêu thụ tài chính vay mua nhà ở (home loans), tài chính vay mua xe xài (retail automobile loans) và tài chính vay mua không thế chấp những nhu cầu cá nhân (unsecured personal loans).

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Những công ty tài chính cũng cung cấp vốn ngắn và trung hạn cho những doanh nghiệp, trong đó có cả tài chính vay mua có thể chấp dụng cụ máy móc để bán lại (secured loans to finance purchases of equipment for resales). Có những công ty tài chính là công ty con của những công ty công nghiệp (wholly owned subsidiaries of industrial firms) đứng ra cung cấp tài chính vay mua sản phẩm do công ty mẹ sản xuất (provide financing purchases of the parent firm's products). Thí dụ như GEC (General Electric Capital) là công ty con của công ty GE (General Electric), GMAC (General Motor Acceptance Corporation) là công ty con của công ty GM (General Motor) và FMC (Ford Motor Credit) là công ty con của công ty Ford.

Financial Companies: Những Công Ty Tài Vụ. Trong số những công ty tài vụ có những công ty tài chính (finance companies, công ty bảo hiểm (insurance firms) và những công ty chứng khoán (securities firms).

Financial Leverage: Đòn Bẩy Tài Chính.

Financial Market: Thị Trường Tài Chính. Những thị trường tài chính thường được phân ra làm hai nhánh và được gọi một cách quen thuộc là thị trường tiền tệ (money market) và thị trường tư bản (capital market).

Fix-Coupon Dollar Repo: Tín Phiếu Giao Đối Với Thế Chấp Hữu Phiếu Đồng Lãi Suất. Dưới dạng tín phiếu giao đối với thế chấp hữu phiếu đồng lãi suất (fixed-coupon dollar repo), phía cung cấp chứng khoán chấp nhận mua lại số chứng khoán tương đồng miễn là lãi suất của số chứng khoán hữu phiếu này tương đồng với lãi suất của số chứng khoán hữu phiếu lúc ban đầu (the initial

seller agrees to repurchase securities that have the same coupon rate as those sold in the first half of the transaction). Xem Dollar Repo.

Flex Repo: Tín Phiếu Giao Đối Với Du Kỳ Uyển Chuyển. Tuy phần lớn số lượng tín phiếu giao đối nằm dưới dạng giao ước tiêu chuẩn, giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn những chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành, một số khác được cải dạng để tạo sự uyển chuyển cần thiết đáp ứng chính xác nhu cầu chủ định, nhất là đối với những giao ước dài hạn hơn. Trong số cải dạng có tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển (flex repo), tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển (index repo) và tín phiếu giao đối với thể chấp uyển chuyển (dollar repo; dollar roll). Tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển là một dàn xếp giao đối giữa một đại lý mua bán chứng khoán với một khách hàng quan trọng, thường là một công ty hoặc là một chính quyền địa phương (municipality or similar authority), và trong dàn xếp giao đối đó khách hàng mua một số chứng khoán từ đại lý mua bán chứng khoán và có thể bán ngược lại cho đại lý mua bán chứng khoán một phần của số chứng khoán này trước ngày tín phiếu giao đối mãn hạn. Vốn đầu tư trong một giao ước như vậy thường là từ một ngân quỹ tài trợ cho một công trình xây dựng. Sự uyển chuyển trong du kỳ của giao ước giúp cho khách hàng một mặt có thể tích cực chuyển vận số tài chính trong ngân quỹ để tạo ra lợi tức, thay vì để đóng băng, một mặt khác đáp ứng đúng lúc và vừa đủ nhu cầu tài chính theo từng giai đoạn của công trình (project to be completed in phases). Khi cần đến tài chính cho một giao đoạn nào đó của công trình khách hàng có thể bán một số chứng khoán, vừa đủ và đúng lúc, ngược lại cho đại lý mua bán chứng khoán theo giao ước. Đôi khi tín phiếu giao đối

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

với du kỳ uyển chuyển có thiết lập trước một thời biểu rút tiền (a prearranged draw-down schedule) nhưng thông thường thì thời biểu rút tiền cũng uyển chuyển, tức là những thời điểm và số lượng tài chính ghi trong đó có thể di dịch.

Futures: Hàm Phiếu Toàn Chế. Xem Futures Contracts.

Futures Contracts: Hàm Khế Toàn Chế. Một hàm khế toàn chế là một khế ước được tiêu chuẩn hoá (a standardized agreement) để mua hoặc bán tại một thị trường mua bán có tổ chức (exchange traded) một món hàng được chỉ rõ (underlying item) ở một giá điều đình trước (negotiated price) và sẽ giao hàng vào một ngày trong tương lai được chỉ định trước (specified future date). Món hàng đó có thể là một sản phẩm, một chứng khoán, một biểu số giá trị hỗn hợp hoặc một ngoại tệ. Trong số những sản phẩm được mua bán trên thị trường có cả nông sản, khoán sản, lâm sản, và nhiên liệu. Thí dụ như là cà phê, cocoa, đường, lúa mì, bắp, bông vải, heo, bò, gà, trứng gà, giấy, gỗ, khí đốt, vân vân. Cũng giống như hàm khế độc chế, hàm khế toàn chế được thành lập là vì người mua và người bán cũng nhìn về tương lai của một món hàng nhưng không cùng một kết luận. Người mua thì dự phóng là giá thị trường của món hàng trong tương lai sẽ cao hơn giá điều đình cho nên muốn mua, thuật ngữ chuyên môn gọi là giữ trường vị (to take on a long futures position). Ngược lại, người bán thì dự phóng là giá thị trường của món hàng trong tương lai sẽ thấp hơn giá điều đình cho nên muốn bán, thuật ngữ chuyên môn gọi là giữ đoản vị (to take on a short futures position). Hàm khế toàn chế khác hơn hàm khế độc chế trên một số điểm căn bản. Thứ nhất hàm khế toàn chế bắt buộc người mua phải mua và người bán phải bán theo cam

kết. Vì trong cam kết áp đặt sự cưỡng chế lên cả hai phía, người mua và người bán, cho nên hàm phiếu của nó mang tên là hàm phiếu toàn chế để chỉ về đặc tính này. Thứ hai, hàm khế toàn chế đòi hỏi cả người mua lẫn người bán phải đặt xuống một số tiền gọi là tài khoản ký thác đảm bảo khế ước (margin deposit). Thứ ba, giá trị của một hàm khế toàn chế là số không ở thời điểm xuống ứng vừa được thành lập (the value of a futures contract is zero to both buyer and seller at the time it is negotiated) và vì vậy cả người mua lẫn người bán không phải trả tiền lúc đó (a future transaction involves no money at the outset). Thuật ngữ tài khoản ký thác đảm bảo khế ước (margin deposits) trong mua bán hàm phiếu toàn chế thường bị lầm với thuật ngữ tài khoản đặt cọc (stock margins) trong mua bán cổ phiếu. Tài khoản đặt cọc trong mua bán cổ phiếu là một số tiền chi trả trước một phần nào của tổng số và thiếu nợ phần còn lại để nắm trong tay một chứng khoán (Stock margin is a down payment on the purchase of an equity security on credit. It represents fund surrendered to gain physical possession of a security). Ngược lại, tài khoản ký thác đảm bảo khế ước là một số tiền ký thác để bảo hiểm cho việc thực hiện khế ước chứ không phải là tiền trả trước một phần để mua thiếu (margin deposit is a performance bond posted to ensure that traders honor their contractual obligation, and not a down payment on credit transaction). Để có thể mua bán hàm phiếu toàn chế (futures transaction) trước tiên người mua lẫn người bán phải mở một trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế và đặt một số tiền ký thác đảm bảo khế ước với một trung gian mua bán chứng khoán (post margin with a broker). Trung gian mua bán chứng khoán sau đó dùng số tiền này để đặt ký thác đảm bảo khế ước với một trung gian giao hoán (clearing agent). Đặt ký thác đảm bảo khế ước có

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

thể dưới dạng tiền mặt (by depositing cash) hoặc, cho những tổ chức mua bán chứng khoán có tầm vóc (institutional traders), dưới dạng thể chấp bằng chứng khoán để bán do chính quyền liên bang phát hành hay bằng tín dụng thư do một ngân hàng ký phát (by pledging collateral in the form of marketable security or letter of credit.) Những công ty trung gian giao hoán (clearing firms), là những thành viên của trung tâm giao hoán (exchange clearing house), phải hoàn toàn chịu trách nhiệm trực tiếp thanh lý với trung tâm giao hoán về những thua thốt trong mua bán hàm phiếu của khách hàng của họ. Để bảo đảm tính cách khả tín tài chính của cơ trình giao hoán (to ensure financial integrity of the clearing process), chính bản thân của những công ty trung gian giao hoán cũng phải thỏa mãn yêu cầu ký thác đảm bảo khế ước (meet margin requirements) và điều kiện tài chính tối thiểu (minimum capital requirements) do trung tâm giao hoán đưa ra. Sau mỗi phiên mua bán (at the end of each trading session), tất cả người mua và người bán đều phải đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường (marking futures contracts to market). Đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường là thuật ngữ nói về kết toán cuối ngày để xét giá trị của hàm phiếu toàn chế và định vị trí tài chính của những người nắm hàm phiếu toàn chế. Nói một cách khác, đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường là tính sổ lời lỗ cho những hàm phiếu toàn chế vào cuối ngày và mỗi ngày (marking futures contracts to market requires all buyers and sellers to realize any gains or losses in the value of their futures positions). Trung gian mua bán chứng khoán (broker) sẽ trực tiếp khấu trừ số tiền thua thốt trong ngày và chuyển số tiền đó ra khỏi trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế (margin account) của người nắm hàm khế toàn chế ở vị thế thua thốt để đưa qua trung tâm giao hoán chi trả cho người

nắm hàm khế ở vị thế đối nghịch (opposing position in the contract). Sau đó, trung tâm giao hoán sẽ chuyển số tiền chi trả thua thất này (variation margin) vào trong trương mục mua bán hàm phiếu của người nắm hàm khế ở vị thế thắng lợi. Đa số trung gian mua bán chứng khoán yêu cầu khách hàng của họ duy trì một tồn số tối thiểu (minimum balance; maintenance margin) cho tài khoản ký thác đảm bảo khế ước và thường là vượt hơn yêu cầu của trung tâm giao hoán. Nếu tồn số rớt dưới mức tối thiểu, trung gian mua bán chứng khoán sẽ gọi cho khách hàng của họ một thông báo kêu gọi ký thác thêm (margin call), nói theo thuật ngữ chuyên môn, để khách hàng tái lập lại tình trạng tài chính thỏa mãn được yêu cầu. Đánh dấu hàm khế theo thị trường cuối phiên mua bán có tác dụng tái điều đình giá hàm phiếu mỗi ngày (has the effect of renegotiating the futures price). Vì thế, người mua và người bán đồng ý bắt đầu một ngày mới với cái giá sau cùng ở cuối ngày hôm qua. Giá thị trường của hàm phiếu toàn chế sẽ bằng với giá thị trường của món hàng cho ký sinh vào phiên mua bán cuối cùng vào ngày hàm phiếu mãn hạn (futures prices converge to the underlying spot market price on the last day of trading). Hiện tượng này được gọi là sự đồng quy (convergence). Sau khi chấm dứt phiên mua bán sau cùng này, hàm khế toàn chế sẽ được đánh dấu cho thị trường một lần chót. Nếu là hàm khế toàn chế thuộc loại thanh lý bằng tiền mặt (cash-settled contracts), tất cả sẽ được kết toán và tài khoản ký thác đảm bảo khế ước còn dư sẽ được hoàn trả cho chủ nhân. Nếu hàm khế toàn chế xác quyết phải thực sự tải giao món hàng (specifies delivery of the underlying item), trung tâm giao hoán sẽ sắp xếp với hai phía mua bán để giao hàng đúng theo khế ước. Giá của món hàng ghi trên hoá đơn giao hàng (invoice price; delivery price) sẽ được lấy theo giá thị trường

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

của nó vào thời điểm kết thúc phiên mua bán cuối cùng của hàm phiếu toàn chế còn gọi là giá kết (final settlement price). Còn khoản lời hoặc lỗ do sai biệt giữa giá kết và giá điều đình trước của hàm khế toàn chế (negotiated price) sẽ được thanh toán qua kênh trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế trước khi trung gian mua bán chứng khoán hoàn trả cho chủ nhân tài khoản ký thác đảm bảo khế ước còn dư (any profit or loss is realized through the transfer of variation margin). Ngoại trừ một hay hai phần trăm của tổng số, tất cả những vụ mua bán cuối cùng đều thanh lý lời lỗ bằng tiền mặt (cash settlement) thay vì người bán thực sự tải giao món hàng (delivery) đến người mua. Người mua và người bán chi trả tiền mặt với nhau (exchange cash payments) dựa trên thay đổi giá thị trường của món hàng hoặc của chứng khoán cho ký sinh (underlying item or underlying security). Cho nên, thanh lý bằng tiền mặt đã làm thay đổi định nghĩa nguyên thủy của hàm phiếu toàn chế. Với định nghĩa mới hơn, hàm khế toàn chế là một khế ước được tiêu chuẩn hoá và có thể chuyển nhượng và theo đó đối tác có thể chi trả với nhau bằng tiền mặt tính theo những thay đổi trên giá thị trường của một sản phẩm hoặc chứng khoán cho ký sinh (a futures contract is a standardized and transferable agreement that provides for the exchange of cash flows based on changes on the market price of a specified commodity or specified security).

Futures Market: Thị Trường Hàm Phiếu Toàn Chế. Thị trường mua bán sản phẩm đầu tiên của Hoa Kỳ có tên là Chicago Board of Trade (CBOT) được thành lập vào năm 1848. Mục đích nguyên thủy của trung tâm là để thu hút hoạt động mua bán mề cốc bằng tiền mặt. Đến năm 1865 hàm phiếu toàn chế mua bán mề cốc mới bắt đầu xuất hiện. Còn hàm phiếu toàn chế ký sinh vào chứng

khoán chỉ mới có vào thập niên 1970. International Monetary Market (IMM), một thành viên của Chicago Merchantile Exchange (CME), bắt đầu mua bán hàm phiếu toàn chế ký sinh vào trái phiếu ngắn hạn (90-day T-Bill futures) vào năm 1976. Đến năm 1981 IMM lại giới thiệu đến thị trường hàm phiếu toàn chế ký sinh vào US dollars mua bán ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ (Eurodollar futures). Năm 1982, Kansas City Board of Trade đưa ra thị trường hàm phiếu toàn chế ký sinh vào biểu số giá trị hỗn hợp Value Line (Value Line stock index futures). Sau đó hàm phiếu toàn chế ký sinh vào biểu số giá trị hỗn hợp S&P500 (S&P500 stock index futures) được mua bán trên sàn của CME và hàm phiếu toàn chế ký sinh vào biểu số giá trị hỗn hợp NYSE (NYSE stock index futures) được mua bán trên sàn của New York Futures Exchange. Hàm phiếu toàn chế là một công cụ khá phổ thông. Chỉ trong vòng 3 thập niên số lượng hàm chế toàn chế đã từ 3.9 triệu trong năm 1960 lên đến 267.4 triệu trong năm 1989. Trong số đó 60 phần trăm là hàm phiếu toàn chế ký sinh vào chứng khoán. Hàm phiếu toàn chế là một công cụ lợi hại hàng đầu trong tất cả những công cụ hiện có. Sử dụng như một phương tiện “bá đạo” người đầu tư có thể “một bước lên mây” và cũng có thể trắng tay trong chốc lát. Sử dụng như một phương tiện phòng thủ, hàm phiếu toàn chế là một công cụ uyển chuyển và hữu dụng. Hoạt động mua bán hàm phiếu toàn chế nằm trong vòng kiểm sát của Ủy Ban Mua Bán Hàm Phiếu Toàn Chế (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), một cơ quan độc lập cấp liên bang được thành lập năm 1974. Thêm vào đó Hiệp Hội Hàm Phiếu Toàn Chế (National Futures Association, NFA), một tổ chức được quốc hội ủy quyền, tiếp tay với CFTC để kiểm sát hành vi của thành viên trong hiệp hội.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

General Obligation Bonds (GO): Trái Phiếu GO; Trái Phiếu Dài Hạn Bảo Đảm Bằng Uy Tín Của Chính Quyền. Trái phiếu GO được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính tổng quát của chính quyền phát hành. Như vậy, số nợ được bảo đảm thuần túy bằng uy tín của chính quyền phát hành (backed by the full faith and credit of the issuer). Bảo đảm bằng uy tín của chính quyền phát hành cũng có nghĩa là chính quyền phát hành phải làm mọi thứ có thể làm được trong giới hạn của luật định để hoàn trả số nợ trái phiếu như đã hứa (use just about any means to guarantee payments). Những thứ có thể làm được là tăng thuế, ban hành sắc thuế mới, vay mượn, bán bất động sản. Bảo đảm này không bị giới hạn trong bản chất (this guarantee is of an unlimited nature). Trái phiếu GO được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng uy tín của chính quyền. Xem *Municipal Bonds & Notes*.

Government Pension Fund: Quỹ Hồi Hưu Của Chính Quyền; Quỹ Hưu Bổng Do Chính Quyền Tài Trợ.

Grant Anticipation Notes (GAN): Trái Phiếu GAN; Trái Phiếu Ngắn Hạn Bảo Đảm Bằng Tài Chính Biểu Tặng Dự Trù. Trái phiếu GAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trù đến từ biểu tặng (grants), và vì vậy, trái phiếu GAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng tài chính biểu tặng dự trù. Xem *Municipal Bonds & Notes*.

GSEs Bonds & Notes: Trái Phiếu GSEs. Trái Phiếu Của Những Cơ Quan Được Chính Quyền Liên Bang Bảo Trợ; Trái Phiếu Do Những Cơ Quan Được Chính Quyền Liên

Bang Bảo Trợ Phát Hành. Những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ (government sponsored enterprises; GSEs), lớn nhất và quen thuộc nhất, có Federal Home Loan Bank System (FHLB), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Farm Credit System, Federal Agricultural Mortgage Corporation (Farmer Mac) và Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), College Construction Loan Insurance Association (Connie Lee), Small Business Administration (SBA) và Tennessee Valley Authority (TVA). Những cơ quan này phát hành trái phiếu ngắn, trung và dài hạn để tài trợ cho những công trình theo chính sách của chính phủ (projects relevant to public policy). Phần lớn của số lượng trái phiếu do những cơ quan này phát hành là những trái phiếu ngắn hạn và phổ thông nhất là những trái phiếu bán dưới mệnh giá (discount notes). Trái phiếu bán dưới mệnh giá có hạn du kỳ dài từ 1-360 ngày và mệnh giá tối thiểu tùy thuộc vào chủ trương của cơ quan phát hành. Trái phiếu bán dưới mệnh giá do Sallie Mae hoặc FHLB phát hành có mệnh giá tối thiểu là 100,000 USD, của Freddie Mac là 25,000 USD, của Fannie Mae là 10,000 USD và của Farm Credit System là 5,000 USD. Ngoài những trái phiếu bán dưới mệnh giá, những cơ quan này còn phát hành những chứng khoán ngắn và trung hạn khác như là trái phiếu Master (Master notes), trái phiếu RFS (Residentia Financial Securities), và trái phiếu trung hạn (medium-term notes). Trái phiếu Master do cơ quan Sallie Mae và Fannie Mae phát hành thuộc loại khả thu (callable bonds), điều chỉnh lợi nhuận định kỳ hàng tuần theo mức lãi suất của công trái 91 ngày (91-day treasury bills), có hạn du kỳ từ 1 tới 18 tháng và mệnh giá tối thiểu là 10 triệu USD hoặc cao hơn. Trái phiếu RFS do Fannie Mae phát hành có hạn du kỳ 6 tháng, 1 năm và 2

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

năm và có mệnh giá tối thiểu là 10,000 USD và cao hơn. Trái phiếu trung hạn do Freddie Mac phát hành có hạn du kỳ từ 3 tới 7 năm, cho lợi nhuận định kỳ hoặc cố định hoặc điều chỉnh theo lãi suất LIBOR (London Interbank Offered Rate) hoặc không kèm phiếu lãi (zero coupon) bán ra dưới mệnh giá (sold at a discount and redeemed at par), và có mệnh giá tối thiểu là 10,000 USD cộng 5,000 USD cho mỗi mức gia tăng. Trái phiếu dài hạn không có thể chấp do Fannie Mae and Freddie Mac phát hành (debentures) cho lợi nhuận định kỳ hoặc cố định hoặc thả nổi. Phần lớn trái phiếu có lợi nhuận định kỳ thả nổi của hai cơ quan này điều chỉnh theo lãi suất của công trái phiếu có cùng chiều dài du kỳ và, số còn lại, điều chỉnh theo lãi suất LIBOR. Trái phiếu gộp dài hạn (consolidated bonds) do FHLB phát hành có mệnh giá tối thiểu là 10,000 USD cộng 5,000 USD cho mỗi mức gia tăng và trả lợi nhuận định kỳ ở mỗi sáu tháng (semi-annually). Trái phiếu gộp dài hạn (consolidated bonds) do Farm Credit System phát hành cho lợi nhuận định kỳ cố định và mệnh giá tối thiểu là 1,000 USD cộng 1,000 USD cho mỗi mức gia tăng. Ngoài ra Fannie Mae và Freddie Mac còn phát hành chứng khoán được bảo đảm với một tập hợp vốn tài trợ địa ốc (mortgage-back securities). Trong số đó có trái phiếu CMO (collateralized mortgage obligation), loại trái phiếu được bảo đảm với một tập hợp vốn tài trợ địa ốc rất là thịnh hành trong thập niên 1980, và REMIC (real estate mortgage investment conduit), một loại trái phiếu cải dạng của CMO rất là thịnh hành trong thập niên 1990. Trái phiếu của những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ không được bảo đảm bằng uy tín của chính quyền Hoa Kỳ như những công trái phiếu, tuy nhiên những trái phiếu này được thị trường đánh giá cao không kém công trái phiếu bao nhiêu, Theo đó, lợi nhuận định kỳ của những trái phiếu do những

cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành có phần cao hơn chút ít so với những trái phiếu tương đồng do chính quyền liên bang phát hành. Thành phần tham dự vào thị trường trái phiếu của những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ đa số là những nhà đầu tư đại diện cho tổ chức (institutional investors).

Haicut: Cắt Tóc. Giá nguyên thủy của tín phiếu giao đổi luôn luôn thấp hơn trị giá thị trường của chứng khoán thế chấp (the initial RP price is less than the market value of the underlying securities). Điều này giúp che bớt phần nào hiểm họa thị trường (market risk) cho phía cung cấp vốn (reduces the lender's exposure to market risk). Cách định giá như vừa nói, thuật ngữ chuyên môn gọi là “cắt tóc” (haircut). Cắt tóc là khoản sai biệt giữa trị giá của số vốn cho vay và trị giá tổng cộng của số chứng khoán thế chấp bảo đảm an toàn cho số vốn đó. Thông thường trị giá tổng cộng của số chứng khoán thế chấp được tính theo giá thị trường (securities used as collateral are valued at the current market price) cộng với lợi nhuận định kỳ tích lũy trên phiếu lãi đính kèm theo chứng khoán, tính tới ngày mãn hạn của tín phiếu giao đổi (plus accrued interest calculated to the maturity date of agreement when coupon-bearing issues are used), trừ đi khoản dự phòng rủi ro (less a margin of overcollateralization or haircut for term agreement).

Holder: Người Huống Ứng, Người Mua, Người Giữ. Xem Option Contracts, Options.

Holder-of-Record Date: Ngày Thành Lập; Ngày Thành Lập Danh Sách Phân Phối Lợi Nhuận Vô Kỳ. Trong lịch trình phân phối lợi nhuận vô kỳ có nhiều mốc thời gian khác nhau: ngày thành lập (holder-of-record date), ngày

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

loại miễn (ex-dividend date), và ngày phân phối (payment date). Ngày thành lập là ngày công ty thành lập danh sách những cổ chủ sẽ được nhận lợi nhuận vô kỳ. Chỉ có những người chính thức trở thành cổ chủ của công ty trước ngày loại miễn là có tên trong danh sách được hưởng lợi nhuận vô kỳ. Còn những người chỉ chính thức trở thành là cổ chủ của công ty từ ngày loại miễn trở về sau thì phải đợi tới kỳ phân phối kế. Ngày thành lập thường là 4 ngày sau ngày loại miễn. Còn ngày phân phối là ngày công ty thực sự phân phối lợi nhuận vô kỳ đến cổ chủ có tên trong danh sách và thường là trong vòng một tháng sau ngày thành lập.

Hold-in-Custody Letter Repo: Tín Phiếu Giao Đối Thư Gửi Cho Giám Hộ. Một dạng phổ thông của tín phiếu giao đối thư là gửi cho giám hộ (hold-in-custody). Dưới dạng này số chứng khoán thế chấp nằm trong tay của đại lý mua bán chứng khoán, phía mượn vốn, nhưng sau đó được (1) chuyển giao và giữ trong một trương mục nội bộ cho thân chủ (transfer internally to a customer account), hoặc (2) chuyển giao đến một ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán (dealer's clearing bank) và giữ trong một trương mục ghi nhận theo kiện (bulk segregation account), hoặc (3) chuyển giao đến ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán và giữ trong một trương mục ghi nhận theo kiện có giám hộ (bulk repo custody account). Thế chấp được an toàn tới mức nào, nhìn từ góc độ bảo vệ quyền lợi cho phía cung cấp vốn, tùy thuộc vào cách xếp đặt giám hộ. Nếu phía vay vốn kiêm luôn vai trò giám hộ, an toàn của thế chấp tùy thuộc phần lớn vào sự chân chính và mức độ khả tín của phía vay vốn. Dưới dạng chuyển giao và giữ trong một trương mục ghi nhận theo kiện, ngân hàng giao hoán không chịu trách nhiệm trực tiếp với từng khách hàng

của đại lý mua bán chứng khoán. Chỉ có đại lý mua bán chứng khoán là có thể xác nhận danh sách khách hàng và ghi nhận giao hoán trong sổ sách kế toán của họ chứ ngân hàng giao hoán không có danh sách hoặc chứng từ cho từng khách hàng của đại lý mua bán chứng khoán. Dưới dạng chuyển giao và giữ trong tương mục giám hộ ghi nhận theo kiện, khác hơn hai dạng trước, ngân hàng giao hoán đảm nhiệm chức năng kiểm soát và cung cấp trực tiếp cho từng khách hàng của đại lý mua bán chứng khoán những văn bản xác nhận thế chấp ký thác. Xem Letter Repo.

Housing Bonds: Trái Phiếu H; Trái Phiếu Dài Hạn Bảo Đảm Bằng Túc Thu Xây Dựng Tư Thất. Trái phiếu H được phát hành để mượn nợ dài hạn tài trợ cho công trình xây dựng nhà ở cho từng gia đình (single family homes) và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai, bảo đảm bằng nguồn tài chính đến từ chi trả định kỳ (mortgage payments) của những khoản cho vay mua nhà. Trái phiếu H vì thế được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng túc thu xây dựng tư thất. Xem Municipal Bonds & Notes.

In-the-Money: Nằm Vào Khung Tiền. Sai biệt giữa giá thị trường của chứng khoán cho ký sinh và giá cam kết của hàm phiếu và sai biệt này có lợi cho người hưởng ứng.

Industrial Companies: Những Công Ty Công Nghiệp.

Industrial Revenue Bonds: (IR): Trái Phiếu IR; Trái Phiếu Dài Hạn Bảo Đảm Bằng Túc Thu Công Nghiệp. Trái phiếu IR được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính đến từ lợi tức nhập thu của một

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

công trình phát triển công nghiệp của tiểu bang hoặc địa phương. Trái phiếu IR vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng tức thu công nghiệp. Mức độ an toàn của trái phiếu tùy thuộc vào trình độ khả tín của những công ty bảo trợ (corporate guarantors). Xem Municipal Bonds & Notes.

Index Repo: Tín Phiếu Giao Đối Với Lãi Suất Uyển Chuyển. Tuy phần lớn số lượng tín phiếu giao đối nằm dưới dạng giao ước tiêu chuẩn, giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn những chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành, một số khác được cải dạng để tạo sự uyển chuyển cần thiết đáp ứng chính xác nhu cầu chủ định, nhất là đối với những giao ước dài hạn hơn. Trong số cải dạng có tín phiếu giao đối với du kỳ uyển chuyển (flex repo), tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển (index repo) và tín phiếu giao đối với thể chấp uyển chuyển (dollar repo; dollar roll). Tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển (index repo) là một giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn trong đó lãi suất được điều chỉnh theo lãi suất dự trữ (federal fund rate), lãi suất LIBOR, hoặc một lãi suất ngắn hạn nào đó. Đa số tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển có kèm theo du kỳ uyển chuyển. Uyển chuyển trong du kỳ cho phép khách hàng đầu tư bán chứng khoán ngược lại cho hoặc mua thêm một số chứng khoán từ đại lý mua bán chứng khoán. Tín phiếu giao đối với lãi suất uyển chuyển thường được sử dụng để phòng vệ đầu tư (to hedge) hoặc để tài trợ những vị thế trong chứng khoán có lãi suất điều chỉnh theo lãi suất dự trữ, lãi suất LIBOR hoặc một lãi suất ngắn hạn nào đó (to finance positions in securities that have interest rate indexed to the federal fund rate, LIBOR rate or other short-term rates); thí dụ như là những trái phiếu với lãi suất thả nổi (floating-rate notes) hoặc những

trái phiếu được bảo đảm bằng một tập hợp vốn tài trợ địa ốc có thể chấp và có lãi suất thả nổi (floating-rate CMO, floating-rate collateralized mortgage obligation).

Inflation Indexed Bonds. Trái Phiếu Điều Chỉnh Lạm Phát. Gần đây chính quyền liên bang cho phát hành loại trái phiếu điều chỉnh lạm phát. Loại trái phiếu này thực ra là loại trái phiếu tiết kiệm loạt I (series I). Loại trái phiếu này cho mức lợi nhuận định kỳ cố định (fixed interest rate) và có phần thấp hơn lợi nhuận định kỳ của trái phiếu tiết kiệm khác, nhưng sẽ điều chỉnh lạm phát mỗi 6 tháng một lần. Vì vậy, lợi nhuận định kỳ sẽ được tính trên giá trị của vốn đầu tư đã điều chỉnh lạm phát (pays interest on the inflation-adjusted principal amount). Tới ngày mãn hạn, nợ trái phiếu sẽ được hoàn trả và số tiền có thể (1) sẽ bằng với số vốn đầu tư đã điều chỉnh lạm phát hoặc (2) sẽ bằng với mệnh giá, tùy vào cái nào cao hơn và có lợi hơn cho trái chủ. Trái phiếu loại này được chính thức biết đến vào năm 1997 dưới tên TIPS (Treasury inflation protection securities). Lợi nhuận của trái phiếu điều chỉnh lạm phát được miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương. Giống như những loại trái phiếu khác do chính quyền liên bang phát hành, trái phiếu điều chỉnh lạm phát được bảo đảm thuần túy bằng uy tín của chính quyền Hoa Kỳ và vì vậy rất an toàn. Xem U.S. Saving Bonds.

Inflation Risk: Hiểm Họa Lạm Phát. Đầu tư vào trái phiếu, nhất là đối với trái phiếu dài hạn, thường bị đe dọa trầm trọng bởi nạn lạm phát. Lạm phát làm cho tiêu hao giá trị thực của đồng tiền. Cho nên giá trị thực của vốn hoàn lại cho trái chủ vào ngày mãn hạn du kỳ có thể sẽ bị mất khá nhiều, nếu có lạm phát, dầu là mệnh giá còn nguyên vẹn. Vì vậy, hiểm họa lạm phát là nỗi lo hàng đầu của giới đầu tư trong thị trường trái phiếu. Lúc báo chí truyền

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

hình dạng tải nhiều tin tức lạc quan về điều kiện kinh tế, thí dụ như mức vận dụng nhân công gia tăng, kinh tế phát triển ở mức độ cao và vân vân, cũng là lúc thị trường trái phiếu lo ngại và coi đó là dấu hiệu xấu báo trước cơn ma lạt phát đang rình rập. Nền kinh tế càng “nóng” chừng nào thì đe dọa cho thị trường trái phiếu càng cao và theo đó gây áp lực đè giá thị trường của những trái phiếu đang du hành. Thị trường trái phiếu chính nó phản ảnh từng phút một những biến động liên quan đến hiểm họa lạt phát. Khi hiểm họa lạt phát đe dọa, giá trái phiếu sẽ đi xuống và mức lợi nhuận hiện hành, hoặc mức lợi nhuận định kỳ, sẽ đi lên. Hoàn cảnh này không có lợi cho người đầu tư đang nắm giữ những trái phiếu đang du hành.

Intermediate Transaction: Giao Hoán Trung Chuyển.

Interest Rate Risk: Hiểm Họa Lãi Suất. (1) Có hai loại hiểm họa lãi suất bất lợi cho công ty hoặc chính quyền phát hành tín phiếu thương mại. Thứ nhất là một thay đổi trong lãi suất vô hiểm (a change in a risk-free rate), lãi suất của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành (treasury bill), sẽ đưa đến sự thay đổi lãi suất của tín phiếu thương mại và của tất cả lãi suất vay mượn (borrowing rates). Vì thế, lãi suất của tín phiếu thương mại có thể sẽ gia tăng theo gia tăng của lãi suất hiện hành trên thị trường. Thay đổi bất lợi này đối với công ty hoặc chính quyền phát hành được gọi là hiểm họa lãi suất thị trường (market interest rate risk). Thứ hai là giới đầu tư vào tín phiếu thương mại có thể đòi lãi suất cao hơn vì họ cảm thấy, chính xác hay không chính xác, hiểm họa khả tín của công ty hoặc chính quyền phát hành gia tăng (investors will demand a higher rate because they perceive the firm's credit risk to have increased). Thay

đổi bất lợi này đối với công ty hoặc chính quyền phát hành được gọi là hiểm họa lãi suất theo dị ứng (idiosyncratic interest rate risk). Với hiểm họa dị ứng, lãi suất của một tín phiếu thương mại có thể gia tăng trong khi lãi suất vô hiểm vẫn không thay đổi hoặc ngay cả lãi suất của những tín phiếu thương mại khác vẫn không thay đổi. Công ty hoặc chính quyền phát hành có thể triệt tiêu được hiểm họa lãi suất thị trường hoặc hiểm họa lãi suất dị ứng bằng một khế ước hoán vị lãi suất (interest rate swap agreement). (2)

Issuer: Người Đẻ Xưởng; Người Viết; Người Phát Hành.
Xem Options, Option Contracts.

Institutional Investors: Những Tổ Chức Đầu Tư; Thành Phần Đầu Tư Thuộc Vào Tổ Chức; Những Người Đầu Tư Thuộc Vào Tổ Chức.

Investment Banking Syndicate: Tổ Trung Gian Đảm Nhiệm Phân Phối Chứng Khoán Mới. Xem Underwriter.

Lender: Phía Cung Cấp Vốn; Người Cho Vay.

Letter Repo (DueBill): Tín Phiếu Giao Đối Thư. Để tiết kiệm chi phí những đại lý mua bán chứng khoán có một vài phương cách giao hoán không cần phải thực sự tải giao chứng khoán thể chấp đến phía cung cấp vốn (the actual delivery of collateral to the lender). Một trong những phương cách ít tốn kém nhất để giữ thể chấp là sử dụng tín phiếu giao đối thư. Theo phương cách tín phiếu giao đối thư phía vay vốn, thường là đại lý mua bán chứng khoán, sẽ gửi một văn bản xác nhận giao hoán (transaction confirmation) đến phía cung cấp vốn. Trong văn bản đó một số chứng khoán có thể được chỉ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

định thể chấp (specific securities might be named as collateral). Tuy trên văn bản số chứng khoán được chỉ định thể chấp nhưng phía cung cấp vốn không trực tiếp nắm trong tay số chứng khoán đó (does not have control of the securities) vì thế phương tiện bảo vệ đầu tư của họ phần lớn chỉ là cậy vào sự chân chính và mức độ khả tín của đối tác, đại lý mua bán chứng khoán. Tín phiếu giao đối thư thường được sử dụng nhiều nhất là cho những giao ước qua đêm với số tài khoản nhỏ và chứng khoán thể chấp không thể chuyển giao qua mạng vì tính của Ngân Hàng Trung Ương (nonwireable securities). So với những phương cách khác, tín phiếu giao đối thư cho những đại lý mua bán chứng khoán nhiều uyển chuyển nhất trong việc thay thế số chứng khoán đã được chỉ định thể chấp với số chứng khoán khác để đáp ứng nhu cầu vào phút cuối một cách ít tổn kém nhất.

Limited And Special Tax Bonds (LST): Trái Phiếu LST; Trái Phiếu Dài Hạn Bảo Đảm Bằng Thuế Thu Đặc Biệt Và Có Giới Hạn. Trái phiếu LST được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính đến từ thuế thu của một sắc thuế đặc biệt, đang có hiệu lực hoặc sẽ được ban hành, cho mục đích hoàn trả nợ của trái phiếu nó tài trợ. Thí dụ như thuế đánh vào thuốc lá, rượu, xăng. Bảo đảm của chính quyền có giới hạn trong bản chất. Trái phiếu LST vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng thuế thu đặc biệt và có giới hạn. Xem Municipal Bonds & Notes.

Liquidity: Khả Năng Lưu Hoạt. Khả năng lưu hoạt của một chứng khoán là khả năng hoán chuyển vốn đầu tư từ chứng khoán đó sang tiền mặt hoặc sang một chứng khoán khác. Nói một cách dễ hiểu hơn, một chứng khoán

có mức lưu hoạt cao là một chứng khoán thịnh hành trên thị trường, tức là cung lẫn cầu của chứng khoán đều cao, vì vậy nó dễ mua và dễ bán. Tính dễ mua và dễ bán này nâng khả năng lưu hoạt của một chứng khoán. Những chứng khoán có khả năng lưu hoạt quá thấp khó thu hút được những thành phần tham dự vào thị trường chứng khoán, trong đó có những trung gian mua bán chứng khoán (brokers), những đại lý mua bán chứng khoán (dealers) và giới đầu tư.

Liquidity Substitution Agreement: Hợp Đồng Tăng Cường Khả Năng Lưu Hoạt. Xem Credit Substitution Agreement.

London Dollar CDs (Eurodollar CDs): Tín Phiếu Kỳ Thác Hải Ngoại. Xem Eurodollar CDs.

Majority Voting: Bầu Cử Theo Qui Chế Đa Số. Theo quy chế đa số, mỗi cổ phần của công ty sẽ được một lá phiếu bầu. Bất cứ cá nhân hay nhóm nào nắm được hơn 50% của tổng số phiếu, cá nhân hoặc nhóm đó có quyền chỉ định toàn bộ hội đồng giám đốc cho công ty. Do đó cá nhân hoặc nhóm có được đa số cổ phần của công ty sẽ nắm toàn bộ quyền hành trong công ty.

LEAPS (Long-term Equity Anticipation Products, LEAPS): Hàm Phiếu Độc Chế Dài Hạn. Xem Option Contracts, Options.

Long Position: Trường Vị.

Marginal Principle of Retained Earnings: Nguyên Tắc Ngoại Tranh Trong Quyết Định Phân Phối Hoặc Giữ Lại Lợi Thu Doanh Thương. Theo lý thuyết, một công ty chỉ nên giữ lại lợi thu doanh thương tạo được để tái đầu tư vào chính

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nó qua những chương trình phát triển của công ty nếu những chương trình này hứa hẹn cho được một mức thu hoạch ít ra phải là tương đương với mức lợi nhuận sau khi trừ thuế mà cổ chủ có thể tự đầu tư ở một nơi khác. Nếu không thể hứa hẹn được mức thu hoạch này, công ty nên phân phối số lợi thu doanh thương tạo được đến những cổ chủ cổ phiếu thường đẳng của công ty để họ tự đầu tư vào nơi khác. Nguyên tắc này được gọi là nguyên tắc ngoại tranh trong quyết định phân phối hoặc giữ lại lợi thu doanh thương mà công ty tạo được.

Marketability: Khả Năng Xâm Nhập Thị Trường.

Market Risk: Hiểm Họa Thị Trường.

Mark-to-Market: Đánh Dấu Theo Thị Trường. (1) Vì hiểm họa lãi suất (interest rate risk) có thể xảy ra cho cả hai phía đối tác của tín phiếu giao đổi cho nên yêu cầu mỗi ngày kiểm định lại trị giá của chứng khoán thế chấp rất là phổ thông. Yêu cầu này thuật ngữ chuyên môn gọi là đánh dấu theo thị trường (mark-to-market) để phản ánh những thay đổi của giá thị trường (to reflect changes in market prices) và để duy trì trị giá tổng cộng của thế chấp ở một mức đã giao ước trước (to maintain the agreed-upon margin). (2) Sau mỗi phiên mua bán (at the end of each trading session), tất cả người mua và người bán đều phải đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường (marking futures contracts to market). Đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường là thuật ngữ nói về kết toán cuối ngày để xét giá trị của hàm phiếu toàn chế và định vị trí tài chính của những người nắm hàm phiếu toàn chế. Nói một cách khác, đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường là tính sổ lời lỗ cho những hàm phiếu toàn chế vào cuối ngày và mỗi ngày (marking futures contracts to

market requires all buyers and sellers to realize any gains or losses in the value of their futures positions). Trung gian mua bán chứng khoán (broker) sẽ trực tiếp khấu trừ số tiền thua thất trong ngày và chuyển số tiền đó ra khỏi trương mục mua bán hàm phiếu toàn chế (margin account) của người nắm hàm khế toàn chế ở vị thế thua thất để đưa qua trung tâm giao hoán chi trả cho người nắm hàm khế ở vị thế đối nghịch (opposing position in the contract). Sau đó, trung tâm giao hoán sẽ chuyển số tiền chi trả thua thất này (variation margin) vào trong trương mục mua bán hàm phiếu của người nắm hàm khế ở vị thế thắng lợi. Đa số trung gian mua bán chứng khoán yêu cầu khách hàng của họ duy trì một tồn số tối thiểu (minimum balance; maintenance margin) cho tài khoản ký thác đảm bảo khế ước và thường là vượt hơn yêu cầu của trung tâm giao hoán. Nếu tồn số rớt dưới mức tối thiểu, trung gian mua bán chứng khoán sẽ gửi cho khách hàng của họ một thông báo kêu gọi ký thác thêm (margin call), nói theo thuật ngữ chuyên môn, để khách hàng tái lập lại tình trạng tài chính thỏa mãn được yêu cầu. Đánh dấu hàm khế toàn chế theo thị trường cuối phiên mua bán có tác dụng tái điều đình giá hàm phiếu toàn chế mỗi ngày (has the effect of renegotiating the futures price). Vì thế, người mua và người bán đồng ý bắt đầu một ngày mới với cái giá sau cùng ở cuối ngày hôm qua.

Marking Futures Contracts to Market: Đánh Dấu Hàm Khế Toàn Chế Theo Thị Trường. Xem Mark-to-Market, Futures Contracts.

Master Notes: Trái Phiếu Master. Xem GSEs Bonds & Notes.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Matched Book: Sổ Giao Đối. Xem Repo Book.

Matched Sales-Purchase Agreement (MSP; Reverse Repurchase Agreement; Reverse Repo; Reverse RP): Tín Phiếu Giao Đối; Tín Phiếu Giao Ước Mua Bán Đối Lượng Ngắn Hạn. Xem Repurchase Agreement.

“Material Adverse Change” Clause: Điều Khoản “Những Thay Đổi Xấu.” Xem Back Up Liquidity.

Maturity: Du Kỳ. (1) Thời gian từ khi trái phiếu được phát hành cho đến khi trái phiếu mãn hạn. (2) Thời gian từ khi ký thác cho đến khi mãn hạn của một tín phiếu.

Maturity Date: Ngày Mãn Hạn Du Kỳ. Thời điểm phải hoàn trả số nợ trái phiếu, hoặc số ký thác tín phiếu, theo cam kết được gọi là ngày mãn hạn du kỳ.

Money Market: Thị Trường Tiền Tệ. Thị trường tiền tệ chuyên về những hoạt động vay mượn và cho vay mượn (borrowing and lending) vốn ngắn hạn với chiều dài thời gian không hơn một năm. Thị trường tiền tệ vận dụng nhiều công cụ tài chính trong đó có những công cụ của thị trường tín dụng ngắn hạn (short-term credit market instruments), những công cụ của thị trường hàm phiếu (derivative market instruments) và cửa hàng cho vay của Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve’s discount window).

Moral Obligation Bonds (MO): Trái Phiếu MO; Trái Phiếu Dài Hạn Bảo Đảm Bằng Danh Nghĩa Của Chính Quyền. Trái phiếu MO được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó bảo đảm sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính tổng quát của chính

quyền. Trái phiếu được bảo đảm thuần túy bằng danh nghĩa của chính quyền chứ không bằng pháp lý như là trường hợp của trái phiếu GO. Đây là sáng tạo của tiểu bang New York vào thập niên 1960. Thông thường trái phiếu loại này được sử dụng để tài trợ cho một chương trình có chủ đích (specific purpose) thí dụ như là chương trình xây dựng chung cư cho người nghèo. Trái phiếu MO vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng danh nghĩa của chính quyền.

MSP (Matched Sales-Purchase Agreement; Reverse Repurchase Agreement; Reverse Repo; Reverse RP): Tín Phiếu Giao Đối; Tín Phiếu Giao Ước Mua Bán Đối Lượng Ngắn Hạn. Xem Repurchase Agreement.

Munis: Trái Phiếu Do Chính Quyền Tiểu Bang Hoặc Địa Phương Phát Hành; Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương. Xem Municipal Bonds & Notes.

Municipal Bonds: Trái Phiếu Dài Hạn Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương; Trái Phiếu Dài Hạn Do Chính Quyền Tiểu Bang Hoặc Địa Phương Phát Hành. Trong những loại trái phiếu dài hạn của chính quyền tiểu bang và địa phương có trái phiếu GO (general obligation bonds), trái phiếu LS (limited and special tax bonds), trái phiếu IR (industrial revenue bonds), trái phiếu R (revenue bonds), trái phiếu H (housing bonds), trái phiếu MO (moral obligation bonds), trái phiếu DB (double barreled bonds). Xem Municipal Bonds & Notes.

Municipal Bonds & Notes: Trái Phiếu Do Chính Quyền Tiểu Bang Hoặc Địa Phương Phát Hành; Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương. Chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương phát hành chứng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

khoán để tài trợ chi tiêu của chính nó hoặc để tài trợ cho những công trình công cộng (public projects) như là tái thiết hoặc xây thêm trường học, thư viện, bệnh xá, chung cư cho người nghèo, cầu, đường, hải cảng, phi cảng, hệ thống nước thải, hệ thống nước sạch, vân vân nằm trong vùng trách nhiệm của chính quyền đó. Đôi khi chính quyền tiểu bang hoặc chính quyền địa phương còn phát hành chứng khoán để tài trợ cho những tổ chức tư nhân (private firms) và cá nhân (individuals), nhưng trường hợp này rất hiếm. Những chứng khoán do chính quyền tiểu bang hoặc do chính quyền địa phương phát hành được gọi chung là chứng khoán của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương (municipal securities). Chính quyền tiểu bang hoặc địa phương sử dụng nhiều loại chứng khoán khác nhau tùy theo nhu cầu huy động tài chính, nhưng công cụ phổ thông nhất vẫn là trái phiếu. Trong số trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành (munis) có trái phiếu dài hạn và ngắn hạn. Trái phiếu ngắn hạn (municipal notes) có du kỳ từ 13 tháng trở xuống và trái phiếu dài hạn (municipal bonds) có du kỳ trên 13 tháng. Tuy những loại trái phiếu của chính quyền tiểu bang và địa phương được định danh khác nhau và có phần phức tạp nhưng tựu trung là chúng được đặt tên theo nguồn tài trợ. Nói một cách khác, khi câu hỏi “làm cách nào để hoàn trả số nợ của trái phiếu này?” được trả lời thì nội dung của câu trả lời chính là căn bản để đặt tên cho trái phiếu đó. Mệnh giá của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành thường là vào khoảng 5,000 USD hoặc cao hơn. Cho mệnh giá cao hay thấp tùy thuộc vào sự chọn lựa đối tượng của chính quyền phát hành trái phiếu. Nếu muốn bán ra cho cá nhân quần chúng họ sẽ cho mệnh giá thấp hơn, và ngược lại, nếu nhắm vào những nhà đầu tư thuộc vào tổ chức (institutional investors) họ sẽ

cho mệnh giá cao hơn. Trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương có thể là dưới dạng có kèm phiếu lãi (coupon bonds) hoặc không kèm phiếu lãi (zero coupon bonds). Trái phiếu có kèm phiếu lãi cho lãi suất cố định (fixed interest rate) hoặc lãi suất điều chỉnh (variable interest rate). Trái phiếu không kèm phiếu lãi của chính quyền phát hành được biết dưới tên STRIP. Trái phiếu không kèm phiếu lãi được bán ra thị trường với một giá dưới mệnh giá (discount) và tất cả lợi nhuận định kỳ, tính theo phương pháp tính lãi hỗn hợp (compounding method), sẽ được chi trả một lần một vào ngày trái phiếu mãn hạn du kỳ. Có những chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành trái phiếu đứng ra mua bảo hiểm cho trái phiếu do chính mình phát hành để bảo đảm rằng nợ trái phiếu chắc chắn sẽ được hoàn trả như cam kết. Chi phí cho bảo hiểm, nói cho thật cùng, là do người đầu tư gánh chịu dưới hình thức là những trái phiếu này cho lợi nhuận định kỳ thấp hơn những trái phiếu khác có cùng chiều dài du kỳ và phẩm chất. Để khuyến khích dân chúng đầu tư phát triển địa phương, chính quyền Hoa Kỳ miễn thuế liên bang trên lợi nhuận của những trái phiếu do những chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành. Những trái phiếu do chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành được miễn thuế liên bang còn được gọi là trái phiếu được miễn một thứ thuế (tax-free munis). Trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương cũng sẽ được miễn luôn cả thuế tiểu bang nếu người đầu tư cư trú trong cùng một tiểu bang với chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành trái phiếu đó. Trong trường hợp này được gọi là trái phiếu được miễn hai thứ thuế (double tax-free munis). Và, may mắn hơn, trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương cũng sẽ được miễn luôn cả thuế địa phương nếu người đầu tư cư trú trong cùng một địa phương

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

với chính quyền địa phương phát hành trái phiếu đó. Trong trường hợp này được gọi là trái phiếu được miễn ba thứ thuế (triple tax-free munis). Nói một cách tổng quát, những trái phiếu của chính quyền tiểu bang hoặc địa phương được coi là những trái phiếu hảo hạng vì chính quyền ít khi bị phá sản nên người đầu tư không sợ bị giật nợ. Tuy nhiên có những trường hợp xảy ra trong quá khứ cho thấy là “chính quyền bị phá sản” không phải là điều không thể xảy ra, thí dụ như tình trạng của New York City trong thập niên 1970 và của Orange County trong thập niên 1990.

Municipal Notes: Trái Phiếu Ngắn Hạn Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương; Trái Phiếu Ngắn Hạn Do Chính Quyền Tiểu Bang Hoặc Địa Phương Phát Hành. Chính quyền tiểu bang hoặc địa phương phát hành trái phiếu ngắn hạn để tạm thời tài trợ cho khoản bội chi, sai biệt giữa tổng lượng chi tiêu và tổng lượng nhập thu đến từ những thứ thuế (taxes), những công trình tạo lợi tức (income generating projects), những ngân khoản biếu tặng (grants) và những chứng khoán (securities). Trong những loại trái phiếu ngắn hạn của chính quyền tiểu bang và địa phương có trái phiếu BAN (bond anticipation notes), trái phiếu TAN (tax anticipation notes), trái phiếu RAN (revenue anticipation notes), và trái phiếu TRAN (tax and revenue anticipation notes). Xem *Municipal Bonds & Notes*.

Mutual Funds: Những Tổ Hợp Đầu Tư.

Non-Cumulative Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng Không Tích Lũy. Cổ phiếu ưu đẳng có đính kèm điều khoản không tích lũy lợi nhuận thường kỳ được gọi là cổ phiếu ưu đẳng không tích lũy. Với điều khoản không tích

lũy công ty phát hành được quyền không chi trả lợi nhuận thường kỳ cho cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng, và cũng không đòi hỏi, nếu công ty không đủ khả năng. Với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đẳng, trong trường hợp công ty sáp nhập hoặc bán phá sản, cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với một số lợi nhuận theo cam kết trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao qua cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng. Cổ phiếu ưu đẳng loại này không được ưa chuộng vì không có lợi cho phía đầu tư.

Notes: Trái Phiếu. Xem Bonds , Municipal Bonds & Notes.

Net Worth: Giá Trị Chủ Bản. Xem Book Value.

Options: Hàm Phiếu Độc Chế. Xem Option Contracts.

Option Contracts: Hàm Khế. Một hàm khế độc chế thành lập quyền mua hoặc quyền bán giữa người đề xướng (writer, issuer) và người hưởng ứng (holder, buyer), trong đó người hưởng ứng được quyền mua từ (buy from) hoặc bán cho (sell to) người đề xướng một chứng khoán được chỉ định (underlying security) ở một giá được cam kết (strike price, exercise price) trong một thời hạn được vạch trước. Người đề xướng còn được gọi là người viết (writer) hoặc người phát hành (issuer) và người hưởng ứng còn được gọi là người mua (buyer) hoặc người giữ (holder). Sự xướng-ứng của hai đối tác trong mua bán hàm phiếu độc chế (option) có được là vì họ cùng nhìn vào một chứng khoán liên hệ nhưng không cùng một kết luận về tương lai của chứng khoán đó. Người hưởng ứng không bị bắt buộc phải thực hiện quyền mua hoặc quyền bán của mình. Tuy nhiên, người đề xướng bị bắt buộc phải bán ra hoặc mua vào nếu người hưởng ứng quyết định

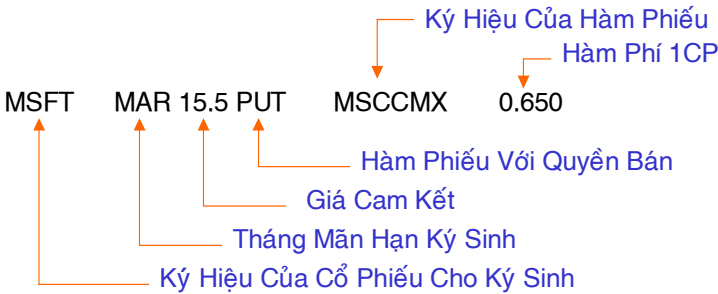
CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

thực hiện quyền của mình. Nói một cách khác người đề xướng bị bắt buộc bán ra hoặc mua vào chứng khoán được chỉ định ở một giá được cam kết theo sự chủ động của người hưởng ứng nếu thời hạn hiệu lực vẫn còn. Như vậy, hàm phiếu loại này chỉ cưỡng chế người đề xướng. Chính vì đặc tính đó cho nên nó có danh xưng là hàm phiếu độc chế, tức là hàm phiếu chỉ cưỡng chế một phía. Và khi sự xướng-ứng được thành lập, người đề xướng sẽ nhận một khoản hàm phí (premium) từ người hưởng ứng. Riêng cho hàm phiếu độc chế, khoản hàm phí này có tên chính xác là hàm phí độc chế (option premium). Như đã trình bày, hàm phiếu độc chế có ba yếu tố quan trọng. Thứ nhất là một chứng khoán được chỉ định. Thứ hai là một giá mua bán cho chứng khoán đó được cam kết. Thứ ba là thời hạn hiệu lực được vạch trước. Chứng khoán được chỉ định trong một hàm phiếu độc chế được gọi là chứng khoán cho ký sinh (underlying security) và còn được gọi là chứng khoán liên hệ hoặc chứng khoán cơ sở trong ý nghĩa liên hệ đến sự ký sinh của hàm phiếu. Chứng khoán cho ký sinh có thể là cổ phiếu, trái phiếu, tín phiếu, biểu số giá trị hỗn hợp của một thị trường mua bán chứng khoán, ngoại tệ, hoặc ngay cả hàm phiếu toàn chế. Tuy nhiên chứng khoán cho ký sinh phổ thông nhất trong hàm phiếu độc chế thường là cổ phiếu thường đẳng. Ngoại trừ một vài trường hợp ngoại lệ, hầu như tất cả hàm phiếu độc chế ký sinh vào cổ phiếu thường đẳng đều được khế ước trên tiêu chuẩn căn bản là 100 cổ phần. Đơn vị 100 cổ phần này trong hàm phiếu được gọi là một hàm khế (1 contract). Một hàm khế độc chế (1 option contract) gồm 100 cổ phần của cổ phiếu liên hệ. Nói một cách khác, 1 hàm khế độc chế thành lập quyền mua bán 100 cổ phần, hay là 1HK x 100CP, và 5 hàm khế độc chế thành lập quyền mua bán 500 cổ phần, hay là 5HK x 100 CP, của cổ

phiếu liên hệ. Nếu hàm phí (premium) cho một cổ phần là 2 USD thì hàm phí cho một hàm khế độc chế tính ra là 200 USD, hay là $1HK \times 100CP \times 2USD/CP$, và hàm phí cho 5 hàm khế độc chế tổng cộng là 1,000 USD, hay là $5HK \times 100CP \times 2USD/CP$. Một hàm phiếu chỉ hiện hữu trong một thời gian nhất định. Chiều dài thời gian ký sinh, từ ngày đẻ xương (date issued) cho đến ngày hết hiệu lực (date expired), của một hàm phiếu độc chế thường là vào khoảng 9 tháng. Sau ngày mãn hạn ký sinh hàm phiếu sẽ “chết” trong khi chứng khoán cho ký sinh (underlying security) vẫn tiếp tục sống [cũng chính vì lý do này từ “cộng sinh” như một số tác giả đã dùng dường như không được chính lắm]. Gần đây hàm phiếu độc chế dài hạn (Long-term Equity Anticipation Products, LEAPS) vừa được đưa ra thị trường có chiều dài thời gian ký sinh vào khoảng 3 năm. Khác với thời gian ký sinh, chiều dài thời gian hưởng ứng là chiều dài tính từ ngày hưởng ứng (date held an option contract) cho đến ngày mãn hạn ký sinh (date expired) của một hàm phiếu. Chiều dài thời gian hưởng ứng không bao giờ dài hơn chiều dài thời gian ký sinh của nó. Chiều dài thời gian hưởng ứng của một hàm phiếu càng ngắn thì giá mua hàm phiếu đó [hàm phí] càng rẻ. Khác với thời gian ký sinh và thời gian hưởng ứng, chiều dài thời gian hiệu lực là chiều dài tính từ ngày hôm nay (current date) cho đến ngày mãn hạn ký sinh (date expired) của một hàm phiếu. Chiều dài thời gian hiệu lực của hàm phiếu càng ngày càng rút ngắn và theo đó giá trị của hàm phiếu càng ngày càng tiêu hao. Sau ngày mãn hạn ký sinh, cũng là ngày hết hiệu lực, hàm phiếu đó sẽ hoàn toàn hết giá trị. Điều này cho thấy hàm phiếu rất miễn cảm đối với thời gian, khác với cổ phiếu cho ký sinh không có hạn định về thời gian. Giá trị thị trường của một hàm phiếu độc chế ký sinh vào một cổ phiếu tùy thuộc vào nhiều yếu tố

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trong đó có (1) giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh (current stock price), (2) chiều dài thời gian hiệu lực của hàm phiếu (time value), (3) giá cam kết của hàm phiếu trong tương quan với giá thị trường của cổ phiếu cho ký sinh (intrinsic value), (4) hàm phiếu độc chế với quyền mua hay quyền bán (call or put). Giá thị trường của cổ phiếu thì lại tùy thuộc vào một số yếu tố khác trong đó có (1) mức phân phối lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu (dividend rate), (2) mức độ dao động giá của cổ phiếu (degree of stock price volatility), (3) mức lưu hoạt của cổ phiếu (stock liquidity) và mức lợi nhuận hiện hành trên thị trường (market interest rate). Hàm phiếu độc chế thường được yết giá theo thể thức trong bảng yết giá như sau:



Cột thứ nhất trên bảng yết giá ghi ký hiệu của cổ phiếu cho ký sinh. Cột thứ hai ghi ba thành phần: (1) tháng mãn hạn ký sinh, (2) giá cam kết và (3) quyền mua hay bán. Theo qui ước, ngày mãn hạn ký sinh lúc nào cũng đúng vào ngày thứ sáu của tuần lễ thứ ba của tháng mãn hạn. Cột thứ ba ghi ký hiệu của hàm phiếu. Cột thứ tư ghi giá thị trường của hàm phiếu, cũng là hàm phí. Như vậy, chiếu theo giả dụ trong bảng yết giá trên, hàm

phiếu độc chế với quyền bán MSCCMX sẽ mãn hạn vào ngày thứ sáu của tuần lễ thứ ba của tháng ba (MAR) sắp tới. Giá cam kết được định là 15.5 USD một cổ phần của cổ phiếu MSFT cho ký sinh và hàm phí là 0.65 USD một cổ phần. Đối với những cổ phiếu cho ký sinh có giá thị trường từ 25 USD trở xuống, hàm phiếu thường được yết cách nhau 2 USD của giá cam kết. Thí dụ như APR 16 CALL, APR 14 CALL, APR 12 CALL. Còn đối với những cổ phiếu cho ký sinh có giá thị trường trên 25 USD, hàm phiếu thường được yết cách nhau 5 USD của giá cam kết. Thí dụ như APR 42 CALL, APR 37 CALL, APR 32 CALL. Hàm phiếu độc chế được chia làm hai loại: (1) hàm phiếu độc chế với quyền mua (call option) và (2) hàm phiếu độc chế với quyền bán (put option). Bên cạnh những đặc tính chung cho hàm phiếu, mỗi loại có những đặc tính riêng và dành cho những mục đích khác nhau.

Option Market: Thị Trường Hàm Phiếu Độc Chế. Mặc dù hình thức hàm phiếu độc chế đã có từ nhiều thế kỷ, loại chứng khoán này chỉ mới được tiêu chuẩn hoá và hợp thức hoá vào năm 1973 tại Hoa Kỳ. Ngày nay hàm phiếu độc chế được mua bán công khai tại những thị trường mua chứng khoán như là American Stock Exchange (AMEX), Chicago Board Option Exchange (CBOE), New York Stock Exchange (NYSE), Pacific Stock Exchange (PSE), và Philadelphia Stock Exchange (PHLX). Giống như những chứng khoán khác, thị trường mua bán hàm phiếu nằm trong sự kiểm sát của Ủy Ban Chứng Khoán & Thị Trường Mua Bán Chứng Khoán (Securities and Exchange Commission; SEC).

Option Premium: Hàm Phí Độc Chế. Xem Option Contracts, Options.

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Out-of-the-Money: Nằm Ngoài Khung Tiền. Sai biệt giữa giá thị trường của chứng khoán cho ký sinh và giá cam kết của hàm phiếu và sai biệt này không có lợi cho người hưởng ứng.

Organized Exchange: Thị Trường Mua Bán Cấp 1. Xem Stock Exchanges.

Over-The-Counter (OTC): Những Thị Trường Mua Bán Cấp 2; Thị Trường Tự Quản Tự Kiểm. Xem Stock Exchanges.

Over-Collateralization: Thế Chấp Trội. Những chương trình phát hành tín phiếu thương mại bảo đảm bằng tài sản chỉ định được chế tác theo một cấu trúc tài chính để tổng giá trị của những tài khoản dự thu luôn luôn cao hơn tổng giá trị của tín phiếu thương mại bán ra (are structured so that the amount of receivables exceeds the outstanding paper), thuật ngữ chuyên môn gọi là thế chấp trội (overcollateral-ization).

Par Value: Giá Trị Phiếm Bản. Xem Face Value. *Mệnh Giá.* Xem Face Value.

Participating Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả Dự. Cổ phiếu ưu đẳng khả dự thực ra là cổ phiếu ưu đẳng khả hoán có thêm quyền tham dự vào chia chác lợi thu doanh thương vượt ngoài lợi nhuận thường kỳ cổ hữu và chia chác tài sản của công ty trong trường hợp sáp nhập hoặc bán phá sản. Cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng khả dự được quyền hưởng thêm lợi nhuận, tức là lợi nhuận phụ trội vượt ngoài lợi nhuận thường kỳ (extra dividends over nominal ones). Có phân phối lợi nhuận phụ trội hay không là quyền quyết định của hội đồng giám đốc của công ty

phát hành cổ phiếu ưu đãi đó. phá sản, với quyền ưu tiên của cổ phiếu ưu đãi, trước tiên cổ chủ sẽ nhận được tiền bồi hoàn và có thể kèm với một số lợi nhuận theo cam kết. Sau đó sẽ nhận thêm phần chia chác theo tỉ lệ cổ phần từ số thu còn lại (the balance of the proceed) sau khi bán công ty và chi trả xong tiền bồi hoàn cho cổ phiếu ưu đãi. Vì loại cổ phiếu ưu đãi này cho nhiều quyền, nhất là quyền tham dự chia chác, nên công ty phát hành chỉ đồng ý bán ra nếu được giá (receive a meaningful price) hoặc để đổi lấy một điều kiện nào đó có lợi cho công ty (receive other concession in return). Thêm vào đó, nếu có thể, thành phần lãnh đạo của công ty sẽ điều đình với người đầu tư điều khoản “kết thúc hiệu lực” (sunset provision) để làm cho một số đặc quyền không còn hiệu lực sau một thời hạn nào đó. Nhiều công ty sử dụng cổ phiếu ưu đãi khả dự như là những viên thuốc độc (poison pills) để phòng chống bị đánh chiếm công ty (unwanted takeover).

Payment: Tài Khoản Chi Trả.

Payment Date: Ngày Phân Phối; Ngày Phân Phối Lợi Nhuận Vô Kỳ. Xem Holder-of-Record Date.

Percentage Ownership Dillution. Loãng Chủ Phần. Loãng chủ phần (percentage ownership dillution) xảy cho cổ chủ hiện hữu (existing shareholders) khi công ty bán ra thêm cổ phần cho những cổ chủ mới (new shareholders). Nó là kết quả của sự gia tăng tổng lượng cổ phần hiện hành do công ty bán ra một số cổ phần mới. Sự gia tăng này làm giảm phần trăm chủ quyền trên mỗi cổ phần. Theo đó chủ phần trong công ty của những cổ chủ hiện hữu, nếu không mua thêm cổ phần mới, sẽ ít hơn. Loãng chủ phần là điều không thể tránh khỏi trong nỗ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lực huy động vốn từ bên ngoài công ty qua công cụ hùn hạp. Và có không ít nguyên chủ của những công ty cố gắng duy trì đa số chủ phần trong công ty trước khi mang công ty của họ ra công chúng. Tuy vậy sự thật vẫn là: 10% chủ phần trong công ty trị giá 50 triệu USD nhiều hơn 100% chủ phần trong công ty chỉ trị giá 500 ngàn. Do đó yếu tố quan trọng hơn trong vấn đề chủ phần bị làm loãng là có bao nhiêu tiền chạy vào công ty và vào túi của nguyên chủ sau khi bán cổ phần ra công chúng.

Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng. Cổ phiếu ưu đẳng cho người đầu tư (1) quyền ưu tiên, so với cổ phiếu thường đẳng, trong việc phân phối lợi thu doanh thương của công ty phát hành và phân phối tài sản của công ty phát hành (priority on distribution of assets) nếu nó sáp nhập với một công ty khác hoặc bán phá sản và (2) một số đặc quyền (certain preferential rights) trong đó có quyền biểu quyết những thay đổi quan trọng như là mua hoặc bán công ty (the acquisition or sale of the company). Đa số những điều khoản được thành lập cho một cổ phiếu ưu đẳng (preferred stock terms) đều theo tiêu chuẩn (standard) và thường là không thể điều đình (non-negotiable). Qui ước của cổ phiếu ưu đẳng thường xoay quanh (1) những chọn lựa trong trường hợp công ty sáp nhập với một công ty khác hoặc bán dẹp công ty (merger or liquidation preferences), (2) những hình thức chống làm loãng (antidilution protections), giá và chủ phần, và (3) những điều khoản hoàn trả vốn (redemption provisions). Trong trường hợp công ty phát hành sáp nhập với một công ty khác hoặc bán dẹp công ty, với quyền ưu tiên, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng sẽ nhận được tiền bồi hoàn (get their money back upon the liquidation), có thể kèm với lợi nhuận ở một mức đã giao ước, trước khi số thu (the proceed) được chuyển giao cho cổ chủ của cổ phiếu thường

đẳng. Và những chọn lựa cho trường hợp công ty phát hành cổ phiếu ưu đẳng sáp nhập với một công ty khác hoặc bán dẹp công ty nằm dưới 2 dạng: khả dự (participating) hoặc không khả dự (non-participating). Dưới dạng khả dự, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng sẽ nhận được tiền bồi hoàn (get their money back upon the liquidation) trước tiên. Sau đó phần còn lại của số thu do bán công ty (the balance of the proceed) được đem chia đều cho tổng số cổ phần của cả hai loại cổ phiếu, tức là số cổ phần của cổ phiếu ưu đẳng cộng với số cổ phần của cổ phiếu thường đẳng. Có nghĩa là, ngoài việc lấy lại vốn, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng còn được tham dự vào chia chác của phần còn lại. Dưới dạng không khả dự, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng sẽ nhận được tiền bồi hoàn trước tiên. Sau đó phần còn lại của số thu do bán công ty (the balance of the proceed) được chuyển giao cho cổ chủ của cổ phiếu thường đẳng. Cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng không được tham dự chia chác thêm phần còn lại này. Dưới dạng không khả dự nhưng khả hoán, cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng có quyền hoán đổi cổ phần của cổ phiếu ưu đẳng qua cổ phần của cổ phiếu thường đẳng và theo đó nhận phần chia chác theo tỉ lệ của số cổ phần mình đang có. Cũng giống như cổ phiếu thường đẳng (common stocks), cổ phiếu ưu đẳng (preferred stocks) được xếp vào loại công cụ hùn vốn (equity instrument). Tuy nhiên những đặc tính căn bản của cổ phiếu ưu đẳng có phần khác biệt so với những đặc tính căn bản của cổ phiếu thường đẳng. Có thể nói một số đặc tính của cổ phiếu ưu đẳng gắn với đặc tính của trái phiếu hơn là cổ phiếu thường đẳng.

Preferred Stock Dividends: Lợi Nhuận Thường Kỳ. Lợi thu doanh thương của công ty tạo được phân phối tới tay cổ chủ cổ phiếu ưu đẳng đẳng (preferred stock) được

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

gọi là lợi nhuận thường kỳ, hay LNTK. Định danh là “thường kỳ” là vì nó được phân phối đều đều nhưng có thể dồi khát so sánh với lợi nhuận vô kỳ, không hứa hẹn sẽ có, của cổ phiếu thường đẳng và lợi nhuận định kỳ, đều và không thể dồi khát, của trái phiếu.

Preferred Stock's Face Value: Mệnh Giá; Mệnh Giá Của Cổ Phiếu Ưu Đẳng. Xem Preferred Stock's Par Value.

Preferred Stock's Par Value: Mệnh Giá; Mệnh Giá Của Cổ Phiếu Ưu Đẳng. Giống như trái phiếu, mỗi cổ phiếu ưu đẳng đều có một mệnh giá. Mệnh giá của cổ phiếu ưu đẳng là giá trị cố định của cổ phiếu đó và nó được dùng để tính lợi nhuận thường kỳ. Mệnh giá của một cổ phiếu ưu đẳng thường là 100, 75, 50 hoặc 25 USD một cổ phần. Không giống như giá trị phiếu bản của cổ phiếu thường đẳng (common stock's par value), mệnh giá của cổ phiếu ưu đẳng rất quan trọng vì lợi nhuận thường kỳ của một cổ phiếu ưu đẳng được tính trên phần trăm của mệnh giá.

Preferred Stock's Stated Value: Mệnh Giá; Mệnh Giá Của Cổ Phiếu Ưu Đẳng. Xem Preferred Stock's Par Value.

Pre-emptive Rights Provision: Những Điều Khoản Cho Quyền Ưu Tiên Mua Cổ Phần Mới. Ngoài quyền được chia lợi nhuận, chủ cổ phiếu thường đẳng còn được quyền ưu tiên mua cổ phần mới do công ty phát hành. Nếu trong bản văn kiện thành lập công ty (corporate charter; articles of incorporated) có điều khoản cho quyền ưu tiên mua cổ phần mới (preemptive right provision), công ty bắt buộc phải bán cổ phần mới cho chủ nhân của cổ phiếu thường đẳng trước tiên. Quyền ưu tiên mua cổ phần mới được tính theo một tỉ lệ nhất định. Tỉ lệ

này được thành lập dựa trên tương quan giữa tổng số lượng cổ phần cũ và tổng số lượng cổ phần mới của công ty.

Pre-payment Risk: Hiểm Họa Bị Hồi Vốn Sớm. Trong điều kiện lãi suất hiện hành trên thị trường đang trên đà đi xuống (interest rates decline), giá của trái phiếu đang lên, những trái phiếu đang cho nguồn lợi nhuận tốt có thể bị thu hồi sớm. Khi trái phiếu bị gọi, trái chủ sẽ không còn tiếp tục nhận được lợi nhuận định kỳ và có thể bị mất đột ngột phần lợi nhuận tư bản khả dĩ (potential capital gain). Vì vậy, quyền thu hồi thực sự là một hiểm họa cho người đầu tư. Cách tốt nhất để tránh hiểm họa này là đừng mua những trái phiếu có kèm quyền thu hồi.

Price Dillution: Loãng Giá. Sau khi số cổ phần mới được tung ra thị trường, giá cổ phiếu của công ty sẽ thay đổi. Giảm sút nhiều hay ít tùy thuộc vào mức chênh lệch giữa giá của cổ phần cũ và giá của cổ phần mới và tùy thuộc vào tỉ lệ giữa số lượng cổ phần cũ và số lượng cổ phần mới.

Price Earning Ratio (P/E): Giá Thị Trường Trên Lợi Thu Doanh Thương Một Cổ Phần; GTT/LTDT1C. Giá thị trường trên lợi thu doanh thương một cổ phần, hay chỉ số GTT/LTDT1C, của một cổ phiếu là một số đo cho biết thị trường bằng lòng mua vào một cổ phiếu với một giá gấp bao nhiêu lần lợi thu doanh thương của cổ phiếu đó.

Primary Market: Thị Trường Cấp 1: Xem Stock Market, Bond Market, CDs Market.

Private Placement Channel: Kinh Phân Phối Tư Hệ. Chứng khoán mới được phân phối tới thị trường qua kinh tư hệ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

(private placement channel) hoặc qua kinh công hệ (public offering channel). Qua kinh tư hệ, chứng khoán được bán ra cho một nhóm khách đầu tư nằm trong giới hạn của mạng lưới quan hệ tư. Qua kinh công hệ, chứng khoán được bán ra cho công chúng một cách rộng rãi.

Public Offering Channel: Kinh Phân Phối Công Hệ. Chứng khoán mới được phân phối tới thị trường qua kinh tư hệ (private placement channel) hoặc qua kinh công hệ (public offering channel). Qua kinh tư hệ, chứng khoán được bán ra cho một nhóm khách đầu tư nằm trong giới hạn của mạng lưới quan hệ tư. Qua kinh công hệ, chứng khoán được bán ra cho công chúng một cách rộng rãi.

Put Options: Hàm Phiếu Độc Chế Với Quyền Bán. Hàm phiếu độc chế với quyền bán dành cho người hưởng ứng quyền bán hoặc không bán một chứng khoán được chỉ định (specified underlying security) ở một giá được cam kết (specified exercise price, strike price) trong một thời hạn được vạch trước (specified expiration date) và, nếu người hưởng ứng quyết định thực hiện quyền bán, người đề xướng bắt buộc phải mua của người hưởng ứng số chứng khoán đó theo kế ước. Như đã từng trình bày nhiều lần, sự xướng-ứng của hai đối tác trong mua bán hàm phiếu có được là vì họ cùng nhìn vào một chứng khoán liên hệ nhưng không cùng một kết luận về tương lai của chứng khoán đó. Những người hưởng ứng (buyers, holders) dự phóng rằng giá thị trường (market price, spot price) của chứng khoán đó trong tương lai sẽ thấp hơn giá cam kết (strike price, exercise price) khá nhiều và điều này sẽ xảy ra trước khi hàm phiếu mãn hạn ký sinh (expired) vì thế hàm phiếu độc chế với quyền bán (put option) sẽ cho họ cơ hội để bán cao giá chứng khoán đó, nói một cách cầu kỳ là “đặt vào tay người đề xướng

(put to option writer)” chứng khoán đó ở một giá cao hơn giá thị trường trong tương lai. Ngược lại, những người đề xướng (writers, issuers) thì dự phóng rằng giá thị trường của chứng khoán đó sẽ không thấp hơn giá cam kết trong suốt chiều dài thời gian ký sinh và vì thế hàm phiếu độc chế với quyền bán sẽ cho họ cơ hội để thu một số hàm phí (premium) từ những người hưởng ứng và chứng khoán sẽ không bị “đặt vào tay họ,” tức là không bị ép mua trên giá thị trường.

Ratchet Method: Phương Pháp Khoá Siết. Phương pháp khoá siết áp dụng trong điều khoản chống làm loãng là một phương pháp rất “nặng tay” đôi khi những tay đầu tư đặt điều kiện để tài trợ công ty. Với phương pháp này cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản chống làm loãng sẽ được bồi thường một số cổ phần mà không phải trả thêm tiền nếu sau này công ty bán ra cổ phiếu với giá thấp hơn. Và số lượng cổ phần sẽ đủ để làm cho giá mua trung bình tính trên một cổ phần của cổ chủ (investor's average cost per share) xướng ngang với giá bán ra sau này. Phương pháp khoá siết được coi là “nặng tay” vì nó không cần quan tâm đến số lượng cổ phần bán ra sau này, và vì nó không “cân” theo số lượng nên kết quả có thể sẽ rất “ngoạn mục” và có thể làm thay đổi cấu trúc chủ quyền của công ty. Phương pháp khoá siết có thể được buộc vào giá hoán đổi (are tied to conversion prices), như là của cổ phiếu ưu đẳng khả hoán. Trong trường hợp này cổ chủ sẽ nhận số cổ phần bồi thường vào lúc hoán đổi. Phương pháp khoá siết cũng có thể được buộc vào hàm phiếu độc chế (options) hoặc hàm phiếu quyền (warrants). Trong trường hợp này cổ chủ sẽ nhận số cổ phần bồi thường vào lúc thực hiện quyền của mình.

Redeemable Preferred Stock: Cổ Phiếu Ưu Đẳng Khả

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Thu. Xem Callable Preferred Stock.

Registered Bonds: Trái Phiếu Có Đăng Ký. Thông thường trái phiếu có kèm theo phiếu lãi là loại trái phiếu không có ghi tên trái chủ, được gọi là trái phiếu không đăng ký (bearer bonds). Bất cứ người nào cầm trái phiếu hoặc lãi phiếu không đăng ký thì người đó được coi là trái chủ và người đó có quyền lãnh tiền. Một số lượng lớn trái phiếu ngày hôm nay thuộc vào loại trái phiếu có đăng ký (registered bonds). Với loại trái phiếu có đăng ký, tên của trái chủ được đăng ký trong sổ bộ phát hành và chỉ có trái chủ đó mới có quyền bán lại trái phiếu hoặc lãnh tiền lợi nhuận định kỳ.

Registered Stock Exchanges: Những Thị Trường Mua Bán Cấp 1. Xem Stock Exchanges.

Repo Market: Thị Trường Tín Phiếu Giao Đối. Xem Repurchase Agreement Market.

Repo Book: Sổ Giao Đối. Những đại lý mua bán chứng khoán giữ vai trò trung môi (intermediary) giữa thành phần vay vốn và thành phần cho vay vốn trong thị trường tín phiếu giao đối nhưng một tay hành động với tư cách là đối tác của những người cho vay vốn và tay kia hành động với tư cách là đối tác của những người vay vốn (as principal on each side of arrangements), chứ không với tư cách người làm môi giới (not as agent), để tiếp thu vốn từ những đối tác cho vay, bằng cách bán chứng khoán cho họ, rồi đem cho đối tác bên tay kia mượn lại, bằng cách mua chứng khoán của họ. Sự khế hợp giữa những giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (RPs) và những giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn theo kiểu này được gọi theo thuật ngữ chuyên môn là sổ giao đối (repo book);

matched book), trong đó mỗi cặp giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn và giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn của cùng chứng khoán có cùng du kỳ (an RP and reverse RP in the same security have equal terms to maturity).

Repurchase Agreement (Repo; RP): Tín Phiếu Giao Đối; Giao Đối Phiếu; Tín Phiếu Giao Ước Bán Mua Đối Lượng Ngắn Hạn. Tín phiếu giao đối là một công cụ tài chính của thị trường tiền tệ. Với loại công cụ này người ta có thể huy động vốn một cách nhanh chóng bằng cách bán ra một số chứng khoán và đồng thời giao ước mua lại số chứng khoán đó hoặc chứng khoán tương đương vào một thời điểm không xa được định trước, với một giá định trước, và thường là kèm theo một mức lãi suất định trước. Giao ước như vừa nói trên có thể được gọi là “giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn” (repo agreement) hoặc “giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn” (reverse repo agreement). Sự khác biệt trong cách định danh, bán mua hoặc mua bán, tùy thuộc vào ai đứng chủ động cuộc giao hoán, phía cung cấp vốn hay phía cung cấp chứng khoán. Tuy nhiên, trong tương quan đối tác giữa một khách đầu tư và một đại lý mua bán chứng khoán hoặc giữa Ngân Hàng Trung Ương và một đại lý mua bán chứng khoán, người ta thường định danh từ góc độ của đại lý mua bán chứng khoán. Như vậy, một khách đầu tư mua một số chứng khoán từ đại lý XYZ và đồng ý bán lại số chứng khoán đó cho đại lý XYZ vào một thời điểm không xa được định trước thì nó được gọi là giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (repo agreement) bởi vì đại lý XYZ đã bán số chứng khoán cho khách đầu tư dưới giao ước sẽ mua lại số chứng khoán đó từ khách đầu tư (the dealer has sold the securities under an agreement to repurchase). Tương tự, khi Ngân Hàng Trung

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

Ương (Federal Reserve) muốn bơm thêm một số lượng dự trữ vào hệ thống ngân hàng bằng cách mua một số chứng khoán từ những đại lý mua bán chứng khoán và bằng lòng bán lại số chứng khoán này cho những đại lý đó vào một thời điểm không xa được định trước thì nó được gọi là giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (repos agreement) bởi vì những đại lý đó đã bán số chứng khoán cho Ngân Hàng Trung Ương dưới giao ước sẽ mua lại số chứng khoán đó từ Ngân Hàng Trung Ương. Trong cả hai trường hợp, khách đầu tư và Ngân Hàng Trung Ương là thành phần cung cấp vốn còn đại lý mua bán chứng khoán là thành phần cung cấp chứng khoán và giao hoán được định danh từ góc độ của đại lý mua bán chứng khoán. Trong một trường hợp ngược lại, khi Ngân Hàng Trung Ương muốn xả bớt một số lượng dự trữ ra khỏi hệ thống ngân hàng bằng cách bán ra một số chứng khoán cho những đại lý mua bán chứng khoán và giao ước sẽ mua lại số chứng khoán này từ những đại lý đó vào một thời điểm không xa được định trước thì nó được gọi là “giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn” (Matched sales-purchase agreement, MSPs; reverse repo agreement) bởi vì những đại lý đó đã mua số chứng khoán dưới giao ước là sẽ bán lại số chứng khoán này cho Ngân Hàng Trung Ương. Tuy trong trường hợp này Ngân Hàng Trung Ương là thành phần cung cấp chứng khoán còn đại lý mua bán chứng khoán là thành phần cung cấp vốn, ngược lại với hai trường hợp trên, nhưng giao hoán vẫn được định danh từ góc độ của đại lý mua bán chứng khoán. Trừ trường hợp muốn xác định cho rõ hơn vì một lý do nào đó, tín phiếu giao ước bán mua đối lượng ngắn hạn (repo; repurchase agreement, RP) và tín phiếu giao ước mua bán đối lượng ngắn hạn (reverse repo; matched sale-purchase agreement, MSP) được gọi chung là tín phiếu giao đối vì tuy gọi hai tên theo cách định danh nhưng

thực ra chỉ là một công cụ. Tín phiếu giao đổi có những đặc tính trong đó một phần giống như đặc tính của giao hoán cho vay có thế chấp (secured loans) một phần khác giống như đặc tính của giao hoán mua đứt bán đoạn (outright purchase and sales) nhưng nó lại không cùng gia đình với một trong hai loại trên. Thí dụ như cách định giá (the use of margin or haircut in valuing repo securities), quyền được sử dụng nó thay cho thế chấp để vay mượn (the right of repo borrowers to substitute collateral in term agreement) và điều khoản đánh dấu theo thị trường (mark-to-market provision) là những đặc tính tiêu biểu của cho vay có thế chấp (collateralized lending arrangement). Còn quyền được bán cho người khác tức là chuyển nhượng chủ quyền cho người khác (the repo buyer's right to trade the securities during the term of the agreement) không phải là đặc tính tiêu biểu của giao hoán cho vay có thế chấp nhưng lại là đặc tính của giao hoán mua đứt bán đoạn. Nói một cách khác, trong giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn số chứng khoán tuy nói là bán mua nhưng thực chất là đem thế chấp để vay mượn vốn và tín phiếu giao đổi là bằng chứng cho vay nhưng khác hơn một giao hoán vay mượn thuần túy ở chỗ phía cung cấp vốn được phép chuyển nhượng quyền làm chủ của bằng chứng cho vay, cái gọi là tín phiếu giao đổi, cho một người khác trong lúc giao ước vẫn còn hiệu lực. Cho nên, trong cách sử dụng thuật ngữ liên quan đến tín phiếu giao đổi, nếu nhìn từ góc độ vay vốn và cho vay vốn thì chứng khoán liên hệ (underlying securities) được coi là món hàng thế chấp, gọi ngắn là thế chấp. Còn nếu nhìn từ góc độ đầu tư thì chứng khoán liên hệ là món hàng mua bán. Cả hai cách trình bày đều phổ biến. Với những tín phiếu giao đổi thật ngắn hạn, chiều dài thời gian du kỳ tiêu biểu thường là qua đêm hoặc vài ngày (overnight or a few days). Còn

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

những tín phiếu giao đổi ngắn hạn có chiều dài thời gian du kỳ tiêu biểu là một tuần, hai tuần, ba tuần, một tháng, hai tháng, ba tháng và có thể lên đến sáu tháng. Nhưng có những tín phiếu giao đổi không thuộc loại tiêu biểu đôi khi được điều đình với lãi suất cố định và du kỳ nhiều ngày (fixed term, multi-day contract) hoặc được điều đình trên căn bản mở, còn gọi là trên căn bản tiếp nối liên tục (on an open or continuing basis). Những tín phiếu giao đổi trên căn bản tiếp nối liên tục thực chất giống như một chuỗi tín phiếu giao đổi qua đêm (resemble a series of overnight repos). Trên căn bản này lãi suất hoặc thể chấp được điều chỉnh lại mỗi ngày theo điều kiện của thị trường. Nếu như, cho một thí dụ, giá thị trường của chứng khoán thế chấp trong tín phiếu giao đổi giảm xuống. Sự giảm giá của chứng khoán làm cho trị giá tổng cộng của thế chấp sụt dưới mức đã giao ước trước (the market value of the securities being held as collateral were to fall below an agree upon level). Theo đó, phía mượn vốn sẽ được yêu cầu làm một trong hai việc: (1) có thể hoàn trả khẩn cấp số vốn đã mượn hoặc (2) bổ sung thêm chứng khoán để cho đủ số trị giá tổng cộng của thế chấp như đã giao ước. Đây chỉ là một khía cạnh của cái gọi là điều chỉnh theo điều kiện thị trường. Thông thường tín phiếu giao đổi điều đình trên căn bản tiếp nối liên tục có thể được hủy bỏ bất cứ lúc nào theo yêu cầu của một trong hai phía đối tác. Giao ước bán mua hoặc mua bán đối lượng ngắn hạn thường được giao hoán theo số lượng đơn vị được gọi là khối (block) và mỗi khối có trị giá rất lớn (arranged in large dollar amount). Với những giao ước thật ngắn hạn, thí dụ như những giao ước qua đêm (overnight contracts) và những giao ước đối lượng du kỳ một tuần hoặc ngắn hơn (term repos), trị giá tiêu biểu cho mỗi khối (principal amount) vào khoảng 25 triệu USD và cao hơn. Với những giao ước ngắn hạn, trị giá tiêu

biểu cho mỗi khối vào khoảng 10 triệu USD. Dầu rằng có những cuộc giao hoán được điều đình với trị giá dưới 100 ngàn USD, đại lý mua bán chứng khoán có thông lệ giao hoán tối thiểu là một triệu USD (customary amount for transactions with securities dealers). Phía cung cấp vốn (lender), tức là phía mua chứng khoán, sẽ nhận từ đối tác của mình (counterparty), tức là phía mượn vốn hay là phía bán chứng khoán, một số lãi nhuận. Cho một số tín phiếu giao đối, lãi nhuận sẽ được chi trả bằng cách cho giá mua lại đã điều đình trước (negotiated repurchase price) cao hơn giá bán ra lúc đầu (the initial sale price) và như vậy khoản sai biệt giữa giá mua lại và giá bán ra chính là phần lãi nhuận. Tuy nhiên, phương cách tiêu biểu vẫn là chi trả lãi nhuận vào ngày mãn hạn với một mức lãi suất đã thỏa thuận trước (agreed-upon rate of interest) và giữ cho giá mua lại ngang với giá bán ra. Hay nói một cách khác, đó là, vốn đưa bao nhiêu thì lấy lại bấy nhiêu cộng với lãi nhuận. Cho một giao hoán theo tiêu chuẩn (standard repo transaction), phía cung cấp vốn chỉ được hưởng lãi tức, chi trả cho quyền sử dụng số vốn, ở một mức lãi suất đã thỏa thuận trước mà thôi (earn only the agreed-upon rate of return). Cho nên trong trường hợp chứng khoán thế chấp có phiếu lãi đính kèm, theo thông lệ (common practice), lợi nhuận định kỳ từ những phiếu lãi đó (coupon payment) sẽ thuộc về của phía mượn vốn cũng là phía cung cấp chứng khoán. Phía cung cấp vốn không được hưởng dầu là chứng khoán lúc đó đã nằm trong tay họ trong thời gian tín phiếu giao đối còn hiệu lực. Suy cho cùng điều này hợp lý vì trong tín phiếu giao đối số chứng khoán thực ra là để thế chấp chứ không phải mua đứt bán đoạn cho nên phía cho mượn vốn không nắm chủ quyền của chứng khoán mà chỉ nắm chủ quyền của tờ giấy chứng cho vay vốn, cái gọi là tín phiếu giao đối. Lãi suất của tín phiếu giao đối, hay là lãi

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

suất chi trả cho số vốn huy động trong tín phiếu giao đổi (interest rate paid on RP funds; repo rate of return), luôn luôn được điều chỉnh trước giữa hai đối tác và lãi suất trên hoàn toàn độc lập với mức lợi nhuận định kỳ của chứng khoán thế chấp trong tín phiếu giao đổi (independent with coupon rate or rate on the underlying securities). Ngoài những yếu tố du kỳ và điều kiện giao hoán, lãi suất của tín phiếu giao đổi còn tùy thuộc vào điều kiện tổng quát của thị trường tiền tệ, lãi suất cạnh tranh của những nguồn vốn tương tự trong những thị trường liên hệ (competitive rate paid for comparable funds in related markets) và số lượng sẵn có của những thứ có thể thế chấp được (availability of legible collateral). Lãi suất tín phiếu giao đổi có quan hệ mật thiết với lãi suất dự trữ. Khi nhu cầu dự trữ (demand for reserves) gia tăng, những ngân hàng ký thác sẽ cho giá cao hơn để gom đủ lượng dự trữ cho ngân hàng của mình do đó gây ra áp lực nâng lãi suất dự trữ (federal funds rate) lên cao hơn trên thị trường. Khi lãi suất dự trữ gia tăng tới một mức nào đó thì nhiều ngân hàng và cơ quan tài vụ sẽ quay qua thị trường tín phiếu giao đổi để huy động vốn và vì thế lại gây ra áp lực cho thị trường tín phiếu giao đổi. Lãi suất tín phiếu giao đổi và lãi suất dự trữ song hành gia tăng cho đến khi cung cầu dự trữ trong hệ thống ngân hàng tái lập lại quân bình. Thường thì lãi suất tín phiếu giao đổi qua đêm (overnight repos rate) thấp hơn lãi suất dự trữ qua đêm (overnight federal funds rate) và hiếm khi có trường hợp ngược lại, thí dụ như trong giai đoạn 1991-1992. Khoảng cách giữa hai lãi suất này (spread) biến đổi khá lớn theo điều kiện của thị trường từng lúc. Khoảng cách sẽ xa hơn (widening) trong giai đoạn lãi suất dự trữ gia tăng nhanh chóng và khoảng cách sẽ gần lại (narrowing) khi lãi suất dự trữ ổn định hoặc giảm xuống. Khoảng cách giữa hai lãi suất cũng có khuynh hướng

phản ảnh những thay đổi trong số lượng sẵn có của những thứ đem thế chấp được (changes in the availability of eligible collateral). Hiện tượng giảm thiểu trong số lượng chứng khoán tồn trữ của những đại lý (reduction in the volume of securities held in dealers' inventories) và hiện tượng gia tăng khoảng cách giữa hai lãi suất thường đi chung với nhau. Tín phiếu giao đối tự chúng không được coi là vô hiểm (are not risk-free) dẫu rằng đa số thế chấp trong tín phiếu giao đối là những chứng khoán phát hành bởi chính quyền liên bang hoặc bởi những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ, những công cụ được coi là có hiểm họa thấp. Tín phiếu giao đối, nhất là loại giao ước dài hạn hơn, có ẩn chứa trong đó hiểm họa lãi suất (interest rate risk) lẫn hiểm họa khả tín (credit risk) vì vậy những rủi ro này phải được tính vào khoản dự phòng rủi ro ngay từ đầu, lúc điều đình tín phiếu giao đối. Do đó, giá nguyên thủy của tín phiếu giao đối luôn luôn thấp hơn trị giá thị trường của chứng khoán thế chấp (the initial RP price is less than the market value of the underlying securities). Điều này giúp che bớt phần nào hiểm họa thị trường (market risk) cho phía cung cấp vốn (reduces the lender's exposure to market risk). Cách định giá như vừa nói, thuật ngữ chuyên môn gọi là "cắt tóc" (haircut). Cắt tóc là khoản sai biệt giữa trị giá của số vốn cho vay và trị giá tổng cộng của số chứng khoán thế chấp bảo đảm an toàn cho số vốn đó. Thông thường trị giá tổng cộng của số chứng khoán thế chấp được tính theo giá thị trường (securities used as collateral are valued at the current market price) cộng với lợi nhuận định kỳ tích lũy trên phiếu lãi đính kèm theo chứng khoán, tính tới ngày mãn hạn của tín phiếu giao đối (plus accrued interest calculated to the maturity date of agreement when coupon-bearing issues are used), trừ đi khoản dự phòng rủi ro (less a margin of overcollateralization or

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

haircut for term agreement). Trước đây thị trường tín phiếu giao đổi có thông lệ không chú ý đến lợi nhuận định kỳ tích lũy trên phiếu lãi đính kèm theo chứng khoán thế chấp và vì vậy trong công thức định giá cho tín phiếu giao đổi không có yếu tố này. Chứng kiến sự sụp đổ thảm hại của công ty Drydale vào tháng 5 năm 1982 với lý do lợi dụng vào kẽ hở kỹ thuật trong cách tính trên, thị trường tín phiếu giao đổi tìm cách khắc phục khiếm khuyết. Sau đó cách định giá tín phiếu giao đổi có nhập vào tất cả lãi nhuận định kỳ tích lũy trên lãi phiếu đính kèm theo chứng khoán thế chấp (full accrual pricing which accrued interest is included in full in the initial purchase and resale prices) nhanh chóng trở thành là tiêu chuẩn cho thị trường tín phiếu giao đổi. Khoản dự phòng rủi ro phải đủ để che chống mất mát khả dĩ do những biến động giá trên thị trường gây ra trong suốt du kỳ của tín phiếu giao đổi. Khoản dự phòng rủi ro có khuynh hướng cao hơn theo cường độ biến động giá mạnh hơn của chứng khoán liên hệ (haircuts tend to be larger the greater the price volatility of the underlying securities), theo du kỳ dài hơn của chứng khoán liên hệ (tend to increase as the term to maturity of the securities lengthens), và theo mức hiểm họa khả tín cao hơn của chứng khoán liên hệ (tend to increase as the credit risk of the securities increases). Vì hiểm họa lãi suất (interest rate risk) có thể xảy ra cho cả hai phía đối tác của tín phiếu giao đổi cho nên yêu cầu mỗi ngày kiểm định lại trị giá của chứng khoán thế chấp rất là phổ thông. Yêu cầu này thuật ngữ chuyên môn gọi là đánh dấu theo thị trường (mark-to-market) để phản ảnh những thay đổi của giá thị trường (to reflect changes in market prices) và để duy trì trị giá tổng cộng của thế chấp ở một mức đã giao ước trước (to maintain the agreed-upon margin).

Repurchase Agreement Market: Thị Trường Tín Phiếu Giao Đối; Thị Trường Giao Đối Phiếu. Thị trường tín phiếu giao đối là một thị trường lớn nhất và có mức lưu hoạt cao nhất (largest and most liquid financial market) trong số những thị trường tài chính trên thế giới. Không giống như tín phiếu ký thác, có du kỳ ngắn nhất là 7 ngày, và tín phiếu thương mại, hiếm khi có du kỳ dài chỉ một ngày, tín phiếu giao đối rất là uyển chuyển vì những người đầu tư có thể điều đình du kỳ để đáp ứng chính xác nhu cầu của họ. Tín phiếu giao đối cho người đầu tư một mức lãi suất trên mức lãi suất vô hiểm (risk-free interest rate) trong khi vẫn duy trì được khả năng lưu hoạt (liquidity) ở cao độ. Vì vậy, thị trường tín phiếu giao đối thu hút những ngân hàng, những công ty không thuộc ngành tài vụ, những tổ hợp đầu tư, những quỹ hưu bổng, những cơ quan chính quyền để tham dự đối tác với những đại lý mua bán chứng khoán. Tín phiếu giao đối không những thích hợp cho những người đầu tư thận trọng mà còn thích hợp cho những nguồn vốn bị bó buộc. Thí dụ như luật pháp yêu cầu những cơ quan của chính quyền phải đem số thuế họ thu được hoặc tiền bán trái phiếu họ thu được đầu tư và giữ cho đến khi nào cần sử dụng (required to invest tax receipts and the proceeds from note and bond sales until the funds are to be disbursed). Từng kinh nghiệm với những bất thường của tài chính lưu hoạt (the irregular patterns of cash flow) những cơ quan này ưa chuộng công cụ tín phiếu giao đối thế chấp bằng chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành, thay vì mua đứt bán đoạn chứng khoán, bởi vì công cụ tín phiếu giao đối cho phép họ điều đình kỳ hạn thích hợp và điều chỉnh số lượng đầu tư từng ngày để đáp ứng chính xác nhu cầu của họ trong khi vẫn đáp ứng được yêu cầu của luật pháp. Những tổ hợp đầu tư cũng là thành phần tham dự quan trọng của thị trường. Họ thường giới hạn vốn đầu

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

tư của họ vào loại tín phiếu giao đổi có du kỳ từ 7 ngày trở xuống và đối tác với những đại lý mua bán chứng khoán có đăng ký và nằm trong danh sách của Ngân Hàng Trung Ương. Những đại lý mua bán chứng khoán và những trung tâm tiền tệ tài trợ phần lớn số chứng khoán dự trữ của họ, những chứng khoán do chính quyền liên bang phát hành hoặc do cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành, bằng công cụ giao ước mua bán hoặc bán mua đối lượng ngắn hạn (dealers and money centers finance the bulk of their holdings of treasury and agency securities with RP transactions). Những giao ước này thường được dàn xếp trên căn bản qua đêm hoặc tiếp nối liên tục. Khác hơn với những đại lý mua bán chứng khoán (dealers), những trung gian mua bán chứng khoán (brokers) không bỏ tiền ra mua và dự trữ chứng khoán để bán lại kiếm lời. Tuy họ cũng giữ vai trò trung môi (intermediary) như là những đại lý mua bán chứng khoán nhưng hành động với tư cách là một người môi giới mua bán để kiếm tiền thù lao (commission), thường là tính trên số lượng giao hoán, hoặc để kiếm lời (profits) trên chênh lệch giá trong một cuộc giao hoán (spread on completed transaction). Trong thị trường tín phiếu giao đổi, trung gian mua bán chứng khoán giữ vai trò quan trọng trong việc cung cấp những chứng khoán chủ định và thường là khan hiếm trong số lượng (as a source of specific issues in short supply). Đa số trung gian mua bán chứng khoán lưu giữ một danh sách chừng vài trăm thân chủ thường xuyên tham dự vào thị trường tín phiếu giao đổi và cố gắng thỏa mãn nhu cầu của những thân chủ này. Một số trung gian mua bán chứng khoán giới hạn hoạt động của họ vào một nhóm thân chủ đặc thù; thí dụ như thân chủ của họ có thể chỉ toàn là những đại lý mua bán chứng khoán hoặc toàn là những nhà đầu tư. Một thành phần tham dự quan trọng của thị

trường tín phiếu giao đối không thể không nói đến là Ngân Hàng Trung Ương. Ngoài chuyện sử dụng thị trường tín phiếu giao đối để đầu tư và cho mượn vốn, Ngân Hàng Trung Ương còn sử dụng thị trường này để bơm hoặc xả dự trữ ra khỏi hệ thống ngân hàng nhằm mục đích điều hướng và điều lượng tiền tệ theo chính sách tiền tệ của quốc gia.

Retention Rate: Mức Giữ Lại Lợi Thu Doanh Thương. Mức giữ lại lợi thu doanh thương để tái đầu tư vào công ty được đo bằng chỉ số tỉ lệ giữ lại lợi thu doanh thương và chỉ số này được trình bày bằng số phần trăm của lợi thu doanh thương.

Revenue Bonds: Trái Phiếu R; Trái Phiếu Dài Hạn Bảo Đảm Bằng Túc Thu Phát Triển Cộng Đồng. Trái phiếu R được phát hành để mượn nợ dài hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm trong tương lai bằng nguồn tài chính đến từ lợi tức nhập thu của một công trình phát triển cộng đồng của tiểu bang hoặc địa phương, thí dụ như là phí sử dụng đường cao tốc (toll fees) hoặc phí cung cấp nước sạch (water service charges). Trái phiếu R vì vậy được định danh là trái phiếu dài hạn bảo đảm bằng túc thu phát triển cộng đồng. Thông thường thì trái phiếu loại này cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn là mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu GO vì trái phiếu bảo đảm bằng túc thu không an toàn như là trái phiếu bảo đảm bằng thuế thu. Xem Municipal Bonds & Notes.

Revenue Anticipation Notes (RAN): Trái Phiếu RAN; Trái Phiếu Ngắn Hạn Bảo Đảm Bằng Túc Thu Dự Trù. Trái phiếu RAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trù đến từ lợi tức

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nhập thu (revenues), và vì vậy, trái phiếu RAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng tức thu dự trữ. Xem Municipal Bonds & Notes.

Reverse Repo (Reverse Repurchase Agreement; Reverse RP; Matched Sales-Purchase Agreement; MSP): Tín Phiếu Giao Đối; Giao Đối Phiếu; Tín Phiếu Giao Ước Mua Bán Đối Lượng Ngắn Hạn. Xem Repurchase Agreement.

Reverse Repurchase Agreement (Reverse Repo; Reverse RP; Matched Sales-Purchase Agreement; MSP): Tín Phiếu Giao Đối; Tín Phiếu Giao Ước Mua Bán Đối Lượng Ngắn Hạn. Xem Repurchase Agreement.

Reverse Split: Nhập Cổ Phần. Ngược lại với việc phân cổ phần là nhập cổ phần. Lý do chính để nhập cổ phần là vì công ty muốn chỉnh lại giá của cổ phiếu cho cao hơn để đáp ứng nhu cầu của giới đầu tư. Cổ phiếu có giá thị trường ở mức quá thấp có khuynh hướng thu hút những tay chơi may rủi (speculators) hơn là thu hút những người đầu tư chân chính (investors). Nếu như một số lượng lớn cổ phần của một công ty nằm trong tầm ảnh hưởng của những tay chơi may rủi, giá của cổ phiếu đó sẽ trở nên bất ổn định hơn nhiều và hậu quả là giới đầu tư có thể sẽ tránh xa cổ phiếu đó.

Revolver Agreement: Kế Ước Liên Hoàn. Xem Back Up Liquidity.

Secondary Market: Thị Trường Cấp 2. Xem Stock Market, Bond Market, CDs Market.

Risk: Hiểm Họa.

Risk-Free: Vô Hiểm.

Risk-Free Interest: Lãi Suất Vô Hiểm. Lãi suất của trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang Hoa Kỳ phát hành.

Securities: Chứng Khoán. Một chứng khoán (a security) là một công cụ đầu tư (an investment instrument) đồng thời là bằng chứng cụ thể của hùn hạp (equity) hoặc bằng chứng cụ thể của vay mượn (debt) do một công ty (a corporation) hoặc một chính quyền (a government) hoặc một tổ chức (an organization) phát hành, ngoại trừ hợp đồng bảo hiểm và hợp đồng chi trả cố định và liên tục lợi tức thường niên (other than insurance policy and fixed annuity) do những công ty bảo hiểm cung cấp. Với định nghĩa này chứng khoán bao gồm các loại cổ phiếu (common stock, preferred stock, treasury stock), các loại trái phiếu (note, bond, debenture, treasury bill), các loại tín phiếu (certificate of agreement, certificate of deposit, certificate of participation, certificate of subscription, trust certificate, commercial paper, banker acceptance, L/C) và các loại hàm phiếu (option, future, warrant).

Securities Brokers: Những Trung Gian Mua Bán Chứng Khoán. Xem Securities Dealers.

Securities Dealers: Những Đại Lý Mua Bán Chứng Khoán. Chứng khoán du hành trên thị trường phần lớn là nhờ vào hoạt động của những đại lý mua bán chứng khoán (securities dealers) và những trung gian mua bán chứng khoán (securities brokers). Đại lý mua bán chứng khoán phải tự bỏ tiền ra mua chứng khoán để bán lại kiếm lời. Khách hàng của họ thường là những người đầu tư với danh nghĩa cá nhân (private investors) hoặc với danh

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

nghĩa của tổ chức (institutional investors), còn gọi là người đầu tư với danh nghĩa của tổ chức hoặc người đầu tư thuộc vào tổ chức. Khác với đại lý mua bán chứng khoán, những trung gian mua bán chứng khoán chỉ đứng ra làm môi giới mua bán để kiếm tiền phí môi giới chứ không bỏ tiền ra mua chứng khoán dự trữ để bán lại kiếm lời. Khách hàng của những trung gian mua bán chứng khoán đa số là những người đầu tư với danh nghĩa cá nhân hoặc với danh nghĩa của tổ chức. Và trong số khách hàng của họ cũng có cả những đại lý mua bán chứng khoán.

Securities Clearance: Giao Hoán Chứng Khoán. Xem Transaction Mechanism.

Securities Clearance Fee: Phí Giao Hoán Chứng Khoán. Xem Fee.

Service Companies: Những Công Ty Cung Cấp Dịch Vụ.

Sharks Repellent Clause: Điều Khoản Chống Cá Mập. Một số công ty có ghi trong văn kiện thành lập công ty điều khoản cho phát hành cổ phiếu mới với quyền bầu cử cao hơn quyền bầu cử của cổ phiếu cũ (weighted voting right). Mục đích chính của điều khoản này, còn gọi là điều khoản chống cá mập, là để ngăn ngừa tình trạng bị khống chế hoặc bị giạt mất công ty một cách hợp pháp bởi những tay mua đoạt công ty nhà nghề (corporate raiders).

Short Position: Đoàn Vị.

Short-Term Credit Market Instruments: Những Công Cụ Của Thị Trường Tín Dụng Ngắn Hạn. Những công cụ thông dụng của thị trường tín dụng ngắn hạn bao gồm

tín phiếu ký thác (CDs), tín phiếu giao đổi (RPs, MSPs), tín phiếu thương mại (CPs) và tín phiếu ngân hàng bảo nhận (BAs), tín dụng thư (L/C), trái phiếu ngắn hạn do chính quyền liên bang phát hành (treasury bills), trái phiếu ngắn hạn do chính quyền địa phương phát hành (short-term municipal bonds), trái phiếu ngắn hạn do những cơ quan được chính quyền liên bang bảo trợ phát hành (GSEs short-term notes).

Short-Term Liquidity: Khả Năng Lưu Hoạt Ngắn Hạn.

Special Entities; Special Purpose Entities: Những Công Ty Đặc Biệt; Những Công Ty Cho Mục Đích Đặc Biệt. Xem Asset-Backed Commercial Paper.

Standby Letter of Credit: Tín Dụng Thư Dự Phòng. Xem Credit Enhancement.

Standard Line of Credit: Dự Khoản Tín Dụng Tiêu Chuẩn. Xem Back Up Liquidity.

Stated Value: Mệnh Giá; Giá Trị Phiếm Bản. Xem Face Value.

Statutory Voting: Bầu Cử Theo Qui Chế Không Dồn Phiếu. Xem Voting.

Stock Dividends: Lợi Nhuận Vô Kỳ. Lợi nhuận vô kỳ của cổ phiếu thường đăng. Xem Common Stock Dividends. Lợi Nhuận Thường Kỳ. Lợi nhuận thường kỳ của cổ phiếu ưu đăng. Xem Preferred Stock Dividends.

Stock Exchanges: Những Thị Trường Mua Bán Cổ Phiếu. Sau khi được những ngân hàng kinh tài phân phối, cổ

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phiếu mới bây giờ trở thành cổ phiếu cũ và được mua đi bán lại (secondary transactions) trên những thị trường mua bán cấp 1 (registered stock exchanges; organized stock exchanges) hoặc những thị trường mua bán cấp 2 (self-regulated exchanges). Thị trường mua bán cấp 1 là những thị trường có đăng ký và có tổ chức rất chặt chẽ. Trong số những thị trường mua bán cấp 1 của Hoa Kỳ có New York Stock Exchange (NYSE) và American Stock Exchange (AMEX). Một vài vùng của Hoa Kỳ cũng có những thị trường mua bán cấp 1 nhưng tầm vóc nhỏ hơn (regional exchanges), thí dụ như Pacific Stock Exchange (PSE), Philadelphia Stock Exchange (PHLX), Boston Stock Exchange, Midwest Stock Exchange, và Cincinnati Stock Exchange (CSE). Hải ngoại có những thị trường mua bán cấp 1 nổi tiếng như là Tokyo Stock Exchange, Hongkong Stock Exchange, Toronto Stock Exchange . . . Thị trường mua bán cấp 2 (over-the-counter, OTC) là thị trường tự quản tự kiểm (self-regulated), một tập hợp với sự tham dự của hàng ngàn đại lý mua bán chứng khoán (dealers) liên kết để làm thị trường qua một tổ chức được gọi là Nghiệp Đoàn Đại Lý Mua Bán Chứng Khoán (National Association of Securities Dealers, Inc., NASD). Thay vì gặp mặt nhau tại nơi mua bán để đấu giá theo truyền thống lâu đời của thị trường mua bán cấp 1, giá của cổ phiếu được mặc cả và mua bán được thành lập qua một hệ thống mạng vi tính (screen-based market). NASD Automated Quote (NASDAQ), Over-the-Counter Bulletin Board (OTCBB) và PORTAL Market (PORTAL) thuộc vào loại thị trường mua bán cấp 2 này. Có hơn 50,000 công ty trên OTCBB và hơn 5,000 công ty trên NASDAQ.

Stock Market: Thị Trường Cổ Phiếu. Thị trường cổ phiếu được chia ra làm thị trường cấp 1 (primary market) và thị

trường cấp 2 (secondary market). Thị trường cấp 1 là thị trường của cổ phiếu mới trong khi thị trường cấp 2 là thị trường của cổ phiếu cũ. Cổ phiếu mới là cổ phiếu được bán ra lần đầu tiên (primary offerings) trên thị trường và số tài chính thu hút được sẽ chạy vào công ty phát hành cổ phiếu. Cổ phiếu mới thường do những ngân hàng đầu tư (investment banks) đứng ra đảm nhiệm phân phối qua kinh công hệ (public placement) hoặc phân phối qua kinh tư hệ (private placement). Cổ phiếu cũ là cổ phiếu được mua đi bán lại giữa những người đầu tư và số lượng tài chính chỉ chuyển hoán giữa những người đầu tư chứ không vào tay công ty phát hành. Như vậy, thị trường cấp 1 mới thực sự là “ống dẫn tiền” vào tay những công ty doanh thương để tài trợ cho công cuộc phát triển kinh doanh. Thuật ngữ thị trường cổ phiếu khác với thuật ngữ thị trường mua bán cổ phiếu. Thị trường cổ phiếu có ý nói về cung ứng và nhu cầu của cổ phiếu. Trong khi thị trường mua bán cổ phiếu chỉ về nơi mua bán cổ phiếu.

Stock Repurchase: Thu Mua Cổ Phiếu Của Công Ty Nhà. Những công ty có tiền mặt thặng dư trong tay (excess cash) nhưng chưa có thêm cơ hội tốt để đầu tư phát triển công ty của họ đôi khi dùng số tiền mặt thặng dư này để thu mua lại cổ phiếu của công ty nhà. Quyết định thu mua lại cổ phiếu của công ty nhà thường được dựa trên hai lý do. Thứ nhất, vì công ty tin rằng giá thị trường của cổ phiếu của công ty nhà thấp hơn giá trị tương xứng của nó khá xa. Trong trường hợp này, mua lại cổ phần là hình thức đầu tư vào chính công ty của mình. Thứ hai, có thể là vì công ty muốn nâng giá thị trường cho cổ phiếu của công ty nhà. Thu mua một số lượng lớn cổ phần của công ty sẽ tạo ảnh hưởng tích cực đến tâm lý của thị trường và đến cánh cân cung cầu với hy vọng là làm cho giá thị trường của cổ phiếu của công ty nhà gia

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

tăng, hoặc làm cho giá đứng lại trong trường hợp nó đang tuột dốc. Sau khi thu mua, số cổ phần của công ty nhà có thể (1) được đem hủy bỏ (to be retired) hoặc (2) đem bán ra cho công chúng trong tương lai (to be resold to the public). Chúng được gọi là cổ phiếu thu hồi (treasury stocks).

Stock Split : Phân Cổ Phần. Phân cổ phần cũng tương tự như phân phối LNVK bằng cổ phiếu. Cả hai đều tạo thêm một số cổ phần mới và làm gia tăng tổng số lượng cổ phần hiện hành. Tuy nhiên, theo luật lệ của thị trường mua bán chứng khoán và theo qui ước của Hội Đồng Thiết Lập Tiêu Chuẩn Kế Toán Tài Chính (FASB), nếu số cổ phần mới vào khoảng 20% tổng số cổ phần cũ hay cao hơn công ty phải áp dụng thể thức phân cổ phần (stock split) thay vì phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu (stock dividend). Cách kế toán cho phân cổ phần cũng có phần khác biệt so với cách kế toán cho phân phối lợi nhuận vô kỳ bằng cổ phiếu. Sau khi phân cổ phần, tổng số cổ phần sẽ gia tăng và giá thị trường của cổ phiếu sẽ giảm xuống ở mức tương đương với tỉ lệ phân cổ phần trong khi giá trị chủ bản và giá trị toàn bộ đầu tư sẽ không thay đổi. Thông thường lý do cho quyết định phân cổ phần là vì công ty phát hành cổ phiếu muốn điều chỉnh giá thị trường của cổ phiếu đó xuống thấp hơn để đáp ứng thị hiếu của giới đầu tư (to meet popular trading range). Giữa hai cổ phiếu, giới đầu tư sẽ có khuynh hướng chọn mua 1,000 cổ phần của cổ phiếu giá 10 USD hơn là mua 100 cổ phần của cổ phiếu giá 100 USD dầu là giá thành của cả hai đều là 10,000 USD. Lý do thứ hai cho việc phân cổ phần là để làm gia tăng khả năng lưu hoạt (liquidity) của cổ phiếu. Số lượng cổ phần càng nhiều thì cổ phiếu càng có hy vọng đạt mức lưu hoạt cao hơn (improving liquidity).

STRIPS (Seperate Trading of Registered Interest and Principle Securities): Trái Phiếu Không Kèm Phiếu Lãi Của Chính Quyền; Trái Phiếu Không Kèm Phiếu Lãi Do Chính Quyền Phát Hành. Xem Zero-Coupon Bonds, Municipal Bonds & Notes, Treasury Zeros.

Swing Line of Credit: Dự Khoản Tín Dụng Từng Ngày. Xem Back Up Liquidity.

Syndicate of Dealers: Tổ Trung Gian Đảm Nhiệm Phân Phối Chứng Khoán Mới. Xem Under Writer.

Taxable Equivalent Yield: Mức Lợi Nhuận Tương Đương Không Miễn Thuế. Một chọn lựa đầu tư liên quan đến yếu tố được miễn thuế hay không được miễn thuế trên một chứng khoán tùy thuộc phần lớn vào mức thuế liên bang thấp nhất của người đầu tư (investor's marginal federal tax rate) và tùy thuộc vào lợi nhuận được miễn thuế (tax-exempt interest) so với lợi nhuận không được miễn thuế (taxable interest) của chứng khoán đó. Mức lợi nhuận của chứng khoán được miễn thuế (yield on tax-exempt securities) thường được trình bày theo mức lợi nhuận tương đương với lợi nhuận không được miễn thuế, thuật ngữ chuyên môn gọi là mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế (taxable equivalent yield), hay là: $LNTĐ\%_{KMT} = LN\%_{MT} / (1 - Th_{LB})$; với $LN\%_{MT}$ = Mức lợi nhuận được miễn thuế; $LNTĐ\%_{KMT}$ = Mức lợi nhuận tương đương không miễn thuế; Th_{LB} = Mức thuế liên bang thấp nhất của người đầu tư.

Tax Anticipation Notes (TAN): Trái Phiếu TAN; Trái Phiếu Ngắn Hạn Bảo Đảm Bằng Thuế Thu Dự Trù. Trái phiếu TAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

lai bằng nguồn tài chính dự trữ đến từ thuế thu. Vì vậy, trái phiếu TAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng thuế thu dự trữ. Xem *Municipal Bonds & Notes*.

Tax And Revenue Anticipation Notes (TRAN): Trái Phiếu TRAN; Trái Phiếu Ngắn Hạn Bảo Đảm Bằng Túc Thu Và Thuế Thu Dự Trù. Trái phiếu TRAN được phát hành để mượn nợ ngắn hạn và số nợ đó sẽ được hoàn trả vào một thời điểm không xa trong tương lai bằng nguồn tài chính dự trữ đến từ thuế thu lẫn túc thu (taxes and revenues). Và vì vậy, trái phiếu TRAN được định danh là trái phiếu ngắn hạn bảo đảm bằng túc thu và thuế thu dự trữ.

Tax-Free Munis: Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương Được Miễn Thuế Liên Bang; Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương Được Miễn Một Thứ Thuế. Xem *Municipal Bonds & Notes*, Double Tax-Free Munis, Triple Tax-Free Munis.

Thrift CDs: Tín Phiếu Ký Thác Của Ngân Hàng Tiết Kiệm. Tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm là những tín phiếu ký thác do những ngân hàng tiết kiệm (savings banks) hoặc do những hiệp hội tiết kiệm và cho vay (savings and loans associations) phát hành. Chỉ có hiệp hội tiết kiệm và cho vay lớn nhất mới có thể phát hành và bán ra thị trường quốc gia những tín phiếu ký thác có mệnh giá cao. Vào đầu năm 1990, tổng số lượng tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng của ngân hàng tiết kiệm có du kỳ 3 tháng hoặc ngắn hơn đang lưu hành trên thị trường (outstanding negotiable thrift CDs with original maturities of 3 months or less) lên đến 11 tỉ USD. Nhưng tới tháng 9 năm 1992, tổng số lượng chỉ còn lại

3.4 tỉ USD. Lý do cho sự suy thoái của thị trường tín phiếu loại này là vì những thất bại liên tục và tai tiếng không tốt trong thị trường tiết kiệm và cho vay làm giới đầu e ngại và xa lánh. Xem Certificate of Deposit, Domestic CDs

TIGRs (Treasury Investment Growth Receipts): Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Của Chính Quyền Liên Bang; Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Do Chính Quyền Liên Bang Phát Hành. Xem Treasury Zeros.

Time Deposit: Ký Thác Hạn Kỳ. Xem Certificate of Deposit.

TIPS (Treasury Inflation Protection Securities): Trái Phiếu Điều chỉnh Lạm Phát. Xem Inflation Indexed Bonds.

Transaction: Giao Hoán; Một Giao Hoán Tài Chính.

Transaction Confirmation: Xác Nhận Giao Hoán.

Transaction Process: Quy Trình Giao Hoán. Xem Transaction Mechanism.

Transaction Mechanism: Cơ Trình Giao Hoán. (1) Một cuộc giao hoán tiêu biểu của thị trường tín phiếu ký thác nội địa thường diễn ra giữa một ngân hàng trung tâm tiền tệ cỡ lớn (a large money center bank) tại thành phố New York và một khách đầu tư có tầm vóc (a large investor) cũng có trụ sở đầu não tại thành phố New York. Sau khi đồng ý với nhau về mức lợi nhuận định kỳ, du kỳ ký thác và số tiền ký thác, ngân hàng trung tâm tiền tệ cho phát hành một tín phiếu ký thác và cho tải giao tín phiếu đó (delivers the certificate) đến một ngân hàng

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

bảo hộ của khách đầu tư (investor's custodian bank). Tam gọi số tiền ký thác là "Z USD". Sau khi xác nhận tín phiếu ký thác đó (verified the certificate) ngân hàng bảo hộ tiến hành thủ tục chi trả bằng cách điều chỉnh trừ "Z USD" khỏi trương mục của khách đầu tư (debits the investor's account) và, qua mạng vi tính chuyển giao của Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve's Wire Transfer Network; Fedwire), chuyển "Z USD" từ trương mục dự trữ của mình tại Ngân Hàng Trung Ương vào trương mục dự trữ của ngân hàng phát hành (transfers federal funds from its reserve account to the issuing bank's reserve account) để chi trả cho ngân hàng phát hành. Tới ngày mãn hạn, sau khi nhận lại tín phiếu ký thác, cũng qua mạng vi tính chuyển giao của Ngân Hàng Trung Ương, ngân hàng phát hành chuyển "Z USD + lãi phí" từ trương mục dự trữ của mình ở Ngân Hàng Trung Ương vào trương mục dự trữ của ngân hàng bảo hộ để chi trả. Sau đó ngân hàng bảo hộ điều chỉnh cộng trương mục của khách đầu tư (credits the investor's account) số tiền "Z USD + lãi phí." Những ngân hàng lớn nằm ngoài thành phố New York và tích cực trong thị trường tín phiếu ký thác phát thường hành và thu hồi qua trung gian của một ngân hàng trung tâm tiền tệ tại thành phố New York (issue and redeem through a correspondent bank in New York City). Thị trường mua bán tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs) và tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDS) cũng có cùng một qui trình như trên. Qui trình giao hoán của thị trường tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs) có phần khác biệt. Thủ tục phát hành và thu hồi tín phiếu ký thác (the certificates) thì được tiến hành tại London còn thủ tục chi trả thì được tiến hành tại thành phố New York. Sau khi đồng ý với nhau ngân hàng phát hành tại London, hoặc qua một trung gian của nó, cho phát hành và tải giao tín phiếu

ký thác đó đến ngân hàng bảo chứng của khách đầu tư và ngân hàng bảo chứng này, hoặc trung gian của nó, cũng nằm tại London. Theo đó thủ tục chi trả được tiến hành tại New York. Tiền từ trương mục của khách đầu tư trong một ngân hàng tại New York hoặc qua một trung gian của nó tại New York (investor's New York bank or its New York correspondent) được chuyển đến ngân hàng phát hành tại New York hoặc qua một trung gian của nó tại New York (the issuing bank's New York office or its New York correspondent) để chi trả cho ngân hàng phát hành tín phiếu ký thác, thường là qua hệ thống CHIPS (Clearing House Interbank Payment System). Thủ tục chi trả được hoàn tất trong vòng hai ngày làm việc (two business days) sau khi hai bên đã thỏa thuận cuộc giao hoán. Thủ tục giao hoán trong thị trường cấp 2 cũng tương tự như thủ tục giao hoán trong thị trường cấp 1. Thủ tục giao hoán được hoàn tất cùng ngày (cash settlement) nếu mua bán được thành lập vào buổi sáng của ngày đó hoặc hoàn tất vào ngày kế (regular settlement) nếu mua bán được thành lập vào buổi chiều hôm trước. Trong thị trường cấp 2 của tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs), thủ tục giao hoán được hoàn tất trong vòng hai ngày (skip-day settlement) sau khi mua bán được thành lập. Mua bán giữa những đại lý với nhau, thủ tục giao hoán được hoàn tất trong ngày kế không cần biết mua bán được thành lập vào buổi sáng hay buổi chiều. Sau khi mua bán được thành lập, tín phiếu ký thác được tải giao đến tay người tham dự hoặc đến ngân hàng bảo hộ của họ (to be physically transported). Với những loại tín phiếu ký thác nội địa (domestic CDs), tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại (Yankee CDs) và tín phiếu ký thác của ngân hàng tiết kiệm (thrift CDS), thủ tục chi trả được tiến hành qua những ngân hàng giao hoán của đại lý mua bán chứng khoán (dealers' clearing banks) và chi

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trả cho nhau bằng dự trữ (fed funds) tại Ngân Hàng Trung Ương trong khi thị trường tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs) chi trả cho nhau bằng quỹ của trung tâm giao hoán (clearinghouse's funds). (2) Sau khi mua bán tín phiếu được thành lập, theo thủ tục tiêu biểu, chứng khoán và tài khoản chi trả được chuyển qua mạng vi tính chuyển giao của Ngân Hàng Trung Ương (Fedwire). Tới ngày mãn hạn, chứng khoán và ngân khoản chi trả được chuyển ngược lại, cũng qua hệ thống này. Tuy nhiên chỉ có những ngân hàng ký thác (depository institutions) và một số cơ quan đặc biệt, trong đó có những ngân hàng trung ương của ngoại quốc (foreign central banks) và những cơ quan được liên bang bảo trợ có liên quan tới ngân sách thu chi (sponsored agencies that are statutory fiscal principals), là được phép trực tiếp truy cập vào hệ thống chuyển giao chứng khoán và tài khoản chi trả của Ngân Hàng Trung Ương (Federal Reserve's securities and payment transfer system). Tiếp theo đó Ngân Hàng Trung Ương điều chỉnh trừ hoặc điều chỉnh cộng trương mục chứng khoán và giao hoán của những ngân hàng ký thác (Reserve Bank credits and debits to the securities and clearing accounts of depository institutions) để hoàn tất thủ tục giao hoán. Những ngân hàng ký thác giữ vai trò đại diện giao hoán cho thân chủ của họ (acting as clearing agents for their customers). Những ngân hàng ký thác này cũng thường đứng ra đại diện cho thân chủ trong những trường hợp phải thực sự tải giao chứng khoán thể chấp (transfer of physical securities).

Treasury Stock: Cổ Phiếu Thu Hồi. Xem Stock Repurchase.

Treasury Zeros: Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Của Chính

Quyền Liên Bang; Trái Phiếu Không Phiếu Lãi Do Chính Quyền Liên Bang Phát Hành. Trái phiếu không phiếu lãi do chính quyền liên bang phát hành (treasury zeros) còn có tên là STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities), hay TIGRs (Treasury Investment Growth Receipts) do công ty Merrill Lynch đặt cho hoặc CATS (Certificate of Accrual on Treasury Securities) do công ty Salmon Brothers đặt cho.

Tri-Party Repo: Tín Phiếu Giao Đối Dàn Xếp Giao Hoán 3 Bên. Để bảo vệ cho phía cung cấp vốn một cách tốt nhất, trong điều kiện không thực sự tải giao chứng khoán thế chấp, hai phía đối tác nên dàn xếp một thủ tục giữ thế chấp cho an toàn (safekeeping) với sự tham dự của một ngân hàng giao hoán hoặc một ngân hàng giám hộ đại diện cho chính quyền lợi của phía cung cấp vốn hoặc cho quyền lợi của cả hai phía. Phổ thông nhất là dưới dạng tín phiếu giao đối dàn xếp dưới dạng giao hoán ba bên (tri-party repo). Dưới dạng này phía giám hộ sẽ tham dự trực tiếp vào cuộc giao hoán cùng với hai phía đối tác mua bán. Thông thường thì một ngân hàng giao hoán sẽ đứng ra đảm trách vai trò giám hộ. Ngân hàng giao hoán kiêm giám hộ sẽ đích thân trông coi để bảo đảm là tài khoản và chứng khoán thế chấp được giao hoán đúng theo chi tiết của giao ước và những phương tiện kiểm tra vận hành (operational control devices) được áp dụng đúng mức để bảo vệ quyền lợi của phía đầu tư trong suốt du kỳ của tín phiếu giao đối. Ngân hàng giao hoán kiêm giám hộ sẽ tiến hành ghi nhận giao hoán vào sổ kế toán của nó (making an entry in its internal records) và chuyển số chứng khoán thế chấp từ trương mục tổng quát của đại lý mua bán chứng khoán (dealer's general account; box), phía vay vốn, vào một trương mục riêng (a segregate account). Tới lúc mãn hạn, ngân hàng giao hoán

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

kiêm giám hộ sẽ chuyển chứng khoán thế chấp trở về lại trường mục tổng quát của đại lý mua bán chứng khoán. Lãi suất cho tín phiếu giao đổi dàn xếp dưới dạng giao hoán ba bên thường thấp hơn là tín phiếu giao đổi dàn xếp dưới dạng không phân riêng không thực sự tải giao thế chấp (non-segregated RPs without collateral delivery).

Triple Tax-Free Munis: Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương Được Miễn Thuế Liên Bang, Thuế Tiểu Bang Và Thuế Địa Phương; Trái Phiếu Của Chính Quyền Tiểu Bang Và Địa Phương Được Miễn Ba Thứ Thuế. Xem Municipal Bonds & Notes, Double Tax-Free Munis, Triple Tax-Free Munis.

Trust Fund: Quỹ Tín Nhiệm; Quỹ Ủy Thác.

Underwriter: Trung Gian Đảm Nhiệm Phân Phối Chứng Khoán Mới. Một chứng khoán mới phát hành, với một số lượng không nhỏ, thường được một đại lý đứng ra làm một trung gian đảm nhiệm phân phối. Vai trò này, theo thuật ngữ chuyên môn, được gọi là một trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới. Nếu là một số lượng thật lớn vượt ngoài khả năng của một đại lý, một tập hợp của nhiều đại lý sẽ liên kết tạm thời để đứng ra đảm nhiệm phân phối. Tập hợp này, cũng theo thuật ngữ chuyên môn, được gọi là một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới (a syndicate of dealers; underwriting group; purchase group; banking syndicate; investment banking syndicate; distributing syndicate). Trong một tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới có một đại lý đầu não (lead dealer) chịu lãnh thầu một phần lớn của số lượng chứng khoán mới (a large portion of securities) và chịu trách nhiệm quản lý

vận trình phân phối của toàn tổ. Những tổ trung gian đảm nhiệm phân phối chứng khoán mới được sử dụng để mở rộng tầm với tới những người đầu tư và để chia trả (spread) hiểm họa đảm nhiệm phân phối (underwriting risk) giữa nhiều đại lý. Hiểm họa đáng kể nhất là lãi suất hiện hành có thể gia tăng ngoài tiên liệu trước khi trái phiếu mới được bán hết ra thị trường ở một giá có lời.

Under witing Risk: Hiểm Họa Đảm Nhiệm Phân Phối Chứng Khoán Mới. Hiểm họa đáng kể nhất là lãi suất hiện hành có thể gia tăng ngoài tiên liệu trước khi trái phiếu mới được bán hết ra thị trường ở một giá có lời. Xem Underwriter.

Underlying Security: Chứng Khoán Cho Ký Sinh; Chứng Khoán Liên Hệ; Chứng Khoán Cơ Sở; Chứng Khoán Được Chỉ Định. Xem Option Contracts, Options.

Usage Fee: Phí Sử Dụng. Xem Fee.

U.S. Goverment Bonds. Trái Phiếu Do Chính Quyền Liên Bang Phát Hành; Trái Phiếu Của Chính Quyền Liên Bang; Công Trái Phiếu. Tất cả trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành được gọi chung là trái phiếu của chính quyền liên bang. Những trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành, qua Công Khố Trung Ương, còn được gọi là công trái phiếu. Trái phiếu của chính quyền liên bang được phân ra và định danh theo chiều dài thời gian du kỳ. Trái phiếu ngắn hạn (treasury bills; T-bills) có du kỳ dài dưới 1 năm. Trái phiếu trung hạn (treasury notes; T-notes) có du kỳ dài từ 2 năm cho đến 10 năm. Trái phiếu dài hạn (treasury bonds; T-bonds) có du kỳ dài trên 10 năm cho đến 30 năm. Trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang được phát hành với 3 du kỳ: 91,

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

182 và 364 ngày. Trái phiếu có du kỳ 91 ngày và trái phiếu có du kỳ 182 ngày được Công Khố Trung Ương bán đấu giá vào ngày Thứ Hai mỗi tuần. Trái phiếu có du kỳ 364 ngày được bán đấu giá vào ngày Thứ Năm mỗi 4 tuần một lần, hay là 13 lần trong một năm. Trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang không định trước mức lợi nhuận định kỳ. Thay vào đó lợi nhuận định kỳ sẽ do thị trường quyết định vào lúc cho đấu giá, tức là tùy thuộc vào những người đấu giá cho mức lợi nhuận cao nhất (depending on what highest bidders are willing to pay). Trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang cũng không chi trả lợi nhuận theo định kỳ như những trái phiếu khác. Thay vào đó, tính trên mức lợi nhuận định kỳ do thị trường quyết định, trái phiếu ngắn hạn của chính quyền liên bang được bán ra với một giá dưới mệnh giá rất xa (deep discount) và là loại trái phiếu duy nhất của chính quyền liên bang bán ra dưới dạng này. Trái phiếu trung hạn của chính quyền liên bang (treasury notes) được phát hành với 4 du kỳ: 2, 3, 5 và 10 năm. Trái phiếu có du kỳ 2 và 5 năm được bán đấu giá mỗi tháng. Trái phiếu có du kỳ 3 năm được bán đấu giá mỗi tam cá nguyệt. Trái phiếu có du kỳ 10 năm được bán đấu giá 6 lần trong một năm. Tất cả trái phiếu trung hạn của chính quyền liên bang luôn luôn chi trả lợi nhuận định kỳ mỗi 6 tháng. Trái phiếu dài hạn của chính quyền liên bang thường là có du kỳ 30 năm và trả lợi nhuận định kỳ mỗi sáu tháng một lần. Trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành có 4 đặc tính nổi bật. Đó là (1) không sợ bị giạt nợ (free of default risk), (2) có mức lưu hoạt rất cao (high liquidity), (3) có lợi về mặt thuế (favorable tax status) và (4) có mệnh giá thấp (low minimum denomination). Cũng vì những đặc tính này cho nên trái phiếu của chính quyền liên bang cho mức lợi nhuận định kỳ thấp hơn là của những loại trái phiếu khác.

U.S. Saving Bonds: Trái Phiếu Tiết Kiệm; Trái Phiếu Tiết Kiệm Do Chính Quyền Liên Bang Phát Hành. Chính quyền liên bang phát hành một loại trái phiếu khác rất quen thuộc đối với đa số quần chúng đó là trái phiếu tiết kiệm. Trái phiếu tiết kiệm do chính quyền liên bang phát hành là loại trái phiếu có đăng ký chủ quyền, bất khả thu hồi và bất khả chuyển nhượng (a registered, non-callable, non-transferable bond) được bảo đảm bằng uy tín của chính quyền Hoa Kỳ (backed by full faith and credit of the U.S. Government). Trái phiếu tiết kiệm thường được biết đến bằng mẫu tự E, EE và HH (series E, series EE, series HH). Loạt trái phiếu tiết kiệm mang mẫu tự E có từ năm 1941 cho tới năm 1979. Hai loạt trái phiếu mang mẫu tự EE và HH có từ năm 1980 cho tới nay. Trái phiếu tiết kiệm được phát hành với mệnh giá 50 USD, 75 USD, 100 USD, 200 USD, 500 USD, 1,000 USD, 5,000 USD, 10,000 USD và giá bán ra luôn luôn bằng $\frac{1}{2}$ mệnh giá. Trái chủ có thể đem trái phiếu tiết kiệm đổi lấy tiền mặt (cash in) bất cứ lúc nào, tại bất cứ ngân hàng nào, và sẽ không bị trừ phạt (penalty) nếu đã mua nó trên 6 tháng. Vốn và lợi nhuận định kỳ của trái phiếu tiết kiệm được bảo đảm bằng uy tín của chính quyền liên bang (by the full faith and credit of the United States). Lợi nhuận của trái phiếu được miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương đồng thời được khất lại thuế liên bang (postponed; deferred) cho đến khi đổi trái phiếu để lấy tiền mặt hoặc cho đến khi trái phiếu không còn tiếp tục cho lợi nhuận định kỳ nữa. Không giống như những loại trái phiếu khác, đến ngày mãn hạn du kỳ trái phiếu tiết kiệm tự động được gia hạn thêm 10 năm (automatically extended for ten years) và có thể được gia hạn thêm một thời gian nữa tiếp theo đó. Và vì vậy, lợi nhuận định kỳ của trái phiếu tiết kiệm tiếp tục tích lũy theo du kỳ gia hạn (interest continues to accrue on the bonds during

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

these extensions).

Value Dillution: Loãng Giá. Loãng giá là một khái niệm kế toán nói về khoản sai biệt “X” giữa giá mua cổ phiếu của công ty với giá trị chủ bản của công ty ngay sau khi hoàn tất giao hoán. Nếu như người đầu tư chi trả với một giá cao hơn giá trị chủ bản cho những cổ phần của mình, thuật ngữ chuyên môn nói là “người đầu tư bị tình trạng loãng giá X USD một cổ phần” (investor suffers X USD per share value dillution). Giả dụ như công ty XYZ có giá trị chủ bản tổng cộng là 100 ngàn USD với 50 ngàn cổ phần đang du hành (outstanding shares). Bà Q mua 10 ngàn cổ phần của công ty XYZ với giá 10 USD một cổ phần hay là 100 ngàn USD đầu tư. Ngay sau khi giao hoán, tổng giá trị chủ bản của công ty tăng lên đến 200 ngàn USD, hay là 100 ngàn USD lúc đầu + 100 ngàn USD đầu tư của bà Q, và tổng lượng cổ phần hiện hành lên đến 60 ngàn, hay là 50 ngàn cổ phần lúc đầu + 10 ngàn cổ phần của bà Q. Theo đó giá trị chủ bản một cổ phần sau khi giao hoán là 3.33 USD, hay là 200 ngàn USD chia cho 60 ngàn cổ phần. Như vậy bà Q bị tình trạng loãng giá 6.67 USD một cổ phần, hay là 10 USD - 3.33 USD. Những tay tài trợ vốn phát triển cho những công ty có nhiều triển vọng (venture capital investors) biết rõ bị tình trạng loãng giá là điều gần như không tránh khỏi. Đồng thời họ cũng biết rõ chỉ số giá trị chủ bản chỉ là một phương pháp tương đối để định giá trị của một công ty. Đối với họ điều quan trọng hơn là giá trị thị trường (fair market value) và triển vọng thành công của một công ty.

Voting: Bầu Cử. Tuyển chọn hội đồng giám đốc có thể theo quy chế không dồn phiếu (statutory voting; straight voting) hoặc theo quy chế dồn phiếu (cummulative vot-

voting) hoặc theo quy chế dồn phiếu (cumulative voting). Theo quy chế không dồn phiếu, mỗi cổ phần được một phiếu bầu cho mỗi ghế trong hội đồng giám đốc (shareholder gets one vote per share owned for each director). Giả dụ như cổ chủ X có 500 cổ phần và công ty tổ chức bầu cử tuyển chọn 3 người vào hội đồng giám đốc. Theo qui chế không dồn phiếu, cổ chủ X được tất cả 500 phiếu cho mỗi ứng viên và chỉ được quyền dùng 500 phiếu để bầu cho mỗi ứng cử viên. Quy chế không dồn phiếu có lợi cho nhóm đa số. Theo quy chế dồn phiếu, mỗi cổ phần được một phiếu bầu cho mỗi ghế trong hội đồng giám đốc. Cổ chủ có thể dồn tất cả phiếu cho 1 ứng cử viên hay tùy ý chia số phiếu giữa những ứng cử viên. Giả dụ như cổ chủ X có 500 cổ phần và công ty tổ chức bầu cử tuyển chọn 3 người vào hội đồng giám đốc. Theo qui chế dồn phiếu, cổ chủ X được 500 phiếu cho mỗi ứng viên. Cổ chủ X được quyền dồn tất cả 1500 phiếu cho 1 ứng cử viên hoặc tùy ý chia số phiếu cho 2 hay 3 ứng cử viên. Với qui chế dồn phiếu, nhóm thiểu số có thể dành được một số ghế trong hội đồng giám đốc.

Warrants: Hàm Phiếu Quyền. Một hàm phiếu quyền là chứng chỉ của kế ước thành lập quyền mua của người hưởng ứng, trong đó người hưởng ứng được quyền mua từ người đề xướng một chứng khoán được chỉ định (underlying security) ở một giá được cam kết (specified price) trong một thời hạn được vạch trước (specified period). Thực ra, hàm phiếu quyền cũng giống như hàm phiếu độc chế với quyền mua (call options) nhưng có thời hạn dài hơn nhiều. Đôi khi hàm phiếu quyền có hiệu lực vĩnh viễn tức là không có ngày mãn hạn. Hàm phiếu quyền khác với quyền được mua cổ phần mới (rights) dành cho những cổ chủ cổ phiếu thường đăng trước khi công ty

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

phát hành cổ phiếu thường đăng đó đem số cổ phần mới bán ra thị trường. Thông thường thì quyền được mua cổ phần mới chỉ có thời gian hiệu lực dài từ 2 cho đến 4 tuần lễ trong khi hàm phiếu quyền có thời gian hiệu lực dài tới nhiều năm hoặc vĩnh viễn. Một điểm dị biệt nữa là giá cam kết của hàm phiếu quyền thường cao hơn giá thị trường của cổ phiếu liên hệ vào thời điểm phát hành trong khi quyền được mua cổ phần mới thường dành cho cổ chủ hiện hữu một giá ưu đãi thấp hơn giá thị trường của cổ phiếu liên hệ. Và một điểm dị biệt khác nữa là hàm phiếu quyền là một công cụ của công ty nhằm khuyến khích giới đầu tư (sweetener) trở thành cổ chủ của công ty, trong khi quyền được mua cổ phần mới chỉ nhằm bảo vệ quyền lợi của cổ chủ hiện hữu. Thường thì hàm phiếu quyền được bán ra bởi những công ty mà cổ phiếu thường đăng của công ty đó không có hàm phiếu độc chế ký sinh. Đặc tính của hàm phiếu quyền gồm có: thời gian hiệu lực càng ngắn thì giá thị trường của hàm phiếu quyền càng thấp; giá thị trường của cổ phiếu liên hệ càng cao thì giá thị trường của hàm phiếu quyền càng cao; mức dao động giá của cổ phiếu liên hệ càng cao thì giá thị trường của hàm phiếu quyền càng cao; lãi xuất hiện hành trên thị trường tăng lên thì giá của hàm phiếu quyền cũng tăng lên, và ngược lại; nếu tất cả yếu tố khác đều ngang nhau, hàm phiếu quyền có đính kèm quyền thu hồi có giá trị thấp hơn hàm phiếu quyền không có đính kèm quyền thu hồi; giá cam kết càng thấp thì giá trị của hàm phiếu quyền càng cao. Trong tất cả các loại hàm phiếu, có lẽ hàm phiếu quyền là một công cụ đầu tư ít nguy hiểm hơn cả.

Weighted Average Method: Phương Pháp Bình Quân Hữu Cân. Phương pháp bình quân hữu cân áp dụng trong điều khoản chống làm loãng dùng một công thức để chiết

tính hậu quả sau khi bị làm loãng (dilutive effect) do công ty bán ra cổ phiếu ở một giá thấp hơn và dùng kết quả chiết tính để bồi thường cho cổ chủ được bảo vệ bởi điều khoản chống làm loãng một số cổ phần và số lượng cổ phần này đủ để bù đắp hậu quả bị làm loãng. Công thức bình quân hữu cân thông dụng nhất là đem chia tổng lượng đầu tư của đợt tài trợ cũ cộng mới với tổng lượng cổ phần hiện hành sau đợt mới (number of outstanding shares after new investment), để tính giá bình quân. Sau đó đem số lượng đầu tư trong đợt cũ của cổ chủ chia cho giá bình quân rồi đem số thành trừ cho số cổ phần cổ chủ đã mua trong đợt cũ để tính số lượng cổ phần sẽ được bồi thường. Phương pháp bình quân hữu cân có lợi cho công ty hơn là phương pháp khoá siết (ratchet method).

Working Capital: Nguồn Tài Chính Vận Hành. Tổng giá trị tất cả tài sản ngắn hạn trừ cho tổng giá trị của tất cả nợ ngắn hạn; working capital = current assets - current liabilities.

Writer: Người Đề Xướng; Người Viết; Người Phát Hành. Xem Options, Option Contracts.

Yankee CDs: Tín Phiếu Ký Thác Của Ngân Hàng Ngoại. Tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại là loại tín phiếu ký thác được quyền chuyển nhượng (negotiable CDs) do chi nhánh Hoa Kỳ của những công ty ngoại quốc phát hành (issued by US branches of foreign banks). Chi nhánh New York của những ngân hàng cấp quốc tế của Nhật Bản, Gia Nã Đại, Anh và Tây Âu phát hành hầu hết những tín phiếu ký thác loại này để huy động vốn cho những công ty khách hàng của họ (corporate customers) tại Hoa Kỳ. Tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

xuất hiện lần đầu tiên vào đầu thập niên 1970. Vào thời điểm đó tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn là tín phiếu ký thác nội địa. Lý do là vì giới đầu tư tại Hoa Kỳ không tin tưởng mấy vào những ngân hàng ngoại quốc vì không biết nhiều về những nguyên tắc kế toán của nước ngoài, không có đầy đủ tin tức báo cáo và khó xác định được độ khả tín. Cho nên, tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại phải cho mức lợi nhuận định kỳ cao hơn để tương xứng với hiểm họa cao hơn so với tín phiếu ký thác nội địa do những ngân hàng Hoa Kỳ phát hành mới có thể cạnh tranh thu hút được giới đầu tư. Những năm gần đây tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại cho mức lợi nhuận định kỳ gần với mức mức lợi nhuận định kỳ của tín phiếu ký thác nội địa vì qua đôi mắt của giới đầu tư Hoa Kỳ mức độ khả tín của những ngân hàng ngoại quốc không khác mấy với mức độ khả tín của những ngân hàng Hoa Kỳ, nói một cách tổng quát. Thị trường tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại tăng trưởng đều (grew steadily) suốt thập niên 1970 và tăng trưởng chậm suốt thập niên 1980. Quyết định hủy bỏ những qui định dự trữ cho những loại ký thác có du kỳ dưới 18 tháng không thuộc trương mục cá nhân (reserve requirements on nonpersonal time deposits) vào cuối tháng 12 năm 1990 đã giúp cho thị trường tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại tăng trưởng nhanh chóng trong hai năm 1991 và 1992. Trước khi quyết định này được hủy bỏ, những ngân hàng ngoại quốc muốn cho thân chủ Hoa Kỳ vay vốn tài trợ qua công cụ tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại phải giữ 3% dự trữ theo qui định dự trữ của Ngân Hàng Trung Ương (3% Federal Reserve reserve requirement when funding loans with Yankee CDs). Ngân hàng ngoại quốc có thể tránh né qui định dự trữ bằng cách ghi sổ cho các thân chủ Hoa Kỳ vay tại một chi nhánh bên ngoài lãnh

thổ Hoa Kỳ (booking loans to US borrowers) rồi phát hành tín phiếu ký thác hải ngoại (Eurodollar CDs) để gom vốn. Cách tránh né này giúp sức cho thị trường tín phiếu ký thác hải ngoại. Nhưng rồi quyết định hủy bỏ những qui định dự trữ vào tháng 12 năm 1990 loại trừ ưu thế của tín phiếu ký thác hải ngoại và vì vậy giúp sức cho thị trường tín phiếu ký thác của ngân hàng ngoại tăng trưởng. Xem Certificate of Deposit, Domestic CDs, Eurodollar CDs.

Yield: Lợi Nhuận Hiện Hành Của Trái Phiếu. Mức lợi nhuận hiện hành (yield; current yield) của trái phiếu khác với mức lợi nhuận định kỳ (interest rate) và khác với mức lợi nhuận tới cuối du kỳ (yield-to-maturity) của trái phiếu. Chỉ có một số người đầu tư là mua và giữ trái phiếu họ đã mua cho đến ngày mãn hạn (buy-and-hold). Còn một số người đầu tư khác sẽ mua vào và bán lại trước khi trái phiếu mãn hạn du kỳ với một giá thường là cao hơn hoặc thấp hơn giá đã mua vào. Và đương nhiên là giá thị trường của trái phiếu sẽ lên xuống theo những biến đổi của thị trường. Mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu, vì vậy, là một chỉ số phản ảnh lợi nhuận của một trái phiếu theo những biến động giá của trái phiếu đó ở vào một thời điểm nào đó. Nói một cách khác, mức lợi nhuận hiện hành là tỉ lệ của mức lợi nhuận định kỳ trên giá thị trường của nó, hay là: $LNHH\% = LNDK\% / GTT$; $LNHH\% =$ Mức lợi nhuận hiện hành của trái phiếu; $LNDK\% =$ Mức lợi nhuận định kỳ của trái phiếu; $GTT =$ Giá thị trường của trái phiếu, theo qui ước.

Yield Curve: Đường Biểu Diễn Cấu Trúc Lợi Nhuận Hiện Hành; Đường Biểu Diễn Cấu Trúc Lãi Suất. Cấu trúc của mức lợi nhuận hiện hành trên thị trường thường được trình bày bằng một hình vẽ gọi là đồ thị cấu trúc lợi nhuận hiện hành. Đồ thị này chứa những đường biểu diễn trình

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

bày sự liên hệ giữa mức lợi nhuận hiện hành và chiều dài thời gian du kỳ của từng tập thể trái phiếu, có cùng thể tính và thể loại, ở vào một thời điểm nào đó (yield curves). Một đường biểu diễn cấu trúc lợi nhuận hiện hành bình thường (a normal yield curve) sẽ phản ánh tương quan cùng chiều giữa mức lợi nhuận hiện hành và chiều dài thời gian du kỳ. Nói một cách khác, một đường biểu diễn bình thường sẽ cho thấy mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu dài hạn cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn và mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn cao hơn là mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu ngắn hạn. Đường biểu diễn trình bày liên hệ giữa mức lợi nhuận hiện hành và chiều dài thời gian du kỳ của những tập thể trái phiếu do chính quyền liên bang phát hành còn được gọi là đường biểu diễn cấu trúc lãi suất. Với một đường biểu diễn cấu trúc lãi suất bình thường (a normal interest rate curve), lãi suất dài hạn sẽ cao hơn lãi suất trung hạn và lãi suất trung hạn sẽ cao hơn lãi suất ngắn hạn. Có đôi khi đường biểu diễn cấu trúc lợi nhuận hiện hành cho thấy tương quan nghịch chiều (inverted yield curve). Trong trường hợp này mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu ngắn hạn sẽ cao hơn mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn và mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu trung hạn sẽ cao hơn mức lợi nhuận hiện hành của tập thể trái phiếu dài hạn.

Yield-To-Maturity: Mức Lợi Nhuận Tới Cuối Du Kỳ Của Trái Phiếu. Mức lợi nhuận tới cuối du kỳ của một trái phiếu là mức lợi nhuận tính theo phần trăm một năm (annualized rate of return in percentage term) được thiết lập dựa trên 2 giả định (2 assumptions) là (1) trái phiếu được mua và giữ cho tới ngày mãn du kỳ và (2) tất cả lợi

nhuận định kỳ của trái phiếu đó được đem tái đầu tư với cùng một mức lãi suất. Nó là phần trăm lợi nhuận hỗn hợp của tất cả lợi nhuận (it is the composit rate of return of all payouts), gồm lợi nhuận định kỳ (coupons; interest) và lợi nhuận tư bản (capital gain) được qui về giá trị hiện tại (present value). Cách tính mức lợi nhuận tới cuối du kỳ được tính bằng đẳng thức: $LNĐK(1+LNTCDK\%)^{-1} + LNĐK(1 + LNTCDK\%)^{-2} + \dots LNĐK(1 + LNTCDK\%)^{-n} + GM(1 + LNTCDK\%)^{-n} = G_{TT},\$$ với $LNTCDK\% =$ Mức lợi nhuận tới cuối du kỳ; $TLĐK =$ Lợi nhuận định kỳ; $GM =$ Mệnh giá của trái phiếu; $G_{TT},\$ =$ Giá thị trường lúc mua vào.

Yield Maintenance Dollar Repo: Tín Phiếu Giao Đối Với Thế Chấp Đồng Lãi Nhuận. Dưới dạng tín phiếu giao đối với thế chấp hữu phiếu đồng lãi nhuận, phía cung cấp chứng khoán chấp nhận mua lại số chứng khoán tương đồng miễn là lãi nhuận của số chứng khoán hữu phiếu này tương đồng với lãi nhuận của số chứng khoán hữu phiếu lúc ban đầu (the seller agrees to repurchase securities that provide roughly the same overall market return as the original securities). Dạng này tương đối ít phổ thông hơn dạng đồng lãi suất. Trong cả hai trường hợp du kỳ của chứng khoán thay thế phải tương đương với du kỳ của chứng khoán bị thay thế (the maturity of the repurchased securities must be approximately the same as that of the original securities). Xem Dollar Repo.

Zero-Coupon Bonds: Trái Phiếu Không Kèm Phiếu Lãi; Trái Phiếu Không Phiếu Lãi. Thay vì trả lợi nhuận định kỳ hàng năm, có loại trái phiếu chỉ trả tất cả lợi nhuận một lần một vào ngày mãn du kỳ. Trái phiếu loại này không có kèm theo phiếu lãi và được gọi là trái phiếu không phiếu lãi. Loại trái phiếu không phiếu lãi được bán ra thị

CỔ PHIẾU & THỊ TRƯỜNG: TẬP 1

trường với một giá dưới mệnh giá của trái phiếu rất xa (deep discount). Trái phiếu không phiếu lãi do công ty doanh thương phát hành (corporate zeros) thường có mức độ dao động giá rất cao và lãi nhuận không được miễn thuế cũng không được khấu lại, trừ trường hợp mua và giữ trong một trương mục cho phép làm điều đó chẳng hạn như là trương mục đầu tư dành cho hồi hưu (tax-deferred retirement account) hoặc trương mục đầu tư dành cho giáo dục (education IRA account). Trái phiếu không phiếu lãi do chính quyền liên bang phát hành (treasury zeros) còn có tên là STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities), hay TIGRs (Treasury Investment Growth Receipts) do công ty Merrill Lynch đặt cho hoặc CATS (Certificate of Accrual on Treasury Securities) do công ty Salmon Brothers đặt cho.

Sách Đã Phát Hành

Kinh Tế Vĩ Mô	Hà Hưng Quốc
Chứng Khoán	Hà Hưng Quốc
Tổ Hợp Đầu Tư (2004)	Hà Hưng Quốc
Lãnh Đạo - Tập 1	Hà Hưng Quốc
Thánh Kinh Thiện Thệ	Bình An Thiên Lộ
Thánh Kinh Thiện Thế	Bình An Thiên Lộ
Thánh Kinh Thiện Đức	Bình An Thiên Lộ
Thánh Kinh Chân Trời Rộng	Bình An Thiên Lộ

VIỆN NGHIÊN CỨU THÁNH ĐẠO
9561 BIXBY AVE
GARDEN GROVE, CA 92841