

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



**LÊ THỊ HƯƠNG**

**ỨNG DỤNG THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN  
VÀ GIAO SAU NHẪM PHÒNG NGỪA RỦI RO  
TRONG BIẾN ĐỘNG GIÁ XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2008**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

-----

**LÊ THỊ HƯƠNG**

**ỨNG DỤNG THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN  
VÀ GIAO SAU NHẪM PHÒNG NGỪA RỦI RO  
TRONG BIẾN ĐỘNG GIÁ XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM**

**CHUYÊN NGÀNH: KINH TẾ - TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG  
MÃ SỐ: 60.31.12**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:  
GS.TS. NGUYỄN THANH TUYỀN**

**TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2008**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan luận văn thạc sĩ kinh tế “**ỨNG DỤNG THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU NHẪM PHÒNG NGỪA RỦI RO TRONG BIẾN ĐỘNG GIÁ XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM**” là công trình nghiên cứu của cá nhân tôi. Các số liệu trong luận văn là số liệu trung thực.

Thành phố Hồ Chí Minh, tháng 02 năm 2008

**LÊ THỊ HƯƠNG**

**Học viên cao học khóa 15**

**Chuyên ngành: Kinh tế - Tài chính – Ngân hàng**

**Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh**

# MỤC LỤC

Trang

TRANG PHỤ BÌA

LỜI CAM ĐOAN

MỤC LỤC

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU, HÌNH VẼ

**PHẦN MỞ ĐẦU ..... 1**

**Chương 1: TỔNG QUAN VỀ XĂNG DẦU, THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU ..... 3**

1.1. Vai trò và tầm quan trọng của xăng dầu trong nền kinh tế ..... 3

1.1.1. Những khái niệm cơ bản về dầu mỏ và sản phẩm dầu mỏ ..... 3

1.1.1.1. Dầu mỏ..... 3

1.1.1.2. Các sản phẩm dầu mỏ ..... 3

1.1.2. Vai trò và tầm quan trọng của dầu mỏ trong nền kinh tế xã hội ..... 6

1.2. Quyền chọn ..... 6

1.2.1. Quá trình hình thành và phát triển của thị trường quyền chọn..... 6

1.2.2. Khái niệm, đặc điểm, phân loại quyền chọn ..... 9

1.2.2.1. Khái niệm..... 9

1.2.2.2. Đặc điểm ..... 9

1.2.2.3. Phân loại ..... 11

1.2.3. Ứng dụng của quyền chọn..... 13

1.3. Hợp đồng giao sau..... 16

1.3.1. Quá trình hình thành và phát triển của thị trường giao sau ..... 16

1.3.2. Khái niệm và đặc điểm của hợp đồng giao sau .....	19
1.3.3. Phân biệt thị trường giao ngay và giao sau .....	25
1.3.4. Mục đích, vai trò của hợp đồng giao sau.....	27
1.3.5. Rủi ro của hợp đồng giao sau .....	34
1.3.6. Basic .....	35
1.4. Quyền chọn về hợp đồng giao sau .....	36
1.4.1. Khái niệm.....	36
1.4.2. Quyền chọn mua về hợp đồng giao sau.....	36
1.4.3. Quyền chọn bán về hợp đồng giao sau.....	37
1.4.4. Yết giá.....	38
1.4.5. Lý do phổ biến của quyền chọn về hợp đồng giao sau.....	38
1.5. Kinh nghiệm tiết kiệm năng lượng của các nước trên thế giới.....	39

**Chương 2:TÍNH KHẢ THI CỦA VIỆC ỨNG DỤNG THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU TRONG CHIẾN LƯỢC PHÒNG NGỪA RỦI RO VỀ GIÁ XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM..... 41**

2.1. Thực trạng mặt hàng xăng dầu ở Việt Nam.....	41
2.1.1. Biến động giá xăng dầu trên thế giới thời gian qua.....	41
2.1.2. Ảnh hưởng của biến động giá xăng dầu đến Việt Nam.....	44
2.2. Nguyên nhân chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu chưa được sử dụng ở Việt Nam .....	51
2.2.1. Nguyên nhân thị trường phái sinh ở Việt Nam còn kém phát triển .....	51
2.2.2. Nguyên nhân chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu chưa được sử dụng ở Việt Nam .....	56
2.3. Chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu bằng thị trường quyền chọn và giao sau.....	58

2.3.1. Sự cần thiết phải phòng ngừa rủi ro biến động giá nhập khẩu xăng dầu ở Việt Nam .....	58
2.3.2. Phòng ngừa rủi ro bằng thị trường quyền chọn .....	59
2.3.3. Phòng ngừa rủi ro bằng hợp đồng giao sau.....	60

**Chương 3: GIẢI PHÁP NHẪM GIẢM ẢNH HƯỞNG BIẾN ĐỘNG GIÁ XĂNG DẦU ĐẾN ĐỜI SỐNG KINH TẾ - XÃ HỘI VÀ ỨNG DỤNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM .....**

3.1. Định hướng chiến lược phát triển thị trường xăng dầu ở Việt Nam trong điều kiện hội nhập .....	62
3.1.1. Dự báo thị trường xăng dầu thế giới.....	62
3.1.2. Thị trường xăng dầu ở Việt Nam trong thời gian tới .....	63
3.1.3. Định hướng chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở Việt Nam trong thời gian tới .....	65
3.2. Các giải pháp giảm ảnh hưởng biến động giá xăng dầu đến đời sống kinh tế - xã hội Việt Nam .....	66
3.2.1. Nhà nước cần tăng lượng dự trữ xăng dầu .....	66
3.2.2. Khuyến khích tiết kiệm năng lượng .....	67
3.2.3. Các DN tự tích lũy tài chính và xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp, tiết giảm tối đa chi phí để tăng sức cạnh tranh.....	68
3.3. Giải pháp ứng dụng quyền chọn và giao sau xăng dầu ở Việt Nam.....	69
3.3.1. Xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh về công cụ tài chính phái sinh.....	69
3.3.2. Sử dụng chính sách giá và thuế để thực hiện giá xăng dầu theo cơ chế thị trường, cần chống độc quyền ngành .....	70
3.3.3. Xây dựng thị trường hiệu quả.....	71
3.3.4. Nhận thức đầy đủ vai trò quan trọng của các công cụ phái sinh trong phòng ngừa rủi ro về giá xăng dầu trên thị trường Việt Nam.....	73

3.3.5. Tái phòng ngừa rủi ro và mua bảo hiểm giá trên thị trường quốc tế.....	74
3.3.6. Tăng cường hợp tác quốc tế .....	74

<b>KẾT LUẬN.....</b>	<b>76</b>
----------------------	-----------

TÀI LIỆU THAM KHẢO

PHỤ LỤC

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

<b>Chữ viết tắt</b>	<b>Nội dung</b>
BTA	Bilateral Trade Agreement (Hiệp định thương mại Việt - Mỹ)
DN	Doanh nghiệp
GBP	Great Britain Pound (Đơn vị tiền tệ của Anh)
GDP	Gross Domestic Product (Tổng sản lượng quốc nội)
TNHH	Trách nhiệm hữu hạn
USD	United States Dollar (Đơn vị tiền tệ của Mỹ)
VND	Đơn vị tiền tệ của Việt Nam
WTO	World Trade Organization (Tổ chức thương mại quốc tế)



# DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU, HÌNH VẼ

**Trang**

## **CÁC BẢNG BIỂU**

Bảng 1.1: Lý do để mua, bán hợp đồng giao sau.....	30
Bảng 2.1: Nhập khẩu xăng dầu vào Việt Nam năm 2006.....	44
Bảng 2.2: Tham khảo mặt hàng xăng dầu nhập khẩu trong 9 tháng năm 2007.....	45
Bảng 2.3: Sản lượng nguồn condensate Bạch Hổ đang giảm qua các năm.....	47
Bảng 2.4: Lòi/lỗ trong quyền chọn mua xăng dầu.....	60
Bảng 3.1: Cân đối chung về cung cầu dầu khí giai đoạn tới.....	64

## **CÁC HÌNH**

Hình 2.1: Giá dầu thế giới từ năm 1946 đến 2006.....	43
--	----

# PHẦN MỞ ĐẦU

## 1. Lý do chọn đề tài

Việt Nam là nước phải nhập khẩu 100% sản phẩm xăng dầu, dĩ nhiên sự gia tăng giá xăng dầu trên thị trường thế giới cũng kéo theo sự gia tăng liên tục của giá xăng dầu tại thị trường Việt Nam. Việc giá xăng dầu cao và ngày càng tăng làm giảm mức sống của dân cư xuống dưới mức lẽ ra đã có thể đạt được do tổng tiêu dùng cho sản phẩm xăng dầu tăng lên tương đối so với thu nhập. Do xăng dầu là yếu tố đầu vào của hầu như tất cả các ngành kinh tế khác, nên giá đầu vào tăng, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, sẽ kéo theo giá đầu ra sản phẩm tăng lên dẫn đến chỉ số giá cả nói chung gia tăng, ảnh hưởng đến sức mua của xã hội và gây ra áp lực lạm phát.

Hiện nay, các nước trên thế giới đã sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro biến động giá của nhiều mặt hàng trong đó có xăng dầu. Nhưng các công cụ này rất ít các DN Việt Nam sử dụng và với mặt hàng xăng dầu các công cụ phái sinh chưa được sử dụng.

Đề tài này nghiên cứu về thị trường quyền chọn và giao sau và cách thức sử dụng quyền chọn và giao sau để phòng ngừa biến động giá nhập khẩu xăng dầu tại Việt Nam. Phân tích sự biến động giá xăng dầu của Việt Nam trong thời gian qua, phân tích tác dụng của việc sử dụng quyền chọn và giao sau trong phòng ngừa rủi ro biến động giá nhập khẩu xăng dầu ở Việt Nam, xác định nguyên nhân và đề xuất một số giải pháp ứng dụng thị trường quyền chọn và giao sau xăng dầu ở Việt Nam.

## 2. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu tập trung vào mặt hàng xăng dầu, biến động giá xăng dầu, kiến nghị ứng dụng chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu thông qua sử dụng thị trường quyền chọn và giao sau.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

Bằng phương pháp phân tích, nghiên cứu, tổng hợp các tài liệu, sách báo, Internet có liên quan đến công cụ phái sinh, mặt hàng xăng dầu, kết hợp với phương pháp tính toán để so sánh biến động giá xăng dầu để lý giải ảnh hưởng của biến động giá xăng dầu đến đời sống kinh tế - xã hội và tác dụng của ứng dụng chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá của mặt hàng này thông qua sử dụng quyền chọn và giao sau.

### **4. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài nghiên cứu**

Đề tài khẳng định biến động giá xăng dầu ảnh hưởng lớn đến kinh tế xã hội Việt Nam. Đề tài muốn kiến nghị các DN nhập khẩu xăng dầu Việt Nam có thể sử dụng công cụ phái sinh (trong đề tài này là quyền chọn và giao sau) như là một công cụ để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu. Đề tài đề xuất một số giải pháp để giảm ảnh hưởng xấu của biến động giá xăng dầu đến đời sống kinh tế xã hội và ứng dụng quyền chọn và giao sau xăng dầu ở Việt Nam. Đề tài chưa đi sâu phân tích việc sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu.

### **5. Kết cấu của luận văn**

#### **Phần mở đầu**

**Chương 1:** Tổng quan về mặt hàng xăng dầu, thị trường quyền chọn và giao sau.

**Chương 2:** Thực trạng mặt hàng xăng dầu ở Việt Nam trong đó đề cập đến biến động giá xăng dầu trên thế giới trong thời gian vừa qua và ảnh hưởng của biến động giá xăng dầu đến nền kinh tế và đời sống xã hội của Việt Nam. Sự cần thiết phải phòng ngừa rủi ro biến động giá nhập khẩu xăng dầu ở Việt Nam và nguyên nhân chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu thông qua sử dụng công cụ phái sinh chưa được sử dụng tại Việt Nam.

**Chương 3:** Đề xuất các giải pháp nhằm giảm ảnh hưởng của biến động giá xăng dầu đến đời sống kinh tế xã hội và việc ứng dụng quyền chọn và giao sau xăng dầu ở Việt Nam.

#### **Kết luận**

# **Chương 1:**

## **TỔNG QUAN VỀ XĂNG DẦU, THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU**

### **1. 1. Vai trò và tầm quan trọng của xăng dầu trong nền kinh tế**

#### **1.1.1. Những khái niệm cơ bản về dầu mỏ và sản phẩm dầu mỏ <sup>1</sup>**

##### **1.1.1.1. Dầu mỏ**

Dầu mỏ là chất lỏng có màu đen, có độ nhớt, có mùi đặc trưng, khó tan trong nước và nhẹ hơn nước.

Dầu mỏ được khai thác từ lòng đất (bằng cách khoan hút từ lòng đất lên).

Dầu mỏ là nguyên liệu để sản xuất ra nhiên liệu, dầu - mỡ - nhờn và các sản phẩm hóa học khác. Dầu mỏ là một loại khoáng sản quý.

##### **1.1.1.2. Các sản phẩm dầu mỏ**

###### **Nhiên liệu**

Gồm các sản phẩm dùng để đốt cháy sinh nhiệt, dùng cho các động cơ và các loại lò (công nghiệp hay sinh hoạt)

Nhiên liệu có thể ở dạng khí hóa lỏng (Liquid Petroleum Gas –LPG) hay ở dạng lỏng (các loại xăng dầu).

###### **Dầu mỡ nhờn**

Là các sản phẩm dùng để bảo vệ kim loại (chống mài mòn, chống ăn mòn...)

Dầu nhờn ở thể lỏng và mỡ nhờn ở thể dẻo.

###### **Các sản phẩm khác**

Là sản phẩm được chế tạo từ dầu mỏ nhưng không sử dụng với mục đích như nhiên liệu và dầu mỡ.

---

<sup>1</sup> Bồi dưỡng nâng bậc công nhân xăng dầu (2006), Bộ thương mại, TP. Hồ Chí Minh [1]

Là các chất như nhựa đường, xăng hòa tan (còn gọi là xăng công nghệ), các hóa chất làm dung môi (như các Hidrocacbon thơm: Benzen, Toluen, Xylen...)

### **Xăng động cơ**

Xăng động cơ là một loại chất lỏng được chế từ dầu mỏ bằng phương pháp chưng cất trực tiếp và crackinh, có tỷ trọng  $d_{15}$  từ 0,70 đến 0,75, dễ bay hơi, có mùi đặc trưng.

Xăng động cơ được dùng làm nhiên liệu cho động cơ đốt trong, kiểu bộ chế hòa khí (động cơ xăng).

Xăng động cơ trên thị trường có thể có loại có pha chì hoặc không pha chì. Hiện nay, ở Việt Nam, trừ những trường hợp đặc biệt, xăng động cơ trên thị trường là loại không pha chì (xăng không chì).

Xăng động cơ được sản xuất từ nhiều nước khác nhau với những phương pháp có thể khác nhau nhưng chúng đều có chung một cách phân loại. Đó là dựa vào chỉ số octan: xăng M83, M90, M92, M95 (các con số 80, 90... là chỉ số ốc tan của xăng).

### **Dầu diesel (DO)**

Dầu DO là một chất lỏng được chế tạo từ dầu mỏ, có tỷ trọng  $d_{15}$  từ 0,82 đến 0,85, có độ nhớt nhỏ, có mùi đặc trưng, có màu hơi nâu đỏ. Dầu DO dùng làm nhiên liệu cho động cơ đốt trong kiểu đốt cháy bằng sức nén (động cơ dầu)

Trên thế giới, dầu DO được phân loại dựa vào độ nhớt: dầu DO có độ nhớt cao được dùng cho xe có tỷ số nén lớn, công suất lớn, chạy chậm và ngược lại.

Ở Việt Nam, dầu DO thông dụng là dầu DO có độ nhớt nhỏ, được phân biệt dựa vào hàm lượng lưu huỳnh:

Do chất lượng cao có hàm lượng lưu huỳnh là  $\leq 0,5\%$

Do chất lượng thường có hàm lượng lưu huỳnh là  $1,0\%$

### **Dầu lửa (KO)**

KO là một chất lỏng được chế tạo từ dầu mỏ, không màu, có mùi đặc trưng, có tỷ trọng  $d_{15}$  từ 0,78 đến 0,80, nhiệt độ sôi trong khoảng từ  $200^{\circ}\text{C}$  đến  $300^{\circ}\text{C}$ .

Dầu lửa được dùng làm chất đốt trong sinh hoạt, thắp đèn và làm dung môi ở các công nghiệp.

Thành phần chủ yếu của dầu lửa là các nhóm Hydrocacbon có trong dầu thô. Dầu lửa chế biến từ dầu mỏ gốc no có độ nhớt thấp và tính cháy tốt, sáng và tỏa nhiệt so với dầu lửa chế biến từ dầu mỏ gốc Naften hay gốc thơm.

### **Dầu madut**

Dầu madut (còn gọi là dầu đen, dầu cặn hay FO) là một chất lỏng được thu được ở phần cặn trong khi chưng cất hết phần nhiên liệu sáng trong dầu mỏ.

Dầu madut là chất lỏng có màu đen, có tỷ trọng lớn, độ nhớt lớn, có một ít tạp chất và nước (trong phạm vi cho phép)

Dầu madut được dùng làm nhiên liệu cho động cơ dầu công suất lớn (xe tải nặng, tàu thủy, tàu hỏa, máy nổ, máy phát điện) và các loại lò công nghiệp (lò luyện kim, lò hơi, lò nung gạch ngói, sành sứ, thủy tinh...)

### **Dầu nhờn**

Dầu nhờn là sản phẩm lỏng của dầu mỏ, có tỷ trọng  $d_{15} \geq 0,89$ , có độ nhớt, có nhiều màu. Dầu nhờn dùng để bảo vệ kim loại (chống mài mòn và ăn mòn kim loại), không dùng làm nhiên liệu.

Dầu nhờn thành phần bao gồm hai hợp phần đó là dầu gốc và phụ gia. Dầu gốc được sử dụng nhiều nhất là các phân đoạn dầu khoáng gốc dầu mỏ, ngoài ra còn có thể dùng một số loại dầu gốc tổng hợp hay dầu gốc động thực vật.

Trong quá trình làm việc trong động cơ, dầu nhờn có các công dụng cụ thể như sau: bôi trơn, làm mát, làm sạch, chống ăn mòn kim loại, làm kín.

### **Mỡ nhờn**

Mỡ nhờn là chất làm nhờn ở trạng thái đặc dẻo. Mỡ nhờn dùng để thay thế dầu nhờn trong những trường hợp đặc biệt (những chỗ trống hở, nơi có áp lực nén hoặc áp suất và nhiệt độ cao...)

Mỡ nhờn được cấu tạo bởi hai thành phần chính: dầu nhờn và chất làm đặc.

Dầu nhờn có công dụng: bôi trơn, chống ăn mòn kim loại và bịt kín.

### **Khí đốt (gas)**

Khí đốt là nhiên liệu ở thể khí, khí đốt có thể là khí thiên nhiên hay khí nhân tạo.

Khí đốt là sản phẩm tạo ra bởi hỗn hợp các loại Hydrocacbon từ  $\text{CH}_4$  đến  $\text{C}_4\text{H}_{10}$  thu được từ dầu mỏ, mỏ khí, từ quá trình chế biến dầu khí hoặc chủ yếu là Metan  $\text{CH}_4$  thu hồi từ khí thiên nhiên khí đầm lầy, khí ủ phân rác.

Khí đốt thông dụng hiện nay trên thị trường nước ta là khí được tạo ra bởi hỗn hợp Propan  $\text{C}_3\text{H}_8$  và Butan  $\text{C}_4\text{H}_{10}$  thu được từ mỏ dầu rồi tinh chế và hóa lỏng ở áp suất cao (có tên là Liquid Petroleum Gas –LPG)

Ứng dụng của gas: nấu ăn, sưởi ấm, đèn ga, sấy thực phẩm, nung gốm sứ, áp trùng, hàn cắt, nhiên liệu cho xe con, chạy máy phát điện..., sản xuất Ethilene, Propylene, Butadiene cho ngành nhựa và đặc biệt là sản xuất MTBE là chất làm tăng chỉ số octan thay thế cho chì pha trong xăng đang phát triển trong vài năm gần đây.

#### **1.1.2. Vai trò và tầm quan trọng của dầu mỏ trong nền kinh tế xã hội**

Tất cả các ngành, trong công nghiệp, nông nghiệp, giao thông vận tải... cho đến trong sinh hoạt hàng ngày, ở đâu cũng dùng đến nhiên liệu, dầu mỏ nhờn và các sản phẩm khác của dầu mỏ.

Dầu mỏ còn là nguồn nguyên liệu để sản xuất ra các loại hóa chất, vật liệu xây dựng, phân bón... hiện nay, người ta còn nghiên cứu để sản xuất các chất dinh dưỡng, các loại men Protein...

Đất nước có dầu mỏ, cũng như đất nước có nền công nghiệp dầu mỏ phát triển là những nước mạnh về kinh tế.

## **1.2. Quyền chọn**

### **1.2.1. Quá trình hình thành và phát triển của thị trường quyền chọn <sup>2</sup>**

---

<sup>2</sup> TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), Quản trị rủi ro tài chính, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh [68].

Có rất nhiều ví dụ về quyền chọn trong cuộc sống hàng ngày. Các nhà sử học và khảo cổ học thậm chí còn phát hiện ra các hợp đồng quyền chọn sơ khai. Mặc dù các thỏa thuận này có thể tương tự với các hợp đồng quyền chọn hiện đại, hệ thống thị trường quyền chọn hiện nay có nguồn gốc từ thế kỷ 19, khi quyền chọn mua và quyền chọn bán được chào bán đối với cổ phiếu. Ngoài những hoạt động có liên quan đến các vụ tiêu cực, thì người ta biết rất ít về thế giới quyền chọn trong thập niên 1800.

Sau đó, trong những năm đầu của thập niên 1900, một nhóm các công ty gọi là Hiệp hội các Nhà môi giới và Kinh doanh quyền chọn mua và quyền chọn bán đã thành lập thị trường các quyền chọn. Nếu một người nào đó muốn mua quyền chọn, một thành viên của hiệp hội này sẽ tìm một người bán sẵn sàng muốn ký hợp đồng bán quyền chọn. Nếu công ty thành viên không thể tìm được người bán, tự công ty sẽ bán quyền chọn. Vì vậy, một công ty thành viên có thể vừa là nhà môi giới – người mang người mua và người bán đến với nhau – hoặc nhà kinh doanh – người thật sự thực hiện vị thế giao dịch.

Mặc dù thị trường quyền chọn phi tập trung (OTC) này có thể tồn tại, nó có rất nhiều khiếm khuyết. Thứ nhất, thị trường này không cung cấp cho người nắm giữ quyền chọn có cơ hội bán quyền chọn cho một người khác trước khi quyền chọn đáo hạn. Các quyền chọn được thiết kế để được nắm giữ cho đến khi đáo hạn, và rồi chúng sẽ được thực hiện hoặc để cho hết hiệu lực. Vì vậy, hợp đồng quyền chọn có rất ít thậm chí là không có tính thanh khoản. Thứ hai, việc thực hiện hợp đồng của người bán chỉ được đảm bảo bởi các công ty môi giới kiêm kinh doanh. Nếu người bán hoặc công ty thành viên của Hiệp hội các Nhà môi giới và Kinh doanh quyền chọn mua và quyền chọn bán bị phá sản, người nắm giữ quyền chọn tuyệt đối không may mắn. Thứ ba, chi phí giao dịch tương đối cao, một phần là do hai vấn đề trên.

Năm 1973, đã có một thay đổi mang tính cách mạng trong thế giới quyền chọn. Sàn giao dịch Chicago Board Of Trade (CBOT), sàn giao dịch lâu đời nhất và lớn nhất về các hợp đồng giao sau hàng hóa, đã có tổ chức một sàn giao dịch dành riêng cho



giao dịch quyền chọn cổ phiếu. Sàn giao dịch này được đặt tên là Chicago Board Options Exchange (CBOE) và mở cửa giao dịch quyền chọn mua vào ngày 25/04/1973. Các hợp đồng quyền chọn bán đầu tiên được đưa vào giao dịch trong tháng 6/1977.

CBOE đã tạo ra một thị trường trung tâm cho các hợp đồng quyền chọn. Bằng cách tiêu chuẩn hóa các kỳ hạn và điều kiện của hợp quyền chọn, nó đã làm tăng tính thanh khoản của thị trường. Nói cách khác, một nhà đầu tư đã mua hoặc bán một hợp đồng quyền chọn trước đó có thể quay trở lại thị trường trước khi hợp đồng đáo hạn và bán hoặc mua quyền chọn, và như vậy là đã bù trừ vị thế ban đầu. Tuy nhiên, quan trọng nhất, CBOE đã bổ sung một trung tâm thanh toán đảm bảo cho người mua rằng người bán sẽ thực hiện đầy đủ nghĩa vụ theo hợp đồng. Vì vậy, không giống như trên thị trường phi tập trung, người mua quyền chọn không còn phải lo lắng về rủi ro tín dụng của người bán. Điều này khiến quyền chọn trở nên hấp dẫn đối với công chúng.

Từ thời điểm đó, nhiều sàn giao dịch chứng khoán và gần như tất cả sàn giao dịch giao sau bắt đầu giao dịch quyền chọn. Được kích thích bởi nhu cầu của công chúng về quyền chọn, ngành kinh doanh này tăng trưởng mạnh mẽ cho đến khi thị trường chứng khoán sụp đổ nặng nề vào năm 1987. Bị tổn hại bởi cú sốc này, nhiều nhà đầu tư cá nhân đã sử dụng quyền chọn trước đây đã tránh xa thị trường này, và khối lượng giao dịch chỉ mới phục hồi ở mức năm 1987 trong thời gian gần đây.

Mặc dù các giao dịch của các định chế trên sàn giao dịch quyền chọn vẫn tương đối mạnh sau vụ sụp đổ, một xu hướng đồng thời tồn tại đã buộc các sàn giao dịch phải đương đầu với một mối đe dọa cạnh tranh mới: sự hồi sinh của các thị trường quyền chọn phi tập trung. Vào đầu thập niên 1980, nhiều công ty bắt đầu sử dụng hoán đổi tiền tệ và lãi suất để quản trị rủi ro. Ngay sau đó, các công ty bắt đầu tạo ra các dạng hợp đồng phi tập trung khác, như hợp đồng kỳ hạn, và như mong đợi, quyền chọn cũng bắt đầu được sử dụng. Tuy nhiên, vì định mức tối thiểu của mỗi giao dịch khá lớn và có rủi ro tín dụng, công chúng không thể tham gia vào thị trường phi tập trung của các

định chế này đã gây áp lực nặng nề lên các sàn giao dịch quyền chọn. Vào đầu thập niên 1990, các sàn giao dịch cố gắng trở nên sáng tạo hơn để giành lại thị trường giao dịch của các định chế và kích thích mối quan tâm của công chúng với quyền chọn. Tuy nhiên, các xu hướng này không có nghĩa là quyền chọn đang mất dần tính đại chúng; thật ra, chúng trở nên phổ biến hơn bao giờ hết đối với các định chế tài chính và doanh nghiệp, nhưng mức tăng trưởng thì tập trung ở các thị trường phi tập trung.

## **1.2.2. Khái niệm, đặc điểm, phân loại quyền chọn**

### **1.2.2.1. Khái niệm**

Quyền chọn là một hợp đồng giữa hai bên – người mua và người bán – trong đó cho người mua quyền, nhưng không phải là nghĩa vụ, để mua hoặc bán một tài sản nào đó vào một ngày trong tương lai với giá đã đồng ý vào ngày hôm nay.

Người mua quyền chọn trả cho người bán một số tiền gọi là phí quyền chọn. Người bán quyền chọn sẵn sàng bán hoặc tiếp tục nắm giữ tài sản theo các điều khoản của hợp đồng nếu người mua muốn thế.

### **1.2.2.2. Đặc điểm**

#### **\* Hợp đồng quyền chọn có đặc điểm:**

- Không bắt buộc các bên phải giao sản phẩm.
- Chỉ quy định quyền giao hay nhận, mà không bắt buộc thực hiện nghĩa vụ của mình.
- Người mua có thể thực hiện quyền hoặc bán quyền cho người khác hay không thực hiện quyền. Để thực hiện quyền này, khi ký kết hợp đồng người mua phải trả quyền phí, giá trong hợp đồng gọi là giá thực hiện và ngày định trong hợp đồng là ngày đáo hạn. Tương tự như vậy đối với người bán trong hợp đồng quyền chọn bán.
- Tùy theo từng loại mà hợp đồng quyền chọn có thể thực hiện tại bất kỳ thời điểm nào trước ngày đáo hạn hoặc đến ngày đáo hạn.

#### **\* Những yếu tố cấu thành một quyền chọn**

- Tên của hàng hoá cơ sở và khối lượng được mua theo quyền.

- Loại quyền (chọn mua hay chọn bán).
- Thời hạn của quyền.
- Mức giá thực hiện theo quyền.

**\* Những mức giá liên quan tới một quyền lựa chọn**

- Giá thị trường hiện hành của loại hàng hoá cơ sở.
- Giá hàng hoá cơ sở thực hiện theo quyền.
- Giá quyền lựa chọn.

Đối với quyền chọn mua, nếu giá thực hiện thấp hơn giá hiện hành của chứng khoán cơ sở, thì quyền đó được gọi là quyền chọn cao giá ITM (in the money), tức là người có quyền có thể có lợi từ việc thực hiện quyền. Nếu giá thực hiện bằng với giá thị trường, gọi là quyền chọn ngang giá ATM (at the money), và nếu cao hơn, gọi là quyền chọn kiệt giá OTM (out of money).

Đối với quyền chọn bán thì ngược lại, người thực hiện quyền sẽ có lợi nếu giá bán thực hiện quyền cao hơn giá thị trường của hàng hoá cơ sở và sẽ bị mất tiền nếu giá thực hiện quyền thấp hơn giá thị trường của hàng hoá cơ sở.

Giá trị mà người nắm giữ quyền lựa chọn sẽ nhận được bằng cách thực hiện quyền được gọi là giá trị nội tại (intrinsic value). Nếu quyền ở trạng thái bị kiệt giá, giá trị nội tại bằng 0. Giá thị trường của một quyền thường ít nhất là bằng giá trị nội tại. Giá bán quyền được gọi là phần phụ trội, chênh lệch giữa giá bán quyền với giá trị nội tại (trong trường hợp quyền đang được tiền) được gọi là phần phụ trội giá trị theo thời gian.

Nói cách khác, khi đó:

Giá trị theo thời gian của quyền chọn mua = giá quyền - (giá thị trường - giá thực hiện).

Giá của một quyền chọn mua XYZ là 400.000 VND, giá thị trường của XYZ là 42.000 VND. Người giữ quyền có thể chiếm lấy 200.000 VND ngay tức thì bằng cách thực hiện quyền, tức là mua 100 cổ phần (mức giá được quyền ấn định) với tổng chi

phí 4.000.000 VND, cũng theo mức giá thực hiện theo quyền là 40.000 VND một cổ phần; sau đó bán ngay với giá thị trường, thu về 4.200.000 VND. Giá trị nội tại của quyền là 200.000 VND.

Mức phụ trội giá trị theo thời gian = giá quyền – giá trị nội tại = 400.000 VND - 200.000 VND = 200.000 VND

Người mua vẫn sẵn sàng trả phần phụ trội cho các quyền lựa chọn và họ nhận được nhiều lợi ích từ một quyền lựa chọn.

### **1.2.2.3. Phân loại**

\* **Theo quyền người mua:** quyền chọn có 2 loại cơ bản là quyền chọn mua (call option) và quyền chọn bán (put option)

#### **Quyền chọn mua (call option)**

Trong giao dịch quyền chọn mua (call option) có hai bên tham gia:

- Người mua quyền chọn mua (buyer call option – long call)
- Người bán quyền chọn mua (seller call option- short call)

Người mua call option sẽ trả cho người bán call option một khoản tiền-gọi là giá trị quyền chọn hay phí quyền chọn (option premium) và người mua call option sẽ có quyền được mua nhưng không bắt buộc phải mua một lượng tài sản nhất định (chứng khoán, ngoại tệ, hàng hóa) theo một mức giá đã được thỏa thuận trước vào một ngày xác định trong tương lai – expiration date (theo kiểu Châu Âu) hoặc được thực hiện trước ngày đó (theo kiểu Mỹ). Người bán call option nhận được tiền từ người mua call option nên họ có trách nhiệm bán một lượng tài sản nhất định theo một giá cả đã được thỏa thuận trước vào một ngày xác định trong tương lai hoặc được thực hiện trước ngày đó, khi người mua call option muốn thực hiện cái quyền được mua.

#### **Quyền chọn bán (put option)**

Trong giao dịch put option cũng có 2 bên tham gia: người mua put option (buyer put option- long put) và người bán put option (seller put option-short put).

Người mua put option sẽ trả cho người bán put option một khoản tiền - chi phí đó gọi là giá trị quyền chọn bán hay phí put option và người mua put option sẽ có quyền bán nhưng không bắt buộc phải bán một lượng tài sản nhất định (chứng khoán, ngoại tệ, hàng hóa) theo một mức giá đã được thỏa thuận trước vào một ngày xác định trong tương lai hoặc được thực hiện trước ngày đó.

Người bán put option nhận được tiền từ người mua put option, nên người bán sẽ có trách nhiệm phải mua một lượng tài sản nhất định theo một mức giá đã được thỏa thuận trước vào một ngày xác định trong tương lai hoặc được thực hiện trước ngày đó, khi người mua put option muốn thực hiện cái quyền được bán của nó.

**\* Theo thời gian thực hiện:** quyền chọn kiểu Mỹ và Châu Âu

Quyền chọn kiểu Châu Âu chỉ cho phép thực hiện quyền chọn tại thời điểm hợp đồng đáo hạn.

Quyền chọn kiểu Mỹ cho phép thực hiện quyền chọn vào những ngày làm việc hợp pháp trong thời gian hiệu lực của hợp đồng và trước khi hợp đồng đáo hạn.

**\* Theo tài sản cơ sở**

### **Quyền chọn cổ phiếu**

Quyền chọn đối với các cổ phiếu riêng lẻ đôi khi được gọi là quyền chọn cổ phiếu hay quyền chọn vốn cổ phần. Các quyền chọn này tồn tại đối với hàng ngàn cổ phiếu riêng lẻ, mặc dù khối lượng giao dịch có thể thấp đối với quyền chọn một số loại cổ phiếu nhất định. Ngoài ra, một số loại quyền chọn đối với hầu hết mọi cổ phiếu, như loại có thời gian đáo hạn và loại cường giá DITM (deep in the money) và chìm sâu vào trạng thái kiệt giá DOTM (deep out of the money), có khối lượng giao dịch rất thấp. Ở Mỹ, quyền chọn đối với nhiều loại cổ phiếu được giao dịch trên nhiều sàn giao dịch.

### **Quyền chọn chỉ số**

Đối với quyền chọn chỉ số, chúng ta hiểu các mức yết giá là giá trị thị trường của cổ phiếu so với một mức giá trị cơ sở, được thiết lập từ nhiều năm trước, khi chỉ số được khởi tạo.

Quyền chọn chỉ số hiện hữu đối với các loại chỉ số bao hàm rất rộng, ví dụ như chỉ số S&P 500 và NASDAQ 100, và cũng hiện hữu đối với các chỉ số được xác định hẹp hơn. Chỉ số được nhiều theo dõi như chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones chỉ bao gồm 30 cổ phiếu nhưng quyền chọn chỉ số này được giao dịch rất sôi động. Ngoài ra, có các quyền chọn chỉ số đối với các chỉ số của nhiều ngành kinh doanh khác nhau (ví dụ kỹ thuật, truyền thông, dầu hỏa) và những khu vực thị trường khác nhau (ví dụ các cổ phiếu được vốn hóa lớn), các cổ phiếu được vốn hóa trung bình, các cổ phiếu được vốn hóa thấp.

### **Quyền chọn tiền tệ**

Vì nhiều công ty và nhà đầu tư nhạy cảm với rủi ro tỷ giá, quyền chọn tiền tệ, cũng như các công cụ phái sinh khác, được sử dụng rộng rãi.

### **Các dạng quyền chọn khác**

Một số các công cụ thông dụng khác về thực tế rất giống quyền chọn ví dụ như chứng chỉ đặc quyền, quyền chuyển đổi trái phiếu, quyền mua lại trái phiếu, quyền chọn cổ phiếu dành cho nhà quản trị. Bản thân cổ phiếu là một quyền chọn mua đối với giá trị tài sản công ty do trái chủ bán ra với giá thực hiện bằng với khoản giá trị nợ.

### **Quyền chọn thực**

Quyền chọn thực (real option) không phải là quyền chọn với bất động sản, và tên gọi này cũng không có ý nói là các quyền chọn khác có phần nào đó không thực. Quyền chọn thực là các quyền chọn thường được thấy trong các quyết định đầu tư của công ty, các quyết định này thường được gọi là đầu tư thực.

#### **1.2.3. Ứng dụng của quyền chọn.**

**\* Quyền lựa chọn cho phép nhà đầu tư thu được tỷ lệ % lợi tức trên vốn đầu tư cao nhất.**

Giả sử thị trường hiện nay của cổ phiếu XYZ là 42.000 VND/cổ phần, và bạn dự đoán sau nửa năm nữa, giá cổ phiếu XYZ sẽ tăng mạnh, lên tới 50.000 VND. Giả sử

các quyền lựa chọn có liên quan đến giao dịch cổ phiếu XYZ được niêm yết, bạn có thể mua một quyền chọn mua cổ phiếu XYZ với giá 40.000 VND/cổ phần.

Trong vòng 6 tháng giá cổ phiếu XYZ tăng lên 50.000 VND /cổ phần. Bạn có thể buộc người bán giao 100 cổ phần XYZ cho bạn với giá 40.000 VND /cổ phần, sau đó bán chúng ra thị trường với giá 50.000 VND.

Như vậy bạn đã tạo ra một lợi nhuận đáng kể. Trên thực tế bạn đã thu được lợi nhuận 60.000 VND trên khoản đầu tư 40.000 VND, vậy lợi suất là 150%, trong khoảng thời gian là 6 tháng.

#### **\* Quyền chọn được sử dụng để bảo vệ lợi nhuận**

Với XYZ đang có giá thị trường là 44.000 VND, người sở hữu 100 cổ phần XYZ bán một quyền chọn mua XYZ 44.000 với giá quyền là 400.000 VND.

Nếu giá thị trường của XYZ giảm xuống 40.000 VND, người bán sẽ được bảo vệ trước khoản thua lỗ nhờ có 400.000 VND nhận được từ việc bán quyền chọn. Nếu XYZ tiếp tục giảm giá thì đương nhiên người bán sẽ mất tiền. Như vậy khoản thu 400.000 VND từ việc bán quyền lựa chọn tạo ra một sự bảo vệ cục bộ đối với tình trạng sụt giá.

Nếu trong 6 tháng tới giá XYZ vẫn giữ nguyên, quyền sẽ không được thực hiện. Khoản thu phụ trội 400.000 VND là một thu nhập bổ sung trên tổng đầu tư.

Các hợp đồng quyền chọn thường được giao dịch trên thị trường chứng khoán hoặc thị trường phi chính thức. Hiện nay, chủ yếu các hợp đồng quyền chọn được mua bán rộng rãi tại văn phòng thị trường chứng khoán (Chicago board Option Exchange–CBOE, Philadelphia Exchange–PHLX, The American Stock Exchange–AMEX, The Pacific Stock Exchange–PSE, The New York Stock Exchange–NYSE...). Việc mua bán dưới hình thức hợp đồng chọn tại các văn phòng thị trường chứng khoán có nhiều khía cạnh giống như mua bán hợp đồng tương lai. Văn phòng thị trường chứng khoán phải xác định rõ các điều kiện, mức độ, thời gian đáo hạn và ấn định giá của hợp đồng quyền chọn được mua bán trên thị trường của họ. Và để giảm rủi ro của việc thực hiện

hợp đồng, lúc mua sản phẩm (cổ phiếu chẳng hạn), người đầu tư mở tài khoản dự trữ bắt buộc với người môi giới của họ, mức độ dự trữ tùy thuộc vào loại hàng hoá được giao dịch và tùy vào từng tình huống cụ thể. Đồng thời, cũng có những quy định để kiểm soát thị trường hợp đồng quyền chọn, như những qui định kiểm soát ứng xử của thương nhân, của những người tạo lập thị trường.

**\* Sử dụng quyền chọn để đầu cơ**

Giả sử trong tháng 9 nhà đầu cơ muốn mua cổ phiếu Exxon; mặt khác, lại muốn đầu cơ thu lợi nhuận khi giá cổ phiếu tăng. Giả định giá cổ phiếu hiện tại là 78 USD và quyền chọn mua tháng 12 có giá thực hiện 80 USD được bán với giá là 3 USD. Giả thiết nhà đầu cơ sẵn lòng đầu tư 7.800 USD. Tình huống thứ nhất là mua 100 cổ phiếu; tình huống thứ hai là mua 2.600 quyền chọn mua (nghĩa là 26 hợp đồng quyền chọn mua) cổ phiếu Exxon.

*Các chiến lược đầu cơ:*

1. Mua 100 cổ phiếu Exxon.
2. Mua 2.600 quyền chọn mua (hay 26 hợp đồng) tháng 12 cổ phiếu Exxon với giá thực hiện 80 USD.

Chi phí mỗi chiến lược là 7.800 USD.

*Lợi ích có thể đạt được :*

1. Giá cổ phiếu Exxon tăng đến 90 USD vào tháng 12. Nhà đầu tư thu lợi 1.200 USD khi sử dụng chiến lược thứ nhất và được 18.200USD với chiến lược thứ hai.
2. Giá cổ phiếu Exxon giảm xuống 70 USD vào tháng 12. Nhà đầu tư bị lỗ 800 USD khi dùng chiến lược đầu tiên và 7.800 với chiến lược thứ hai.

Giả sử nhận định của nhà đầu tư là đúng và giá của cổ phiếu Exxon tăng lên 90 USD vào tháng 12. Mua cổ phiếu theo giải pháp thứ nhất nhà đầu cơ thu được:

$$100 \times (90 \text{ USD} - 78 \text{ USD}) = 1.200 \text{ USD}$$



Tuy nhiên, giải pháp thứ 2 thu nhiều lợi nhuận hơn. Một quyền chọn mua cổ phiếu Exxon với giá thực hiện là 80 USD sẽ thu lợi 10 USD, vì quyền chọn có giá trị 90 USD nhưng giá thực hiện chỉ là 80 USD. Tổng giá trị của tất cả quyền chọn đã mua là:

$$2.600 \times 10 \text{ USD} = 26.000 \text{ USD}$$

Trừ đi chi phí phải trả khi mua quyền chọn:

$$26.000 \text{ USD} - 7.800 \text{ USD} = 18.200 \text{ USD}$$

Vì vậy, chiến lược quyền chọn thu lợi gấp 15 lần chiến lược mua cổ phiếu.

Tuy nhiên, quyền chọn cũng gây ra mức độ thiệt hại lớn hơn. Giả sử giá cổ phiếu rớt xuống 70 USD vào tháng 12. Giải pháp thứ nhất lỗ:

$$100 \times (70 \text{ USD} - 78 \text{ USD}) = - 800 \text{ USD}$$

Với chiến lược option, vì quyền chọn mua sẽ không được thực hiện nên dẫn đến lỗ 7.800 USD tiền lệ phí.

Rõ ràng giao dịch quyền chọn cung cấp một loại đòn bẩy tài chính. Với những đầu cơ sẵn có, nếu sử dụng quyền chọn để gia tăng hiệu quả tài chính, thì kết quả có thể là: khi có lợi sẽ càng được lợi hơn, nhưng khi bị thiệt hại sẽ càng trở nên tồi tệ hơn.

### **1.3. Hợp đồng giao sau**

#### **1.3.1. Quá trình hình thành và phát triển của thị trường giao sau <sup>3</sup>.**

Vào những năm 1840, Chicago nhanh chóng trở thành trung tâm phân phối và vận chuyển của vùng Trung Tây nước Mỹ. Nông dân chở ngũ cốc từ các nông trại vành đai đến Chicago để bán và sau đó phân phối về hướng Tây dọc theo đường ray và hồ lớn. Có điều là do sản xuất ngũ cốc có tính chất mùa vụ nên phần lớn ngũ cốc chở đến Chicago vào mùa hạ và mùa Thu, vì thế các kho bãi của thành phố không đủ để dự trữ cho những gia tăng tạm thời trong nguồn cung ứng. Giá cả giảm đáng kể vào thời kỳ thu hoạch khi cung tăng nhưng sau đó giá lại tăng đều đặn.

---

<sup>3</sup> TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), Quản trị rủi ro tài chính, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh [111].

Vào năm 1848, một nhóm thương gia đã thực hiện bước đầu làm nhẹ bớt vấn đề này bằng cách thành CBOT (hội đường thương mại Chicago), CBOT ban đầu được tổ chức vì mục đích chuẩn hóa số lượng và chất lượng ngũ cốc. Một vài năm sau đó, hợp đồng kỳ hạn đầu tiên được triển khai gọi là hợp đồng đến trước (to – arrive contract), cho phép công nhân có thể đồng ý giao ngũ cốc vào một ngày trong tương lai với một giá xác định trước. Thỏa thuận này làm cho nông dân không phải chờ ngũ cốc đến Chicago vào thời kỳ thu hoạch nữa nhưng lại có thể cố định được mức giá và ngày mà sau đó ngũ cốc sẽ được bán.

Các hợp đồng đến trước này tỏ ra là một công cụ “lạ lùng”. Chẳng bao lâu các nhà đầu cơ thấy rằng họ có thể mua bán hợp đồng hơn là mua bán chính ngũ cốc đó. Bằng cách này, họ có thể đầu cơ trên giá ngũ cốc giao dịch trong tương lai và không phải lo lắng về việc giao nhận hàng và kho chứa ngũ cốc. Không lâu sau đó, sàn giao dịch thiết lập các điều kiện và quy định để điều hành các giao dịch này. Vào những năm 1920, công ty thanh toán bù trừ được thành lập. Vào khoảng thời gian đó, hầu hết các thành phần chủ yếu của hợp đồng giao sau đã trở về đúng như những ý nghĩa của chúng.

Vào năm 1874, Chicago Product Exchange được thành lập và sau đó trở thành Chicago Butter and Egg Board. Vào năm 1898, tổ chức này được sắp xếp lại thành Sàn Giao Dịch Hàng Hóa Chicago (Chicago Mercantile Exchange – CME). Hiện nay đây là sàn giao dịch hợp đồng giao sau lớn thứ hai thế giới. Nhiều năm trôi qua, nhiều sàn giao dịch đã được thành lập bao gồm sàn giao dịch giao sau New York (1979), đây là một chi nhánh của Sàn giao dịch chứng khoán New York.

Trong 120 năm đầu, sàn giao dịch giao sau đã triển khai giao dịch trên các hợp đồng hàng hóa như nông sản và khoáng sản. Sau đó vào năm 1971, những quốc gia ở phương Tây bắt đầu cho phép tỷ giá các đồng tiền của họ dao động mạnh. Cơ chế tỷ thả nổi này đã mở ra một triển vọng cho việc hình thành thị trường tiền tệ quốc tế (International Monetary Market – IMM) vào năm 1972. Thị trường tiền tệ quốc tế là

một chi nhánh của CME và chuyên giao dịch hợp đồng giao sau các ngoại tệ. Các loại ngoại tệ này chính là các hợp đồng giao sau lãi suất đầu tiên xuất hiện vào năm 1975, khi CBOT tạo ra các hợp đồng giao sau GNMA (Government National Mortgage Assosiation). Đây là một hợp đồng trên chứng chỉ của hiệp hội thế chấp quốc gia thuộc chính phủ tính theo lãi suất thế chấp.

Vào năm 1976, thị trường tiền tệ quốc tế đã giới thiệu hợp đồng giao sau đầu tiên trên trái phiếu chính phủ và các công cụ tài chính ngắn hạn là trái phiếu kho bạc T – Bill Mỹ loại 90 ngày. Hợp đồng này đã được giao dịch rất năng động trong nhiều năm liền nhưng sau đó đã giảm dần do những thành công mang lại từ các hợp đồng giao sau Eurodollar, đây là dạng giao dịch đã được phát triển mạnh mẽ trong những năm thập niên 1980.

Vào năm 1977, CBOT bắt đầu cho giao dịch sau trái phiếu kho bạc T – Bond Mỹ, đây là loại hợp đồng giao sau thành công nhất trong các thời kỳ. Chỉ trong vòng một vài năm, công cụ này đã trở thành hợp đồng giao dịch năng động nhất và vượt qua cả hợp đồng giao sau ngũ cốc, vốn đã tồn tại hơn một thế kỷ trước đây.

Vào thập niên 1980, hợp đồng giao sau chỉ số chứng khoán đã đạt được những thành công cao độ. Công cụ này là chiếc cầu nối giữa các nhà giao dịch cổ phiếu tại New York và các nhà giao dịch giao sau tại Chicago. Tuy nhiên, có một điều thú vị là hợp đồng giao sau chỉ số chứng khoán lại không phải xuất hiện ở New York hoặc Chicago mà là tại thành phố Kansas. Hội đồng thương mại thành phố Kansas đã hoàn thành quá trình đăng ký với bên đối tác New York và Chicago và vào ngày 16 tháng 2 năm 1982 đã cho khai trương các hợp đồng giao sau chỉ số Value Line. Thị trường quyền chọn và chỉ số, một bộ phận của CME, đã hình thành vào 21 tháng 4 với các hợp đồng giao sau S&P 500. Sàn giao dịch giao sau New York cũng đã tham gia vào cuộc chơi này vào ngày 6 tháng 5, với các hợp đồng giao sau chỉ số sàn giao dịch giao sau New York. Mặc dù vậy, hợp đồng giao sau chỉ số Value Line và NYSE hiện nay có khối lượng giao dịch không lớn lắm.

Có một điều thú vị là tại Mỹ, chỉ sau một vài năm đã có hợp đồng giao sau chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones, một chỉ số tên tuổi trên thị trường chứng khoán. Sau đó không lâu, sau khi hợp đồng giao sau chỉ số chứng khoán xuất hiện, CBOT đã cho khai trương một hợp đồng trên chỉ số trung bình Dow Jones, nhưng bị công ty Dow Jones từ chối. Dow Jones (DJ) không muốn tên tuổi của mình liên quan đến các giao dịch đầu cơ và cho rằng CBOT và các giao dịch kiếm lời trên tên tuổi của mình. Mặt khác, Standard and Poor's cũng cho phép sử dụng tên tuổi của mình trên các sản phẩm giao sau đối với các hợp đồng, và triển khai cả các chỉ số mới với xu hướng có hợp đồng giao sau giao dịch trên đó. Bị DJ từ chối, sau đó CBOT tạo ra một hợp đồng tương tự gọi là chỉ số thị trường chủ yếu (Major Market Index) và được giao dịch trong một số năm nhưng cuối cùng cũng phải ngừng hoạt động. Mặc dù vậy, vào năm 1997 Dow Jones quyết định sẽ tham gia vào hoạt động giao sau chỉ số và cho phép CBOT sử dụng tên tuổi của mình đối với các giao dịch giao sau và sản phẩm giao dịch chứng khoán Mỹ đối với các giao dịch quyền chọn. Dow Jones cũng bắt đầu cho phép sử dụng tên tuổi của mình trên các chỉ số trung bình khác và tạo ra các chỉ số thị trường mới, trong đó có một số thị trường nước ngoài, với mục đích khuyến khích các giao dịch giao sau trên các chỉ số này.

Hợp đồng giao dịch chỉ số chứng khoán đã thành công vang dội khắp toàn cầu. Hầu hết các nước phát triển đều có sản phẩm giao sau riêng cho hợp đồng chỉ số chứng khoán hoạt động thành công. Một số nước có hợp đồng giao sau chỉ số chứng khoán cực kỳ phổ biến gồm Anh, Pháp, Nhật, Đức, Tây Ban Nha và Hồng Kông .

### **1.3.2. Khái niệm và đặc điểm của hợp đồng giao sau**

#### **\* Hợp đồng kỳ hạn**

Hợp đồng kỳ hạn là hợp đồng giữa hai bên - người mua và người bán - để mua hoặc bán tài sản vào một ngày trong tương lai với giá đã thỏa thuận ngày hôm nay. Nếu vào ngày đáo hạn, giá thực tế cao hơn giá thực hiện, người sở hữu hợp đồng sẽ kiếm được lợi nhuận, nếu giá thấp hơn, người sở hữu hợp đồng sẽ chịu một khoản lỗ.

Theo hợp đồng này thì chỉ có hai bên tham gia vào việc ký kết, giá cả do hai bên tự thỏa thuận với nhau, dựa theo những ước tính mang tính các nhân. Giá hàng hoá đó trên thị trường giao ngay vào thời điểm giao nhận hàng hoá có thể thay đổi, tăng lên hoặc giảm xuống so với mức giá đã ký kết trong hợp đồng. Khi đó, một trong hai bên mua và bán sẽ bị thiệt hại do đã cam kết một mức giá thấp hơn (bên bán) hoặc cao hơn (bên mua) theo giá thị trường.

Như vậy bằng việc tham gia vào một hợp đồng kỳ hạn, cả hai bên đều giới hạn được rủi ro tiềm năng cũng như hạn chế lợi nhuận tiềm năng của mình. Và chỉ có hai bên tham gia vào hợp đồng, cho nên mỗi bên đều phụ thuộc duy nhất vào bên kia trong việc thực hiện hợp đồng. Khi có thay đổi giá cả trên thị trường giao ngay, rủi ro thanh toán sẽ tăng lên khi một trong hai bên không thực hiện hợp đồng. Ngoài ra, với mức giá đặt ra mang tính cá nhân và chủ quan nên rất có thể không chính xác.

Hợp đồng kỳ hạn gần giống với một quyền chọn, nhưng quyền chọn cho quyền nhưng không bắt buộc phải thực hiện giao dịch, trong khi người sở hữu hợp đồng kỳ hạn bắt buộc phải thực hiện. Nếu giá tài sản cơ sở thay đổi, người nắm giữ quyền chọn có thể quyết định mua hoặc bán với giá cố định. Mặt khác, hai bên trong hợp đồng kỳ hạn có nghĩa vụ phải mua và bán hàng hóa.

Kết quả của việc mua hợp đồng kỳ hạn được đặt thêm vào tiểu sử rủi ro gốc. Nếu giá thực tế vào ngày đáo hạn hợp đồng cao hơn giá mong đợi, rủi ro vốn có của công ty sẽ làm giảm giá trị công ty, nhưng sự sụt giảm này sẽ được đền bù bằng lợi nhuận của hợp đồng kỳ hạn. Vì vậy, với tiểu sử rủi ro được minh họa, hợp đồng kỳ hạn này cung cấp một phòng ngừa rủi ro hoàn hảo. (Nếu tiểu sử rủi ro nghiêng theo chiều dương chứ không theo chiều âm, rủi ro này sẽ được bảo hiểm bằng hợp đồng kỳ hạn bán thay vì hợp đồng kỳ hạn mua).

Ngoài tiểu sử rủi ro của mình, có hai đặc điểm của hợp đồng kỳ hạn cần được quan tâm. Thứ nhất, rủi ro không có khả năng chi trả (rủi ro tín dụng) của hợp đồng có hai chiều. Người sở hữu hợp đồng hoặc là nhận hoặc là thực hiện chi trả, phụ thuộc vào

biến động giá cả của tài sản cơ sở. Thứ hai, giá trị của hợp đồng kỳ hạn chỉ được giao nhận vào ngày đáo hạn hợp đồng; không có khoản chi trả nào được thực hiện vào ngày ký kết hoặc trong thời hạn của hợp đồng. Mặc dù thị trường kỳ hạn tồn tại đã lâu đời nhưng xem ra chúng cũng chưa được quen thuộc với mọi người cho lắm. Không giống như thị trường quyền chọn, chúng không có các phương tiện thực sự phục vụ giao dịch và không có một nơi nào hoặc một công ty nào được tổ chức riêng như là một thị trường. Các hợp đồng kỳ hạn hoàn toàn được giao dịch trên thị trường OTC bao gồm các liên lạc trực tiếp giữa các định chế tài chính chủ yếu.

Các thị trường kỳ hạn ngoại tệ tồn tại đã nhiều năm qua. Với tốc độ tăng trưởng nhanh của các thị trường công cụ phái sinh, chúng ta đã từng chứng kiến sự bùng nổ về thị trường kỳ hạn cho các công cụ khác. Ngày nay chúng ta dễ dàng tham gia vào các hợp đồng kỳ hạn chỉ số cổ phiếu, dầu hỏa hoặc là ngoại tệ. Ngoài ra, nghiên cứu hợp đồng kỳ hạn cũng giúp cho chúng ta hiểu hợp đồng giao sau một cách dễ dàng hơn.

#### **\* Hợp đồng giao sau**

Hợp đồng giao sau cũng là hợp đồng giữa hai bên - người mua và người bán để mua hoặc bán tài sản vào một ngày trong tương lai với giá đã thỏa thuận ngày hôm nay. Các hợp đồng được giao dịch trên sàn giao dịch giao sau và chịu quá trình thanh toán hàng ngày. Hợp đồng giao sau tiến triển từ hợp đồng kỳ và có nhiều đặc điểm giống với hợp đồng kỳ hạn. Về bản chất, chúng giống tính thanh khoản của hợp đồng kỳ hạn. Mặc dù vậy, không giống với hợp đồng kỳ hạn, các hợp đồng giao sau được giao dịch trên thị trường có tổ chức, gọi là sàn giao dịch giao sau. Người mua hợp đồng giao sau, là người có nghĩa vụ mua hàng hóa vào một ngày trong tương lai, có thể bán hợp đồng trên thị trường giao sau. Điều này đã làm cho họ thoát khỏi nghĩa vụ mua hàng hóa. Ngược lại, người bán hợp đồng giao sau, là người có nghĩa vụ bán hàng hóa vào một ngày trong tương lai, có thể mua lại hợp đồng trong thị trường giao sau. Điều này đã làm cho họ thoát khỏi nghĩa vụ bán hàng hóa.

Mặc dù hợp đồng giao sau đối với hàng hóa đã được giao dịch trên các sàn giao dịch có tổ chức nhưng từ những năm 1860, hợp đồng giao sau tài chính lại tương đối mới, bắt đầu từ việc giới thiệu hợp đồng giao sau tiền tệ vào năm 1972. Dạng cơ bản của hợp đồng giao sau giống với dạng cơ bản của hợp đồng kỳ hạn.

Giống như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng giao sau cũng có rủi ro hai chiều. Nhưng khác biệt rõ rệt với hợp đồng kỳ hạn, thị trường giao sau sử dụng hai công cụ để loại bỏ rủi ro tín dụng. Thứ nhất, thay vì giao nhận giá trị hợp đồng thông qua việc thanh toán đơn nhất vào ngày đáo hạn, thay đổi trong giá trị của hợp đồng giao sau được thực hiện vào cuối ngày chúng giao dịch. Giá định vào một ngày sau khi ký hợp đồng gốc, giá tăng và do đó hợp đồng có giá trị dương. Trong trường hợp hợp đồng kỳ hạn, sự thay đổi giá trị này sẽ không được nhận cho đến khi hợp đồng đáo hạn. Với hợp đồng giao sau, sự thay đổi giá trị được nhận vào cuối ngày. Theo ngôn ngữ của thị trường giao sau, hợp đồng giao sau có tính chất thanh toán tiền mặt, hoặc điều chỉnh theo thị trường hàng ngày.

Bởi vì thời hạn thực hiện của hợp đồng giao sau được rút ngắn bởi hành vi điều chỉnh theo thị trường, rủi ro không thanh toán vì vậy mà giảm đi. Thật vậy, vì giá trị của hợp đồng giao sau được chi trả hoặc nhận lại vào cuối mỗi ngày, không mấy khó khăn để hiểu tại sao Fischer Black lại liên tưởng một hợp đồng giao sau với “một chuỗi hợp đồng kỳ hạn. Mỗi ngày, hợp đồng của ngày hôm trước được thanh toán và hợp đồng của ngày hôm nay được ký kết”. Điều này nghĩa là, một hợp đồng giao sau giống như một chuỗi hợp đồng kỳ hạn mà hợp đồng “kỳ hạn” được ký kết vào ngày 0 được thanh toán vào ngày 1 và được thay thế bởi một hợp đồng “kỳ hạn” mới được ký kết thể hiện kỳ vọng về một ngày 1 mới. Hợp đồng mới này đến phiên nó lại được thanh toán vào ngày 2 và được thay thế, và cứ như vậy cho đến ngày kết thúc hợp đồng.

Đặc tính thứ hai của hợp đồng giao sau giúp làm giảm rủi ro không thanh toán là yêu cầu tất cả các thành viên tham gia thị trường - người bán và người mua đều như nhau - thực hiện một khoản ký cược được gọi là khoản ký quỹ. Nếu hợp đồng giao sau

của bạn tăng giá trị trong ngày giao dịch, mức tăng này sẽ được cộng vào tài khoản ký quỹ của bạn vào cuối ngày. Ngược lại, nếu hợp đồng của bạn giảm giá trị, khoản lỗ sẽ được trừ ra. Và nếu số dư tài khoản ký quỹ của bạn giảm xuống dưới một mức tối thiểu đã được thỏa thuận nào đó, bạn sẽ bị yêu cầu nộp một khoản ký quỹ bổ sung – tài khoản ký quỹ của bạn phải được bổ sung lại như cũ hoặc là vị thế của bạn sẽ đóng. Vì phương pháp này thông thường sẽ đóng bất kỳ vị thế nào trước khi tài khoản ký quỹ hết tiền, rủi ro thực hiện chủ yếu đã được giảm bớt.

Lưu ý rằng bản thân các sản phẩm giao dịch giao sau thường được giới hạn độ nhạy cảm với rủi ro không thanh toán của khách hàng của mình. Tuy vậy, mặc dù việc thanh toán hàng ngày và yêu cầu ký quỹ làm giảm rủi ro không chi trả, thật ra sự tồn tại của sản phẩm giao dịch (hay công ty thanh toán bù trừ) chủ yếu là để làm biến đổi rủi ro. Cụ thể hơn, sản phẩm giao dịch phải đương đầu với rủi ro hai chiều vốn có của hợp đồng kỳ hạn và giao sau thông qua việc hoạt động như là đối tác trong tất cả các giao dịch. Nếu bạn muốn mua hay bán một hợp đồng giao sau, bạn mua hoặc bán tài sản giao dịch. Vì vậy, bạn chỉ cần đánh giá rủi ro tín dụng của sản phẩm giao dịch, chứ không phải rủi ro tín dụng của một đối tác cụ thể nào cả.

Theo quan điểm của thị trường, sản phẩm giao dịch không làm giảm rủi ro: tỷ lệ không thanh toán dự kiến không bị ảnh hưởng bởi sự tồn tại của sản phẩm giao dịch. Tuy nhiên, sự tồn tại của sản phẩm giao dịch có thể thay đổi rủi ro không thanh toán mà một người tham gia thị trường đơn lẻ phải đối mặt. Nếu bạn mua một hợp đồng giao sau từ một cá nhân cụ thể, rủi ro không thanh toán mà bạn đương đầu được xác định bởi tỷ lệ không thanh toán của đối tác cụ thể đó. Nếu thay vào đó, bạn mua hợp đồng giao sau tương tự thông qua sản phẩm giao dịch, rủi ro không thanh toán của bạn phụ thuộc không chỉ vào tỷ lệ không thanh toán của đối tác của bạn mà vào tỷ lệ của toàn thị trường. Hơn nữa, xét về phương diện sản phẩm giao dịch được hình thành từ vốn cổ phần của các thành viên, rủi ro không thanh toán của bạn được giảm nhiều hơn vì bạn có quyền đòi tiền không phải với một đối tác cụ thể nào đó mà với cả sản phẩm giao dịch. Vì vậy, khi bạn giao dịch thông



qua sàn giao dịch, cũng có nghĩa là bạn đã mua một hợp đồng bảo hiểm từ sàn giao dịch rồi.

Chức năng kinh tế chủ yếu của sàn giao dịch là giảm chi phí giao dịch hợp đồng giao sau. Các giao dịch ẩn danh được sàn giao dịch hỗ trợ thực hiện bên cạnh tính đồng nhất của các hợp đồng giao sau – các tài sản đã được tiêu chuẩn hóa, ngày thực hiện (4 ngày mỗi năm), và qui mô hợp đồng - tạo điều kiện cho thị trường giao sau có tính thanh khoản. Tuy nhiên, như kinh nghiệm gần đây của sàn giao dịch Kim loại London cho thấy, cấu trúc của thị trường, gắn liền với thị trường, và tài khoản ký quỹ không xóa bỏ rủi ro không thanh toán. Trong tháng 11/1985, “tập đoàn thiếc” không thể thanh toán việc giao nhận thiếc trên sàn giao dịch Kim loại London, và do đó không thể khiến sàn giao dịch phải chịu trách nhiệm với các tổn thất.

Nói tóm lại, hợp đồng giao sau rất giống với một danh mục các hợp đồng kỳ hạn. Vào lúc đóng cửa giao dịch mỗi ngày, thực tế, các hợp đồng mang tính chất hợp đồng kỳ hạn đang tồn tại được thanh toán và một hợp đồng mới được ký kết. Tính chất thanh toán hàng ngày kết hợp với yêu cầu ký quỹ cho phép hợp đồng giao sau giảm thiểu đáng kể rủi ro tín dụng vốn có của hợp đồng kỳ hạn.

Hợp đồng giao sau, nhờ đặc tính linh hoạt của nó, đã khắc phục được những nhược điểm của hợp đồng kỳ hạn, và thường được xem là một cách thức tốt hơn để phòng ngừa rủi ro trong kinh doanh.

**Những điểm khác biệt căn bản của hợp đồng giao sau so với hợp đồng kỳ hạn là:**

\* *Niêm yết trên sổ giao dịch.* Một giao dịch hợp đồng giao sau nói chung được xử lý trên một Sổ giao dịch. Điểm này cho phép giá cả được hình thành hợp lý hơn, do các bên mua bán được cung cấp thông tin đầy đủ và công khai.

\* *Xóa bỏ rủi ro tín dụng.* Trong các giao dịch hợp đồng giao sau được niêm yết trên sổ giao dịch, cả hai bên bán và mua đều không bao giờ biết về đối tác giao dịch của mình. Công ty thanh toán bù trừ sẽ phục vụ như một trung gian trong tất cả các

giao dịch. Người bán bán cho công ty thanh toán bù trừ, và người mua cũng mua qua công ty thanh toán bù trừ. Nếu một trong hai bên không thực hiện được hợp đồng thì vẫn không ảnh hưởng đến bên kia.

\* *Tiêu chuẩn hoá.* Các hợp đồng kỳ hạn có thể được thảo ra với một hàng hoá bất kỳ, khối lượng, chất lượng, thời gian giao hàng bất kỳ, theo thoả thuận chung giữa hai bên bán, mua. Tuy nhiên, các hợp đồng tương lai niêm yết trên sở giao dịch đòi hỏi việc giao nhận một khối lượng cụ thể của một hàng hoá cụ thể đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng tối thiểu, theo một thời hạn được ấn định trước.

\* *Điều chỉnh việc đánh giá theo mức giá thị trường (Marking to market).* Trong các hợp đồng kỳ hạn, các khoản lỗ, lãi chỉ được trả khi hợp đồng đến hạn. Với một hợp đồng giao sau, bất kỳ món lợi nào cũng được giao nhận hàng ngày. Cụ thể là nếu giá của hàng hoá cơ sở biến động khác với giá đã thoả thuận (giá thực hiện hợp đồng) thì bên bị thiệt hại do sự thay đổi giá này phải trả tiền cho bên được lợi từ sự thay đổi giá đó. Trên thực tế, và không bên nào biết về đối tác của mình trong giao dịch, nên những người thua đều trả tiền cho công ty thanh toán bù trừ, và công ty này sẽ trả tiền cho những người thắng.

### **1.3.3. Phân biệt thị trường giao ngay và giao sau**

#### **\* Bản chất của thị trường**

Xét trên cơ bản thì thị trường giao sau có cơ cấu tổ chức và quy trình giao dịch là thị trường phái sinh. Phái sinh được hiểu là một loại công cụ tài chính được giao dịch phụ thuộc vào giá trị của một hay nhiều hàng hóa cơ sở khác nhau. Trên thị trường giao sau, chủng loại sản phẩm hàng hóa mua bán rất đa dạng, phong phú thuộc nhiều lĩnh vực khác nhau, trong đó có hàng hóa của thị trường chứng khoán, cụ thể là các chỉ số giá trái phiếu, cổ phiếu... Việc mua bán mang danh nghĩa là giao dịch hàng hóa nhưng người ta không chờ đợi một sự giao nhận hàng hóa như cam kết trong hợp đồng vì đa số họ không có hàng hóa cũng như không cần mua loại hàng hóa đó. Trong nhiều trường hợp, người ta chỉ mượn giá trị của hàng hóa cơ sở để mua đi bán lại hợp

đồng giao sau nhằm mục đích phòng ngừa rủi ro về giá hoặc đầu cơ kiếm lời. Ngược lại, với thị trường giao ngay, khi có nhu cầu mua hàng hóa thật sự thì người mua và người bán cùng lập một hợp đồng kinh tế trong đó có thể kèm các qui định về giao hàng và thanh toán sau. Các hợp đồng mua bán giao ngay không được mua bán, sang nhượng cho người khác. Vì trong hợp đồng thường quy định rõ ràng trách nhiệm, nghĩa vụ và quyền lợi của từng chủ thể kể từ khi hợp đồng được ký kết cho đến khi thực hiện hoàn tất theo quy định. Trong trường hợp phải thanh lý hợp đồng trước thời hạn, thường có kèm theo bồi thường của một bên do vi phạm một trong các điều khoản quy định trong hợp đồng giao ngay.

#### **\* Lợi ích của thị trường**

Thị trường hàng hóa giao sau là nơi tiến hành các giao dịch, ký kết các hợp đồng giao sau mua bán về hàng hóa. Số lượng, chất lượng, giá cả, phương thức giao nhận hàng đều quy định cụ thể trong hợp đồng tại thời điểm ký kết. Việc giao nhận hàng, thanh toán sẽ được tiến hành vào một thời điểm xác định trong tương lai. Do vậy, người tham gia thị trường giao sau có thể làm giảm hoặc loại bỏ hoàn toàn rủi ro về biến động giá cả, đặc biệt là rủi ro chênh lệch tỷ giá hối đoái. Rủi ro tỷ giá hối đoái là rủi ro thường gặp trên thị trường giao ngay, vì tỷ giá luôn biến động lên xuống bất thường nên không thể đoán trước được. Rủi ro tỷ giá hối đoái được đo bằng độ lệch chuẩn, độ lệch chuẩn càng cao thì mức độ rủi ro càng cao. Như vậy, tham gia thị trường giao sau là cách thức phòng tránh rủi ro tỷ giá rất hiệu quả.

#### **\* Tổ chức thị trường**

Thị trường giao sau được tổ chức tập trung, các hợp đồng giao sau chỉ được mua bán thông qua sở giao dịch và chịu sự quản lý, giám sát của trung tâm thanh toán bù trừ, trong khi đó việc ký kết và thực hiện hợp đồng giao ngay được thực hiện ngoài sở giao dịch.

#### **\* Sự hội tụ của giá giao sau và giá giao ngay**

Khi tháng giao hàng của hợp đồng giao sau đến gần thì giá giao sau sẽ hội tụ với giá giao ngay của tài sản trao đổi. Đến đúng thời kỳ giao hàng giá giao sau sẽ bằng hoặc gần bằng với giá giao ngay.

Giả sử rằng trong thời hạn giao hàng giá giao sau ở trên mức giá giao ngay. Rõ ràng là có cơ hội cho các nhà kinh doanh tiến hành giao dịch kiếm chênh lệch giá: Bán hợp đồng giao sau, mua tài sản, thực hiện chuyển giao. Các bước này chắc chắn dẫn đến mức lợi nhuận bằng với mức chênh lệch giá giao sau và giá giao ngay. Do các nhà kinh doanh khai thác cơ hội kiếm chênh lệch giá này, giá giao sau sẽ giảm. Tiếp theo giả sử rằng trong thời hạn giao hàng giá giao sau thấp hơn giá giao ngay. Các công ty quan tâm đến nhu cầu về tài sản sẽ tìm cách tham gia mua hợp đồng giao sau trên thị trường và chờ thực hiện giao hàng. Do họ làm như vậy, giá giao sau có xu hướng tăng. Kết quả là giá giao sau sẽ tiến gần sát với giá giao ngay trong thời hạn giao hàng.

#### **1.3.4. Mục đích, vai trò của hợp đồng giao sau**

##### **\* Hợp đồng giao sau đóng vai trò như một công cụ đầu tư**

Đây là một vai trò hết sức quan trọng của thị trường giao sau. Các nhà đầu tư sử dụng hợp đồng giao sau như một công cụ đầu cơ để kiếm lời, nhờ đó thị trường giao sau mới hoạt động liên tục, nhộn nhịp và hiệu quả được. Sở dĩ người đầu cơ mạo hiểm chấp nhận rủi ro để tham gia thị trường giao sau là vì công cụ đòn bẩy tài chính của thị trường giao sau.

Khi người đầu cơ tham gia vào thị trường giao sau, họ không phải bỏ ra đầy đủ số tiền như mình đã ký kết trong hợp đồng để bảo đảm cho việc thực hiện nghĩa vụ của mình, thay vào đó là đóng tiền bảo chứng cho mỗi lần giao dịch. Các sở giao dịch trên thế giới đều buộc những người tham gia đóng tiền bảo chứng (margin) và quy định cụ thể mức duy trì tài khoản bảo chứng (maintenant margin) là mức tiền bảo chứng thấp nhất cho phép. Tùy thuộc vào loại hàng hóa mà sở giao dịch quy định mức tiền bảo chứng cụ thể cho mỗi hợp đồng; các bên đóng đầy đủ tiền bảo chứng là có thể an tâm

rằng hợp đồng giao sau mà mình ký kết sẽ được thực hiện, trừ phi có lệnh gọi đóng thêm tiền khi tài khoản bảo chứng rớt xuống dưới mức duy trì (maintenant margin). Càng lập nhiều hợp đồng thì phải đóng nhiều tiền bảo chứng tương ứng với số lượng hợp đồng; ví dụ như một người lập 3 hợp đồng giao sau thì phải đóng một số tiền bảo chứng gấp 3 lần số tiền bảo chứng quy định cho một hợp đồng đó.

Thông thường, mức tiền bảo chứng chỉ nằm trong khoảng từ 2% đến 20% giá trị hợp đồng giao sau tùy thuộc vào loại hàng hóa. Mức tiền bảo chứng càng thấp thì khả năng đòn bẩy tài chính càng cao. Tiền bảo chứng chỉ là một tài khoản cam kết thi hành hợp đồng ở một mức giá cụ thể, (không phải là chi phí cho việc lập hợp đồng giao sau) do đó sự thay đổi giá cả trên thị trường giao sau so với mức giá mà người đó đã thiết lập có thể ảnh hưởng đến tài khoản bảo chứng.

Giả sử như một người ký thác vào công ty kinh doanh hợp đồng giao sau một số tiền bảo chứng là 2.500 USD để mua một hợp đồng giao sau của một loại hàng hóa trị giá 10.000 USD và mức duy trì tiền bảo chứng do sở giao dịch quy định là 1.500 USD. Trong trường hợp này thì tài khoản bảo chứng bằng 25% giá trị hợp đồng. Nếu giá trị của hàng hóa cơ sở đó trên thị trường giao sau tăng lên thành 11.000 USD, người đó thanh lý hợp đồng của mình thì thu về một khoản lợi là 1.000 USD. Tương ứng với số vốn bỏ ra là 2.500 USD thì anh ta được lãi 40% thay vì chỉ lãi 10% nếu phải đóng đầy đủ toàn bộ số tiền tương ứng giá trị hợp đồng. Nhưng ngược lại, nếu giá trị hàng hóa cơ sở trên thị trường giao sau giảm xuống còn 9.000 USD tương ứng với khoản lỗ là 1.000 USD thì dù anh ta chưa thanh lý hợp đồng nhưng khoản lỗ đã làm cho tài khoản bảo chứng của anh ta dự kiến mất đi 1.000 USD, chạm vào mức duy trì tài khoản bảo chứng. Cơ quan thanh lý sẽ đưa thông báo gọi đóng tiền thông qua công ty kinh doanh hợp đồng giao sau mà anh có tài khoản để đảm bảo tài khoản bảo chứng đúng như mức quy định. Nếu không đóng tiền thì Cơ quan thanh lý tự động thanh lý hợp đồng đó, khoản lỗ của anh ta lên đến 40% so với tiền đầu tư ban đầu.

Như vậy, đòn bẩy tài chính như là con dao hai lưỡi. Nó mang lại nhiều lợi nhuận cho nhà đầu tư, giúp cho mọi người có thể kiếm lời từ sự thay đổi giá cả của các loại hàng hóa. Ngược lại, nó cũng là nơi dành cho những người đầu cơ dám chấp nhận rủi ro và là công cụ nguy hiểm cho các loại tội phạm tài chính. Trường hợp của quỹ Quantum dùng đòn bẩy hợp đồng giao sau để kinh doanh đã làm khủng hoảng nền kinh tế Thái Lan, các nước khu vực Đông Nam Á vào năm 1997 là một ví dụ tiêu biểu cho sự thống nhất biện chứng giữa rủi ro và lợi ích của hợp đồng giao sau. Tuy vậy, những trường hợp như vậy chỉ là những trường hợp cá biệt, vai trò của nó dành cho nhóm người bảo hộ còn rất lớn, đó là lý do vì sao mà thị trường giao sau vẫn tồn tại và phát triển ngày càng mạnh mẽ.

**\* Bên cạnh đó, hợp đồng giao sau còn có vai trò là một công cụ bảo hộ**

Nhóm người bảo hộ là tất cả những người sử dụng hợp đồng giao sau để bảo hộ cho hoạt động kinh doanh của mình, bao gồm: người sản xuất, người sở hữu hàng hóa, người xuất khẩu, người nhập khẩu, các công ty, các công ty quản lý quỹ, các ngân hàng, các công ty đa quốc gia và kể cả chính phủ. Họ bảo hộ những rủi ro sau:

- Đối với sự biến đổi về giá cả hàng hóa đối với các nguyên vật liệu thô (về năng lượng, kim loại, nông sản...). Người mua không muốn giá quá cao nên đã mua trước bằng hợp đồng giao sau ở một giá định trước, còn người bán thì không muốn giá cả rớt quá thấp nên đã bán trước bằng hợp đồng giao sau.

- Đối với sự thay đổi của tỷ giá hối đoái. Người nhập khẩu thì không muốn đồng ngoại tệ thanh toán lên giá nên đã mua trước bằng hợp đồng giao sau, trong khi người xuất khẩu thì không mong muốn đồng ngoại tệ rớt giá bằng cách bán trước đồng ngoại tệ thanh toán bằng hợp đồng giao sau.

- Đối với sự thay đổi về lãi suất. Các nhà kinh tế đã chứng minh được rằng lãi suất luôn đi ngược lại với giá trái phiếu chính phủ. Lãi suất cao thì giá trái phiếu sẽ hạ, ngược lại, nếu lãi suất hạ thì giá trái phiếu cao. Dựa vào tính chất đó mà các công ty, các quỹ đầu tư hoặc kể cả chính phủ thì hành các chính sách tài chính của mình sao cho

ít bị thiệt hại vì sự thay đổi về lãi suất. Chẳng hạn như một công ty muốn phát hành trái phiếu nhưng sợ lãi suất thị trường lên thì công ty phải tốn nhiều tiền để trả lãi, công ty thực hiện chiến lược bảo vệ bằng cách lập hợp đồng giao sau bán trái phiếu chính phủ trong tương lai. Nếu lãi suất thị trường lên thật thì giá trái phiếu chính phủ sẽ hạ, công ty này sẽ thanh lý hợp đồng giao sau trước đó bằng cách mua lại trái phiếu ở giá thấp. Khoản chênh lệch giá lời thu được sẽ bù đắp vào chi phí trả lãi suất trái phiếu của công ty.

- Đối với sự thay đổi của giá cả chứng khoán thì cũng tương tự như đối với trường hợp bảo vệ giá cả hàng hóa. Người dự định mua chứng khoán nhưng không muốn giá quá cao nên đã mua trước, nếu giá chứng khoán không lên hoặc rớt thì họ sẵn sàng mất một khoản thua lỗ (trong tài khoản bảo chứng) trên thị trường giao sau còn hơn mua và nắm giữ chứng khoán thật sự. Còn người muốn bán chứng khoán thì lo ngại giá sẽ giảm, nếu giá không giảm mà ngược lại còn tăng thì người bán sẽ chấp nhận một phần thua lỗ mà không bán chứng khoán nữa.

Đối với người bảo hộ thì họ có thể lựa chọn, một là thực hiện đúng như hợp đồng (thi hành hợp đồng), hoặc hai là thanh lý hợp đồng bằng thanh toán bù trừ. Thông thường, vì những lý do bị động về thời gian, địa điểm giao hàng, người bảo hộ vẫn thích thực hiện nghiệp vụ thanh toán bù trừ như nhà đầu cơ để bảo vệ cho rủi ro của họ.

Để tiện cho việc so sánh, quan hệ giữa người mua, người bán hợp đồng giao sau và lợi ích của họ được mô tả như sau:

**Bảng 1.1: Lý do để mua, bán hợp đồng giao sau**

	<b>Lý do để <i>mua</i> hợp đồng giao sau</b>	<b>Lý do để <i>bán</i> hợp đồng giao sau</b>
<b>Người bảo vệ.</b>	Khóa giá mua. Đạt được mục đích bảo hộ khi giá tăng.	Khóa giá bán. Đạt được mục đích bảo hộ khi giá giảm.
<b>Người đầu cơ.</b>	Kiểm lời từ việc tăng giá.	Kiểm lời từ việc giảm giá.

***\* Ngoài ra, hợp đồng giao sau còn là công cụ điều chỉnh giá cả trên thị trường.***

Việc các bên mua bán hàng hóa với giá cả dự kiến trong tương lai giúp cho thị trường tự điều chỉnh giá. Nếu có một tin xấu (chẳng hạn như thời tiết khó khăn có thể gây mất mùa) hoặc tin tốt (được mùa) sẽ xảy ra trong tương lai thì giá cả của mặt hàng đó sẽ tự động điều chỉnh trong một thời gian trên thị trường giao sau trước khi có sự thay đổi giá thực sự trên thị trường tự do. Nhờ biết trước được giá cả dự kiến trong tương lai nên những người cần bảo hộ có thể điều tiết sản xuất, tự động cân bằng cung cầu. Hơn thế nữa, việc niêm yết giá cả công khai trên thị trường sẽ giúp cho các nhà kinh doanh không lo việc mua bán không đúng giá, ép giá. Giá cả được niêm yết công khai không chỉ lợi cho những người giao dịch trên thị trường giao sau mà nó còn là căn cứ để các nhà kinh doanh trong nước, khu vực hoặc thế giới thực hiện việc mua bán của mình.

Như vậy, những người tham gia thị trường luôn thu đắc cho mình một lợi ích nhất định đằng sau hành vi mua hoặc bán đó. Ngoài ra, những chủ thể quản lý tuy không tham gia mua bán nhưng cũng có những lợi ích nhất định.

***\* Sử dụng giao sau để đầu cơ***

Vào tháng 2 một nhà đầu cơ người Mỹ nghĩ rằng đồng bảng Anh sẽ tăng giá so với đồng dollar trong vòng hai tháng tới và chuẩn bị cho tình huống này với tổng số tiền 250.000 GBP. Điều đơn giản mà nhà đầu cơ có thể làm là mua 250.000 GBP với hy vọng kiếm lời sau khi bán lại. Khi mua vào đồng bảng sẽ được giữ ở tài khoản chịu lãi. Một khả năng khác là mua 4 hợp đồng giao sau bảng Anh tháng 4 trên thị trường CME (mỗi hợp đồng giao sau là 62.500 GBP). Với giả định rằng tỷ giá hối đoái là 1,647 và giá giao sau tháng 4 là 1,641. Nếu vào tháng 4 tỷ giá hối đoái lên đến 1,7, thì khi đó theo hợp đồng giao sau nhà đầu cơ được mua tài sản trị giá 1,7 với giá chỉ có 1,641 USD, vì vậy mức lời sẽ là  $(1,7 - 1,641) \times 250.000 = 14.750$  USD. Trên thị trường tiền mặt thì tài sản được mua vào tháng 2 với giá 1,647 và bán vào tháng 4 với giá 1,7, như vậy mức lời sẽ là  $(1,7 - 1,647) \times 250.000 = 13.250$  USD. Nếu tỷ giá hối



đoái giảm xuống 1,6, lỗ trên hợp đồng giao sau là  $(1,6-1,641) \times 250.000 = - 10.250$  USD. Trong khi trên thị trường giao ngay lỗ  $(1,6-1,647) \times 250.000 = - 11.750$  USD.

Giải pháp đầu tiên mua đồng bảng Anh yêu cầu đầu tư trước 411.750 USD, ngược lại giải pháp sau yêu cầu nhà đầu cơ phải nộp số tiền mặt nhỏ là 25.000 USD để ký quỹ. Thị trường giao sau cho phép nhà đầu cơ sử dụng đòn bẩy tài chính. Với một lượng tiền nhỏ như vậy nhà đầu cơ sẽ có vị thế dài hạn.

*Các chiến lược đầu cơ:*

1. Mua 250.000 GBP với số tiền 411.750 USD, gửi vào tài khoản tiết kiệm hai tháng để thu lãi, và hy vọng rằng sẽ thu được lợi nhuận khi bán số Bảng Anh này vào cuối hai tháng tới.
2. Mua 4 hợp đồng giao sau tháng 4. Như vậy nhà đầu cơ sẽ mua 250.000 GBP với số tiền là 410.250 USD vào tháng 4. Nếu đến tháng 4 tỷ giá hối đoái đạt mức trên 1,641 thì nhà đầu tư sẽ thu được lợi nhuận.

*Lợi ích có thể đạt được:*

1. Nếu tỷ giá hối đoái là 1,7 trong hai tháng. Nhà đầu tư sẽ kiếm được 13.250 USD khi sử dụng chiến lược thứ nhất và được 14.750 USD với chiến lược thứ hai.
2. Nếu tỷ giá hối đoái là 1,6 trong hai tháng. Nhà đầu tư sẽ bị lỗ 11.750 USD khi sử dụng chiến lược thứ nhất và lỗ 10.250 USD trong chiến lược thứ hai.

#### **\* Đối với vai trò quản lý Nhà nước**

Thị trường chứng khoán là phong vũ biểu cho nền kinh tế của quốc gia, nhưng thực chất nó chỉ phản ánh trong giới hạn một số ngành nghề kinh tế và nó chịu ảnh hưởng một cách gián tiếp đối với sự thay đổi của nền kinh tế thế giới. Còn thị trường giao sau là một phong vũ biểu cho nền kinh tế trong tương lai và nó gần như chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các diễn tiến giá cả hàng hóa trên thế giới trong tương lai gần. Do đó, thị trường giao sau trở thành một công cụ để Nhà nước quản lý, quan sát sự biến chuyển trên thị trường giao sau nhằm đưa ra các chiến lược quan trọng để điều tiết và

phát triển kinh tế. Sau đây là một số lợi ích mà thị trường giao sau có thể mang lại đối với vai trò quản lý kinh tế của Nhà nước:

- Đối với các loại hàng hóa thông thường, sự xuất hiện thị trường giao sau sẽ giúp cho các thành phần tham gia thị trường cũng như Nhà nước nắm được quan hệ cung cầu và giá cả. Sự giao dịch tập trung giúp cho diễn tiến giá trên thị trường phản ánh được quan hệ cung cầu, đặc biệt hơn ở chỗ là giá cả đó lại là giá cả dự kiến trong tương lai gần. Những người bảo vệ sẽ không lo bị ép giá và tự động điều tiết việc sản xuất của mình dựa trên quan hệ cung cầu trên thị trường. Còn Nhà nước thì biết được quan hệ cung cầu và giá cả để định hướng sản xuất, thực hiện việc quản lý kinh tế vĩ mô.

- Việc tiêu chuẩn hóa trên thị trường giao sau là một dịp thuận tiện để Nhà nước tiêu chuẩn hóa và thống nhất chất lượng hàng hóa phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế, đồng thời nâng cao quy mô sản xuất để tiến tới một nền sản xuất chuyên nghiệp, có định hướng hơn, tránh sự sản xuất thiếu tập trung như hiện nay.

- Còn trong lĩnh vực tài chính thì thông qua thị trường giao sau mà Nhà nước có cơ sở thực hiện chính sách tiền tệ của mình. Sự thay đổi tỷ giá hối đoái, lãi suất hoặc các chỉ số chứng khoán trong tương lai gần được thể hiện trong thị trường giao sau, dựa vào những chuyển biến dự kiến đó mà Nhà nước kịp thời đưa ra những chính sách bảo vệ nền tài chính quốc gia.

- Ngoài ra, việc ghi sổ, cập nhật các thành phần tham gia, các lãnh vực được mua bán, sự thay đổi giá cả, thông tin v.v...trên thị trường giao sau có ý nghĩa rất lớn trong việc thống kê thương mại. Dựa vào số liệu thống kê đó, Nhà nước thực hiện việc quản lý kinh tế được hiệu quả hơn. Và cùng với nguồn dữ liệu thống kê được trong quá khứ sẽ giúp cho Nhà nước có cơ sở đưa ra được những dự đoán trong tương lai, tránh rơi vào những tình huống xấu xảy đến bất ngờ.

Trên đây là những lợi ích có thể thực hiện được dựa trên chính bản chất của thị trường giao sau. Bên cạnh đó, còn có nhiều lợi ích khác mà các nhà kinh tế đang tiếp tục nghiên cứu.

\* Từ những lợi ích thiết thực trên, các nước khác trên thế giới đều đang nỗ lực xây dựng và phát triển thị trường giao sau. Và để cho thị trường giao sau được hoạt động và phát triển trong sự quản lý và theo định hướng của Nhà nước, các nước có thị trường giao sau đều có luật qui định tổ chức và hoạt động của thị trường phái sinh và các văn bản luật cụ thể cho một số loại hợp đồng giao sau cụ thể. Ví dụ như Mỹ có luật riêng cho thị trường giao sau là Commodity Exchange Act of 1936 và hiện nay là Commodity Futures Modernization Act of 2000 ; Nhật Bản có Commodities Exchange Law 1950, Financial Futures Trading Law 1989 cho thị trường giao sau về hàng hóa và tài chính;... ngoài ra, ở mỗi thị trường, sở giao dịch đều ban hành qui định riêng cho từng loại hàng hóa cụ thể. Chẳng hạn hợp đồng giao sau cà phê Robusta, hợp đồng giao sau lúa mì, hợp đồng giao sau Eurodollar,... về các tiêu chuẩn số lượng, chất lượng, ngày giao hàng, địa điểm giao hàng và các tiêu chuẩn khác cho việc thực hiện hợp đồng giao sau. Điều này cho thấy xu hướng của các nước là hoàn thiện pháp luật hợp đồng của quốc gia để điều chỉnh chung cho hợp đồng giao sau, xây dựng pháp luật tổ chức thị trường giao sau, rồi sau đó giao cho sở giao dịch thẩm quyền ban hành các qui định cụ thể về hợp đồng của từng loại hàng hóa<sup>4</sup>.

### **1.3.5. Rủi ro của hợp đồng giao sau**

\* **Rủi ro tính thanh khoản:** rủi ro này xuất hiện khi khả năng tài chính của khách hàng không đáp ứng được các yêu cầu duy trì tài khoản ký quỹ của sàn giao dịch theo các đánh giá trạng thái hàng ngày. Trong trường hợp này nhà môi giới tự động đóng vị thế của khách hàng và kết thúc hợp đồng.

\* **Rủi ro đầu cơ:** hợp đồng giao sau được thiết lập dựa trên các loại hàng hóa cơ sở. Các bên tham gia ký kết hợp đồng không hẳn để thiết lập việc giao hàng thực tế hay phòng ngừa rủi ro về giá mà dùng hợp đồng giao sau làm công cụ đầu cơ thì khả năng thiệt hại cũng rất lớn. Ngoài ra, các nhà đầu cơ có thể tạo ra tình trạng khan hiếm ảo nhằm lũng đoạn và biến dạng thị trường nhằm mục đích thu lợi bất chính.

---

<sup>4</sup> Vai trò của hợp đồng giao sau (<http://lehoangnhi.wordpress.com/2004/04/16/futures-4/>)

\* **Rủi ro giao dịch:** rủi ro này trong thực tế xảy ra nhiều, chủ yếu liên quan đến kỹ thuật và quá trình thực hiện giao dịch, như là: các rủi ro trong quá trình đặt lệnh, các rủi ro về thị trường nhằm trong quá trình giao dịch.

\* **Rủi ro về khả năng có thể phòng ngừa rủi ro:** sự khác biệt khá lớn giữa thị trường thực tế và thị trường giao sau có thể làm cho các hợp đồng giao sau được ký kết với mục đích phòng ngừa rủi ro không thể thực hiện được hoặc chỉ thực hiện với tỷ lệ không cao.

### 1.3.6. Basic<sup>5</sup>

Basic là một khái niệm quan trọng nhất trên thị trường giao sau. Basic thường định nghĩa như là giá giao ngay trừ đi giá giao sau. Tuy nhiên có một số người thì lại thích định nghĩa basic như là giá giao sau trừ giá giao ngay.

Basic mở rộng: giá giao ngay tăng nhiều hơn là giá giao sau, basic sẽ tăng lên. Đây được gọi là basic mở rộng và chúng làm cải thiện thành quả của phòng ngừa vị thế bán (phòng ngừa vị thế bán nghĩa là mua giao ngay, bán giao sau; phòng ngừa vị thế mua nghĩa là bán giao ngay, mua giao sau).

Basic thu hẹp: nếu giá giao sau tăng nhiều hơn là giá giao ngay, basic sẽ giảm đi và làm giảm đi thành quả của phòng ngừa, đây được gọi là basic thu hẹp.

Basic là thước đo nói lên mối quan hệ giữa hợp đồng giao sau và hợp đồng giao ngay, basic thể hiện chênh lệch giữa giá giao ngay và giá giao sau. Basic đóng một vai trò quan trọng để hiểu được tiến trình phòng ngừa rủi ro.

Basic có ý nghĩa kinh tế hoàn toàn khác nhau giữa các hàng hóa sản xuất liên tục như gia súc và các hàng hóa sản xuất theo thời vụ và được lưu giữ lại như ngũ cốc và hạt có dầu.

---

<sup>5</sup> TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), Quản trị rủi ro tài chính, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh [471].

Trên thị trường quốc tế, phải chú ý đến những yếu tố phức tạp khi tính toán trong basic, các tính toán trong basic cần phải được điều chỉnh theo những thay đổi trong tỷ giá, ngoài ra, do các tiêu chuẩn đo lường và phẩm cấp ở mỗi quốc gia là khác nhau nên basic cũng cần phải điều chỉnh theo các khác biệt này.

#### **1.4. Quyền chọn về hợp đồng giao sau <sup>6</sup>**

##### **1.4.1. Khái niệm**

Một quyền chọn về hợp đồng giao sau là quyền, nhưng không bắt buộc, tham gia hợp đồng giao sau với mức giá giao sau xác định vào một thời điểm nhất định. Đặc biệt, một quyền chọn mua về hợp đồng giao sau là quyền tham gia hợp đồng giao sau ở vị thế dài hạn, với mức giá xác định; một quyền chọn bán về hợp đồng giao sau là quyền tham gia hợp đồng giao sau ở vị thế ngắn hạn, với mức giá xác định. Hầu hết các quyền chọn về hợp đồng giao sau đều là quyền chọn kiểu Mỹ; có nghĩa là chúng có thể được thực hiện bất cứ lúc nào trong vòng đời của hợp đồng. Ngày đáo hạn của một quyền chọn trên hợp đồng giao sau thường là đúng hoặc cách một vài ngày trước ngày giao hàng sớm nhất của hợp đồng giao sau cơ sở của quyền chọn.

##### **1.4.2. Quyền chọn mua về hợp đồng giao sau**

Nhà đầu tư mua một quyền chọn mua tháng 7 về hợp đồng giao sau với giá thực hiện là 700 USD/ounce. Tài sản cơ sở là một hợp đồng giao sau 100 ounces vàng. Cũng như những hợp đồng quyền chọn khác giao dịch trên thị trường, nhà đầu tư được yêu cầu thanh toán cho quyền chọn khi ký kết hợp đồng. Nếu quyền chọn mua về hợp đồng giao sau được thực hiện, nhà đầu tư sẽ đạt được vị thế dài hạn trên hợp đồng giao sau và tiến hành thanh toán tiền mặt để thể hiện nhà đầu tư tham gia hợp đồng theo giá thực hiện. Giả sử giá giao sau tháng bảy (thời điểm quyền chọn thực hiện) là 740 USD và giá thanh toán hiện hành cao nhất cho hợp đồng giao sau tháng bảy là 738 USD.

---

<sup>6</sup> TS Bùi Lê Hà và tập thể tác giả (2000), Giới thiệu về thị trường Future và Option, Nhà xuất bản thống kê, Hà Nội [361].

Nhà đầu tư sẽ nhận được khoản tiền mặt bằng mức vượt trội của giá thanh toán hiện hành cao nhất so với giá thực hiện, khoản tiền này là:  $(738-700) \times 100 = 3.800$  USD, được nhập vào tài khoản ký quỹ của nhà đầu tư.

Nếu nhà đầu tư đóng hợp đồng giao sau tháng bảy ngay lập tức, mức lời trên hợp đồng giao sau là  $(740-738) \times 100 = 200$  USD. Tổng thu nhập từ việc thực hiện hợp đồng quyền chọn về giao sau là 4.000 USD. Số tiền này bằng giá giao sau tháng bảy tại thời điểm thực hiện trừ đi giá thực hiện. Nếu nhà đầu tư giữ hợp đồng giữ hợp đồng giao sau thì có thể bị yêu cầu đóng thêm tiền ký quỹ.

Nhà đầu tư bán một quyền chọn mua về hợp đồng giao sau sẽ nhận được lệ phí quyền chọn nhưng sẽ chịu rủi ro nếu hợp đồng được thực hiện. Khi hợp đồng được thực hiện, nhà đầu tư này giữ vị thế ngắn hạn trên hợp đồng giao sau. Một khoản tiền tương đương giá hiện hành cao nhất trừ đi giá thực hiện sẽ được trích ra từ tài khoản ký quỹ của nhà đầu tư. Phòng thanh toán của thị trường sẽ thu xếp để món tiền này được chuyển đến nhà đầu tư ở bên phía đối tác đã chọn thực hiện quyền chọn.

### **1.4.3. Bán quyền chọn về hợp đồng giao sau**

Một nhà đầu tư một quyền chọn bán tháng 9 trên hợp đồng giao sau về bắp với giá thực hiện là 2 USD/giạ. Mỗi hợp đồng là 5.000 giỏ. Nếu quyền chọn về hợp đồng giao sau được thực hiện, nhà đầu tư sẽ đạt được vị thế ngắn hạn trên hợp đồng giao sau cộng với một khoản tiền mặt được thanh toán. Giả sử hợp đồng được thực hiện khi giá giao sau tháng 9 là 1,8 USD và giá thanh toán hiện hành cao nhất là 1,79 USD. Nhà đầu tư sẽ nhận được một khoản tiền mặt bằng mức vượt trội của giá thực hiện so với giá thanh toán hiện hành cao nhất. trong trường hợp này là:  $(2 - 1,79) \times 5.000 = 1.050$  USD, sẽ được nhập vào tài khoản ký quỹ của nhà đầu tư. Nếu nhà đầu tư đóng hợp đồng giao sau tháng 9 ngay lập tức, anh ta bị lỗ từ vị thế ngắn hạn trên hợp đồng giao sau một khoản là:  $(1,8 - 1,79) \times 5.000 = 50$  USD. Như vậy, tổng thu nhập khi thực hiện hợp đồng quyền chọn về giao sau sẽ là 1.000 USD. Khoản này tương đương với giá thực hiện trừ đi giá giao sau tháng 9 vào thời điểm thực hiện. Như vậy trong trường hợp quyền chọn mua về giao sau, nếu nhà đầu

tư quyết định giữ vị thế trên hợp đồng giao sau anh ta có thể sẽ được yêu cầu đóng thêm tiền ký quỹ.

#### **1.4.4. Yết giá**

Hầu hết các quyền chọn về hợp đồng giao sau đều thuộc kiểu Mỹ và được giải quyết vào những tháng đáo hạn của hợp đồng giao sau cơ sở - chứ không phải tháng đáo hạn của quyền chọn. Ngày đáo hạn của hợp đồng quyền chọn thường là đúng hoặc cách vài ngày trước ngày giao hàng sớm nhất của hợp đồng giao sau cơ sở

#### **1.4.5. Lý do phổ biến của quyền chọn về hợp đồng giao sau**

Người ta chọn giao dịch quyền chọn trên hợp đồng giao sau hơn là quyền chọn trên tài sản cơ sở. Lý do chính là các hợp đồng giao sau, trong nhiều tình huống, có tính thanh khoản cao hơn (dễ chuyển thành tiền mặt hơn) và dễ giao dịch hơn tài sản cơ sở. Hơn nữa, giá giao sau được biết ngay lập tức khi giao dịch trên thị trường giao sau, trong khi giá giao ngay của tài sản cơ sở có thể không biết ngay được.

Một đặc điểm quan trọng của quyền chọn về hợp đồng giao sau là việc thực hiện chúng thường không dẫn tới việc giao nhận hàng hóa (tài sản cơ sở của hợp đồng giao sau), vì trong hầu hết các tình huống, hợp đồng giao sau được đóng trước ngày chuyển giao hàng. Do đó, quyền chọn về hợp đồng giao sau thường được thanh toán bằng tiền mặt. Điều này hấp dẫn nhiều nhà đầu tư, đặc biệt là những nhà đầu tư ít vốn, vì họ có thể gặp khó khăn trong việc tăng vốn để mua tài sản cơ sở nếu phải thực hiện quyền chọn.

Một điểm thuận lợi khác nữa là các hợp đồng giao sau và quyền chọn về hợp đồng giao sau được giao dịch trên những sàn giao dịch cạnh nhau trong cùng một trung tâm. Điều đó tạo thuận lợi các hoạt động mua bán, bảo hộ, chênh lệch giá... Nó cũng có xu hướng làm cho thị trường trở nên hiệu quả hơn.

Đặc điểm cuối cùng là trong nhiều trường hợp, quyền chọn về hợp đồng giao sau có xu hướng đưa đến các mức chi phí giao dịch thấp hơn so với quyền chọn giao ngay.

## **1.5. Kinh nghiệm tiết kiệm năng lượng của các nước trên thế giới**

### **\* 12 biện pháp tiết kiệm năng lượng của Thái Lan <sup>7</sup>**

- Cấm bán xăng dầu từ 21g đến 5g sáng hôm sau ở nội thành.
- Xác định thứ hai là ngày gia đình và ngày tiết kiệm năng lượng nhằm hạn chế giao thông trên đường phố.
  - Khuyến khích dùng ô tô loại nhỏ và đánh thuế nặng các loại ô tô có dung tích máy trên 1.800cc (nếu có thể cấm nhập khẩu các loại xe này).
  - Ra chiến dịch giảm tiêu thụ dầu diesel.
  - Tắt các bảng hiệu dùng đèn từ 21g, sớm hơn một giờ so với hiện nay.
  - Chỉ sử dụng máy điều hòa từ 9g-16g và thực hiện chế độ giờ làm việc so le từ 7g30-15g30 và từ 9g30-17g30 tại các cơ quan chính phủ nhằm giảm tiêu thụ điện.
  - Yêu cầu các hình thức tiết kiệm điện đối với đồ điện gia dụng bán ra tại Thái Lan.
  - Kêu gọi các hãng sản xuất ô tô ghi rõ mức tiêu thụ nhiên liệu của máy xe.
  - Phân hạng các loại taxi ở những trung tâm giải trí và mua sắm.
  - Nâng phí đậu xe bằng cách tăng thuế các gara có diện tích lớn hơn 1.600 m<sup>2</sup>.
  - Củng cố các qui định giao thông và kiểm soát chặt chẽ các xe thải nhiều khí.
  - Buộc các hộ gia đình sử dụng trên 400kWh điện mỗi tháng phải đóng tiền điện cao hơn so với mức 2,978 baht/kWh hiện nay.

### **\* Tiết kiệm năng lượng kiểu Nhật <sup>8</sup>**

Là một quốc đảo hoàn toàn không có nguồn dầu mỏ nhưng Nhật Bản đã hé mở cho chúng ta một tương lai về việc sử dụng nguồn năng lượng của thế giới, khi sự cạn kiệt của những nguồn tài nguyên dầu mỏ đã tới mức không còn duy trì bền vững và việc sử dụng nhiên liệu thay thế là cách lựa chọn duy nhất.

---

<sup>7</sup> 12 biện pháp tiết kiệm năng lượng của Thái Lan (<http://vietbao.vn/the-gioi>)

<sup>8</sup> Tiết kiệm năng lượng kiểu Nhật (<http://www.thiennhien.net/news>)



Nền kinh tế của nước Nhật vẫn duy trì ở vị trí thứ hai trên thế giới. Những tòa cao ốc và khu mua sắm luôn đổi mới và gắn liền với nhau. Khả năng đổi mới và kỹ thuật thiết kế đã giữ cho Nhật luôn là một quốc gia đi đầu trong lĩnh vực cải tiến vật dụng, chẳng hạn như sáng chế ra điện thoại di động có bản đồ GPS, đồ chơi sản xuất theo công nghệ cao, nhà vệ sinh thông minh chạy bằng điện...

Điều gì đã đem lại cho người Nhật khả năng sáng tạo ấy? Một phần chính là do người Nhật đã tìm ra cách sử dụng năng lượng thật tiết kiệm. Dòng xe Hybrid của Toyota và Honda là những ví dụ rõ rệt nhất. Trên thế giới, bốn trong năm nhà sản xuất tấm năng lượng mặt trời lớn nhất là của Nhật, trong đó hãng Sanyo chiếm 24% thị trường. Cơ quan năng lượng mới và Tổ chức phát triển ứng dụng khoa học công nghệ (NEDO) hiện đang thử nghiệm những tấm năng lượng mặt trời mỏng, di động, có thể mang chúng theo để sạc lại pin điện thoại di động khi đang đi trên đường.

Nhà cửa, xe hơi, các dụng cụ ở Nhật nhỏ hơn rất nhiều so với ở Mỹ, nhưng được thiết kế tốt hơn. Ngay cả xe tải giao hàng cũng không to hơn loại xe cỡ trung bình ở ngoại ô. Ở đây có một chiến dịch đang được thực hiện, được gọi bằng cái tên “watashi nohashi” ( tạm dịch là “những chiếc đĩa của tôi”), khuyến khích người dân tự mang theo đĩa vào nhà hàng để giảm việc tiêu phí đĩa sau khi dùng.

Giao thông vận tải ở Nhật chiếm khoảng 20 % khí CO<sub>2</sub> (lớn thứ 5 trên thế giới) nhưng xăng dầu bị đánh thuế rất nặng, mỗi gallon khoảng 4,5 đôla. Do đó, phương tiện vừa nhanh, rẻ tiền lại sạch sẽ chính là tàu điện ngầm (giá vé chỉ khoảng 1,5 đôla mà thôi), và thời gian thì chính xác như quân đội vậy.

Nhật có vô số những chiến dịch vận động của Chính phủ nhằm khuyến khích bảo tồn năng lượng. Chẳng hạn như khấu trừ thuế cho các khách hàng mua thiết bị và xe hơi sản xuất từ “công nghệ xanh”, trao danh hiệu “Hãng chạy nhanh nhất” cho những công ty chú ý đến việc bảo vệ môi trường, chiến dịch “Kinh doanh nóng” và “Kinh doanh lạnh” cho phép cởi những bộ vét tông lịch thiệp của các doanh nhân để giữ điều hòa không khí trong văn phòng không lạnh hơn 68 độ F.

## **Chương 2:**

# **TÍNH KHẢ THI CỦA VIỆC ỨNG DỤNG THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU TRONG CHIẾN LƯỢC PHÒNG NGỪA RỦI RO VỀ GIÁ XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM**

Hiện nay, các nước trên thế giới đã sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu. Nhưng các công cụ phái sinh này chưa được áp dụng để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở Việt Nam. Do vậy ở chương này chủ yếu phân tích tính khả thi và những vấn đề có liên quan hướng tới việc ứng dụng thị trường quyền chọn và giao sau đối với mặt hàng xăng dầu ở Việt Nam.

### **2.1. Thực trạng mặt hàng xăng dầu ở Việt Nam**

#### **2.1.1. Biến động giá xăng dầu trên thế giới thời gian qua<sup>9</sup>**

Cách đây bảy năm, khi các nhà lãnh đạo thế giới ngồi lại với nhau để bàn định và đưa ra các mục tiêu phát triển thiên niên kỷ (thực hiện đến năm 2015) thì giá dầu hòa dao động ở mức trên dưới 25 USD/thùng.

Lúc đó, có lẽ không ai nghĩ đến một tình huống là chỉ bảy năm sau, giá dầu hỏa đã tăng gần gấp bốn lần so với thời điểm ra đời của mục tiêu phát triển thiên niên kỷ. Liệu kế hoạch dài hơi trên có bị phá sản không?

Cho dù đến cuối năm 2007, khi giá dầu hỏa đã vượt ngưỡng 90 USD/thùng và men đến gần con số 100 USD, không ai dám nghĩ đến sự phá sản của một chiến lược quan trọng như mục tiêu phát triển thiên niên kỷ, song cũng không thể nghĩ rằng các mục tiêu này sẽ bền vững, khả thi, khi giá dầu tiếp tục tăng trong một thời gian dài.

Một báo cáo vừa được Chương trình Phát triển Liên Hiệp Quốc (UNDP) công bố vào ngày 25-10-2007 cho biết những quốc gia có một nền kinh tế không đủ mạnh, thành tích kinh tế kém và lệ thuộc nhiều vào dầu hỏa sẽ bị tổn thương đáng kể vì sự gia tăng giá dầu hiện nay. Tại Nam Á, bị ảnh hưởng nặng nhất là Afghanistan, Bangladesh,

---

<sup>9</sup> Tác động của giá dầu hỏa lên các mục tiêu phát triển thiên niên kỷ (<http://vietbao.vn/the-gioi>)

Maldives, Nepal, Pakistan và Sri Lanka. Tại Đông Nam Á có Campuchia, Lào và Philippines, còn tại Thái Bình Dương là các đảo quốc Fiji, Samoa, Solomon... Những quốc gia bị tổn thương ở mức vừa phải có Bhutan, Ấn Độ, Myanmar, Thái Lan, Việt Nam, Indonesia, Papua New Guinea và Mông Cổ.

Theo báo cáo của UNDP, điều có thể giúp những quốc gia trên vượt qua cơn “bão giá” hiện nay là khả năng của nền kinh tế “hấp thu những cú sốc do giá dầu mang lại, đạt thành tích tốt hơn với chỉ số GDP và tỷ lệ tăng trưởng kinh tế ở mức cao hoặc trung bình”. Tuy nhiên, theo Nandita Mongia, người tham gia soạn thảo báo cáo trên, sự đe dọa của giá dầu tăng cao đối với các mục tiêu phát triển thiên niên kỷ còn tùy thuộc vào điều kiện là sự gia tăng này có kéo dài hay không. Nếu giá dầu tiếp tục tăng cao như hiện nay trong vòng từ ba đến năm năm nữa, sẽ xuất hiện nguy cơ đối với việc thực hiện các mục tiêu phát triển thiên niên kỷ.

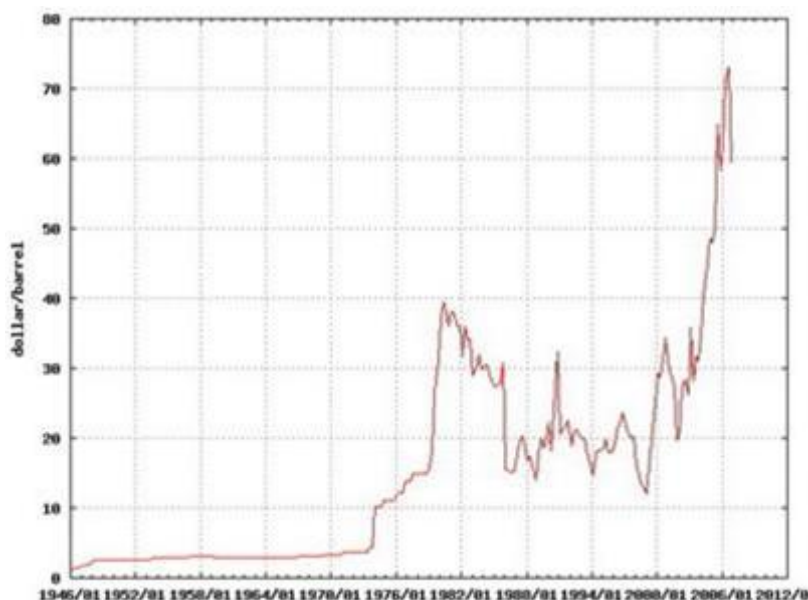
Trong tám mục tiêu phát triển do các nhà chiến lược lập ra, đầu tiên là đến năm 2015 giảm 50% số người nghèo cùng cực (có mức thu nhập dưới 1 USD mỗi ngày). Khu vực châu Á - Thái Bình Dương đang được biểu dương với thành tích làm giảm số người nghèo trong khu vực từ 32% dân số xuống còn 17%. Tuy nhiên, tính đến năm 2004, khu vực này vẫn còn 641 triệu người sống trong cảnh nghèo cùng cực.

Một mục tiêu phát triển thiên niên kỷ khác cũng đang được các nhà phân tích quan tâm đặc biệt là đảm bảo đến năm 2015, tất cả trẻ em trên khắp thế giới, đều được học hết bậc tiểu học. Bản báo cáo của UNDP e ngại rằng với sự gia tăng của giá dầu hỏa, chi phí vận chuyển cũng sẽ tăng cao và điều này sẽ tác động xấu tới việc trẻ em các vùng nông thôn đi đến trường học mỗi ngày.

Cũng nhân dịp công bố bản báo cáo này, ông Hafiz Pasha, Phụ tá Tổng Thư ký Liên Hiệp Quốc, cũng đưa ra một dữ liệu cho thấy sự tác động đầy tính khắc nghiệt của giá dầu hỏa lên các nền kinh tế đang phát triển. Đó là trong thời gian qua, khu vực châu Á - Thái Bình Dương đã phải chi thêm 400 tỉ USD do sự gia tăng giá dầu từ năm 2003 đến nay. Con số này cao gấp 20 lần các khoản viện trợ mà họ nhận được từ thế giới bên

ngoài! Điều đó đã trở thành một chướng ngại to lớn chắn ngang con đường đi đến mục tiêu thiên niên kỷ của họ.

**Hình 2.1: Giá dầu thế giới từ năm 1946 đến 2006**



*Nguồn: Tác động của giá dầu hỏa lên các mục tiêu phát triển thiên niên kỷ (<http://vietbao.vn/the-gioi>)*

Trong thời gian qua, các nhà nghiên cứu của UNDP cũng đã thực hiện các cuộc phỏng vấn những gia đình nghèo ở vùng nông thôn và đô thị thuộc các nước Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia và Lào. Kết quả cho thấy trong các năm từ 2002 đến 2005, người dân ở các nước trên phải chi thêm 74% chi phí năng lượng (tính chung), trong đó thêm 171% cho nấu nướng, thêm 120% cho vận chuyển, thêm 67% cho điện năng và thêm 55% cho chất thấp sáng (ở những vùng chưa có điện). Như vậy, do giá dầu gia tăng, hàng triệu người đã phải “leo xuống cây thang năng lượng”, nhiều gia đình đành chấp nhận bóng tối đêm thâu để cứu vãn những mặt sinh hoạt khác của đời sống.

Đến nay, sự tăng giá dầu hỏa đã trở thành một yếu tố vượt ra ngoài dự kiến của nhiều chuyên gia kinh tế. Cả thế giới cần phải nỗ lực rất nhiều để những biến động về

giá dầu không trở thành căn bệnh trầm kha, gặm dần mòn chất dinh dưỡng của những nền kinh tế đang phát triển.

### 2.1.2. Ảnh hưởng của biến động giá xăng dầu đến Việt Nam

Năm 2006, tổng lượng xăng dầu nhập khẩu của nước ta ước đạt 11 triệu tấn với trị giá đạt gần 6 tỷ USD, giảm gần 4% về lượng và tăng 16 % về trị giá so với năm 2005. Giá nhập khẩu xăng dầu bình quân trong năm 2006 là 530 USD/tấn, tăng 21% so với năm 2005. Chính vì vậy mặc dù lượng nhập khẩu xăng dầu trong năm 2006 giảm nhưng trị giá nhập khẩu vẫn tăng khá.

**Bảng 2.1: Nhập khẩu xăng dầu vào Việt Nam năm 2006**

	<b>Lượng (tấn)</b>	<b>Trị giá (USD)</b>	<b>Giá trung bình (USD/tấn)</b>
Xăng dầu các loại	11.212.677	5.969.520.916	532,4
Xăng dầu các loại	2.849.315	1.710.848.980	600,4
- Xăng	5.662.927	3.188.111.251	563,0
- Dầu DO	2.013.240	624.280.663	310,1
- Dầu FO	458.145	305.029.821	665,8
- Nhiên liệu bay	229.051	141.250.201	616,7

*Nguồn:* Singapore, Đài Loan và Trung Quốc cung cấp 80% lượng xăng dầu nhập khẩu (<http://www.tinhuongmai.vn>)

Lượng nhập khẩu xăng và nguyên liệu bay tăng nhẹ trong năm 2006 trong khi đó các loại dầu DO, dầu FO và đặc biệt là dầu hoả giảm khá về lượng. Theo số liệu chính thức tính đến ngày 20/12/2006, lượng xăng nhập khẩu đạt 2,67 triệu tấn, với trị giá 1,6 tỷ USD tăng 6,8% về lượng và tăng 26% về trị giá so với cùng kỳ năm 2005. Nhập khẩu nhiên liệu bay đạt 447,9 nghìn tấn với trị giá gần 299 triệu USD, tăng 10,1% về lượng và tăng 31% về trị giá. Dầu DO được nhập khẩu với khối lượng lớn nhất đạt 5,5 triệu tấn, trị giá gần 3,1 tỷ USD, giảm 2,8% về lượng nhưng vẫn tăng tới 18,2% về trị

giá. Dầu FO đạt 1,92 triệu tấn, với trị giá 593 triệu USD, giảm 9,9% về lượng, tăng 8,8% về trị giá.

**Bảng 2.2: Tham khảo mặt hàng xăng dầu nhập khẩu trong 9 tháng năm 2007**

Tên hàng	ĐVT	9 tháng 2007		9 tháng 2006		So 9 T 2007 với 9 T 2006	
		Lượng	Trị giá (USD)	Lượng	Trị giá (USD)	Lượng	Trị giá (USD)
Xăng dầu các loại	Tấn	9,376,454	5,227,753,496	8.472.765	4.614.505.950	9.64	11.73
Xăng	Tấn	2,417,215	1,559,760,084	2.068.693	1.279.616.226	14.42	17.96
Dầu DO	Tấn	4,689,514	2,745,661,495	4,439,532	2,525,336,991	5.33	8.02
Dầu FO	Tấn	1,712,481	564,982,279	1.432.205	460.924.200	16.37	18.42
Nhiên liệu máy bay	Tấn	371,250	246,695,024	344.341	234.276.730	7.25	5.03
Dầu hoả	Tấn	185,994	110,654,614	187.994	114.351.803	-1.08	-3.34

*Nguồn: Tình hình nhập khẩu xăng dầu trong tháng 9/2007*

*(<http://www.tinhuongmai.vn>)*

Tính chung 9 tháng đầu năm 2007, lượng xăng dầu nhập khẩu đạt 9,3 triệu tấn với tổng trị giá đạt 5,2 tỷ USD, tăng 9,64 % về lượng và 11,73% về trị giá so với 9 tháng đầu năm 2006.

Trong đó, nhập khẩu dầu DO vẫn đạt kim ngạch cao nhất với tổng trị giá nhập khẩu đạt 2,7 tỷ USD, khối lượng đạt 4,6 triệu tấn, tăng 8,02% về trị giá và 5,33% về lượng so với 9 tháng năm 2006.

Dầu FO là mặt hàng nhập khẩu tăng mạnh nhất về lượng và trị giá so với 9 tháng năm 2006, tăng 16,3 % về lượng ( tương đương với 1,7 triệu tấn) và 18,42% về trị giá (tương đương với 564 triệu USD) so với 9 tháng năm 2006.

Tiếp đến là mặt hàng xăng, trong 9 tháng năm 2007, nhập khẩu xăng đạt 1,5 tỷ USD với tổng lượng nhập khẩu đạt 2,4 triệu tấn, tăng 17,96% về trị giá và 14,4% về lượng so với cùng kỳ năm 2006.

Bên cạnh những mặt hàng tăng về lượng và trị giá thì nhập khẩu dầu hỏa lại giảm. Với tổng trị giá nhập khẩu đạt 110 triệu USD, lượng nhập khẩu đạt 185 nghìn tấn, giảm 3,34% về trị giá và 1,08% về lượng so với tháng 9/2006

Theo con số ở trên cho thấy mặc dù tính đến tháng 9 năm 2007 giá xăng dầu trên thế giới chưa có biến động quá lớn (gần 80 USD/thùng) so với cuối năm 2007 (gần 100 USD/thùng) nhưng giá trị nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam luôn tăng lớn hơn so với khối lượng. Và cũng từ số liệu thống kê của Tổng cục thống kê (phụ lục 3) cho thấy khối lượng nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam năm trước tăng hơn so với năm sau. Điều đó cho thấy xăng dầu luôn ở xu hướng ngày càng tăng cao cả về khối lượng và giá.

Việt Nam là nước xuất khẩu dầu thô và nhập khẩu 100% xăng dầu thành phẩm. Giá dầu thô thế giới tăng lên, một mặt khiến giá xăng dầu phải tăng theo; mặt khác nguồn thu từ xuất khẩu dầu thô cũng tăng lên.

Tuy nhiên, khả năng xuất khẩu dầu thô Việt Nam vẫn hạn chế trong khi nhu cầu tiêu dùng tăng không ngừng. Thực tế, xuất khẩu dầu thô không bù lỗ nổi nhu cầu nhập khẩu xăng dầu thành phẩm.

Theo tính toán, mỗi năm Việt Nam phải nhập khẩu hơn 12 triệu tấn xăng dầu thành phẩm, trung bình, để có một tấn xăng dầu thành phẩm cần 1,5-1,7 tấn dầu thô. Như vậy, số lượng xăng dầu Việt Nam nhập khẩu tương đương 18-20 triệu tấn dầu thô. Trong khi xuất khẩu dầu thô năm 2007 của Việt Nam ước đạt khoảng 15 triệu tấn. Vì thế, xuất khẩu dầu thô không thể bù lỗ nhập khẩu xăng dầu.

Các số liệu tổng hợp từ Bộ công thương và Bộ tài chính cho thấy, khả năng xuất khẩu dầu thô năm 2007 không đạt kế hoạch và giảm thu so với dự kiến. Cụ thể, theo kế hoạch, xuất khẩu dầu thô cả năm là 17,5 triệu tấn. Tuy nhiên, 10 tháng đầu năm chỉ

xuất được 12,43 triệu tấn và cả năm chỉ có thể ở mức 14,97 triệu tấn, giảm 2,53 triệu tấn so với kế hoạch. Nguyên nhân là do sản lượng khai thác ở một số mỏ mới không đạt kế hoạch, tính ra, hụt nguồn thu từ xuất khẩu dầu thô do hụt sản lượng có thể lên đến 7.210 tỷ đồng.

**Bảng 2.3: Sản lượng nguồn condensate Bạch Hổ đang giảm qua các năm**

Năm	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lượng condensate (nghìn tấn)	130	117	78	71,5	50,7	35,1	26	18,2	13,6	9,7

*Nguồn: Tập đoàn dầu khí Việt Nam*

Trong khi đó, việc tăng thu nhờ giá xuất khẩu dầu tăng là 2.300 tỷ đồng. Như vậy, tính ra, xuất khẩu dầu thô vẫn giảm thu so với kế hoạch 2007 là 4.910 tỷ đồng.

Còn về quan điểm thị trường hóa giá xăng dầu, mặc dù quyết định 187/2003/CP và mới đây là nghị định 55/2007/NĐ-CP có đề cập và đưa ra lộ trình thị trường hóa dần từng bước, đến hết năm 2007 sẽ hoàn thành, nhưng thực tế việc thực hiện diễn ra còn chậm. Nguyên nhân chủ yếu do thị trường thế giới thời gian qua có biến động rất lớn, hầu hết giá các mặt hàng mà chúng ta còn phụ thuộc vào nhập khẩu đều tăng cao. Chỉ số giá tiêu dùng trong nước cũng biến động tăng cao hơn một vài năm trước. Do đó chính phủ phải chủ động kéo dài lộ trình điều tiết giá xăng dầu theo cơ chế thị trường so với thời gian dự kiến.

Do kéo dài thời gian thực hiện lộ trình như vậy nên khi giá xăng dầu thế giới tăng lên nhưng giá trong nước hầu như không thay đổi. Để cụ thể vấn đề này, xin đưa ra các số liệu so sánh giữa năm 2006 và 10 tháng đầu năm 2007 <sup>10</sup>.

*Giá dầu thô và xăng dầu thế giới:*

Bình quân giá năm 2006 bình quân từ 1-1 đến 12-10-2007 tăng

- Dầu thô : 64,04 USD/thùng lên 68,00 USD/thùng tăng 6,2%

<sup>10</sup> Giá xăng dầu thế giới tăng cao, giá trong nước thế nào ([www.baohuongmai.com.vn](http://www.baohuongmai.com.vn))



- Xăng M92: 72,30 USD/thùng lên 78,10 USD/thùng tăng 8,0%
- Diezel 0,25s: 77,80 USD/thùng lên 81,50 USD/thùng tăng 4,8%
- Mazut : 317,40 USD/tấn lên 350 USD/tấn tăng 10,5%

*Trong khi đó giá trong nước:*

- Mặt hàng dầu diezel, mazut, dầu hỏa do Nhà nước định giá nên năm 2007 không tăng so với năm 2006.

- Xăng có lúc tăng, lúc giảm, cụ thể:

- + Cuối năm 2006 : 10.500 đ/lít
- + Ngày 13-1-2007 : 10.100 đ/lít giảm 400 đ/lít
- + Ngày 6-3-2007 : 11.000 đ/lít tăng 900 đ/lít
- + Ngày 7-5-2007 : 11.800 đ/lít tăng 800 đ/lít
- + Ngày 16-8-2007 đến nay: 11.300 đ/lít giảm 500 đ/lít

Như vậy, giá bình quân tính từ 1/1/2007 đến ngày 2/10/2007 là 11.300 đ/lít thì chỉ tăng 1,6% so với mức bình quân 11.125 đ/lít của năm 2006, trong khi giá thế giới tăng ở mức cao hơn rất nhiều.

Nhưng do kéo dài lộ trình như vậy nên trong chuỗi trách nhiệm: Nhà nước, DN kinh doanh xăng dầu và người dân cùng chia sẻ thì Nhà nước phải gánh phần thiệt lớn hơn rất nhiều mỗi khi có biến động về giá xăng dầu.

Quan điểm về điều chỉnh giá xăng dầu của chính phủ là luôn phải giữ ổn định thị trường và thực hiện chia sẻ trách nhiệm giữa Nhà nước, DN và người dân. Hiện nay, do giá cả tiêu dùng đang tăng mạnh, cho nên dù giá xăng dầu lên cao nhưng Nhà nước vẫn thực hiện chính sách bù lỗ và ổn định giá xăng dầu. Bên cạnh đó, chính phủ cũng kéo dài lộ trình điều tiết giá xăng dầu theo cơ chế thị trường so với thời gian dự kiến và chấp nhận những bù lỗ để ổn định thị trường và đời sống người dân.

Theo quyết định của chính phủ thì xăng dầu là mặt hàng được giữ ổn định theo hướng thị trường, điều này đã làm được với dầu trong suốt hai năm qua, nhằm hạn chế

khó khăn cho các hoạt động sản xuất, trong đó có sản xuất nông nghiệp vốn chịu nhiều thua thiệt.

Để duy trì sự bình ổn đó, từ đầu năm đến nay (tháng 11 năm 2007), chính phủ đã chi khoảng 12.300 tỉ đồng để bù lỗ giá dầu và 1.100 tỉ đồng để bù lỗ cho giá xăng. Con số thiệt hại về ngân sách còn lớn hơn nếu tính đầy đủ phần thu ngân sách bị giảm thu do giảm thuế nhập khẩu các mặt hàng xăng dầu hiện đã xuống 0%.

Lâu nay chúng ta đang lấy tiền từ bán dầu thô bù lỗ cho xăng dầu, tuy nhiên số liệu thống kê cho thấy Việt Nam xuất khoảng 15,7 triệu tấn dầu thô năm 2007, song lại nhập về 12 triệu tấn xăng dầu tinh lọc (tương đương 18 - 20 triệu tấn dầu thô).

Nay thì, thị trường xăng dầu Việt Nam đã bị đẩy vào thế chân tường trong tình hình dầu thô trên thế giới tăng lên mức gần 100 USD/thùng, cả dầu lẫn xăng trong nước đều bắt buộc phải tăng giá.

Tăng giá bán lẻ xăng dầu 22-11-2007 là lần thứ năm trong năm giá bán lẻ xăng dầu được điều chỉnh, mặc dù có hai lần điều chỉnh xuống, nhưng tính chung giá mỗi lít xăng đã tăng thêm 2.200 VND so với đầu năm 2007.

Giá xăng dầu tăng không chỉ ảnh hưởng đến nền kinh tế nước ta mà ảnh hưởng đến kinh tế toàn cầu, nhất là các quốc gia sử dụng nhiều dầu mỏ, phải nhập khẩu nhiều xăng dầu. Việt Nam phải nhập khẩu 100% nhu cầu xăng dầu đã qua chế biến cho tiêu thụ trong nước, do đó mức độ ảnh hưởng còn lớn hơn.

Nguồn lợi nhờ xuất khẩu dầu thô không đủ bù lỗ xăng dầu nhập khẩu qua các thời điểm chưa tăng giá bán lẻ xăng dầu trong thời gian qua. Do đó giá bán lẻ xăng dầu tăng sẽ tác động rất lớn đến mọi mặt đời sống và sản xuất kinh doanh.

Việc tăng giá dầu còn là cú sốc mạnh hơn, bởi tất cả các loại dầu đều tăng giá ở mức cao. Cụ thể, diesel tăng từ 8.600 VND/lít lên 10.200 VND/lít; dầu hỏa tăng từ 8.700 VND /lít lên 10.200 VND /lít; dầu mazut tăng thêm 2.500 VND lên thành 8.500 VND /kg.

Ngoài việc chịu tác động của giá dầu thế giới, quyết định tăng giá lần này còn nhằm mục đích hạn chế nạn buôn lậu xăng qua biên giới, vì giá xăng của chúng ta thấp hơn các nước láng giềng Campuchia (tương đương 15.196 VND /lít) và Lào (tương đương 15.509 VND /lít).

Xăng dầu là mặt hàng chiến lược và sự biến động của nó luôn ảnh hưởng đến giá cả xã hội. Việc tăng giá các mặt hàng quan trọng này khởi đầu cho những cơn bão tăng giá trong thời gian tới, từ giá điện, giá than, giá gaz và nhất là các mặt hàng nhu yếu phẩm.

Xuất khẩu sẽ gặp khó khăn là khẳng định của đa số DN, nhất là cước vận tải biển sẽ tăng là điều không tránh khỏi.

Theo tính toán của Bộ tài chính và Bộ công thương, giá cả sẽ tăng từ 0,11% đến 10,82% tùy theo từng mặt hàng. Cụ thể rồi đây giá than sẽ tăng 2,2%, thép tăng 1,82%, lương thực thực phẩm khoảng 1,51%.

Chịu tác động mạnh của lần tăng giá này là điện tăng đến 5,6%, đặc biệt dịch vụ vận tải đường bộ có thể tăng 5,17% sẽ gây nhiều khó khăn trong việc đi lại của người dân và cũng là nguyên nhân làm tăng giá cả tiêu dùng trong dịp Tết. Và đánh bắt xa bờ là nhóm hàng chịu tác động cao nhất với hơn 10%.

Tuy nhiên, theo các chuyên gia kinh tế thì các con số nói trên vẫn chưa chính xác và thực tế mức tăng giá sẽ còn cao hơn bởi tác động dây chuyền theo nhiều vòng. Hiện nay, các mặt hàng lương thực, thực phẩm và nhiều loại hàng tiêu dùng khác đang chạy đua tăng giá. Các phương tiện vận tải kể cả giá cước taxi đang có bước chuẩn bị tăng từ 5 - 10%.

Thế là nhiều khả năng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong năm 2007 sẽ tăng mạnh (có thể 9%) vượt qua mức tăng trưởng GDP, có nghĩa là nền kinh tế tăng trưởng nhưng đời sống người dân cũng không được cải thiện, thậm chí còn khó khăn hơn.

Với tác động dây chuyền từ việc giá xăng tăng, hai đối tượng bị ảnh hưởng nhiều nhất chính là nông dân và người làm công ăn lương. Vốn dĩ, người nông dân không

được hưởng lợi nhiều khi giá nông sản tăng giá, lợi nhuận đã bị san sẻ vì sản phẩm của họ đi qua các đầu nậu.

Thu nhập từ lúa, hoa màu một năm chỉ hai, ba vụ, làm sao có thể chống đỡ được với việc tăng giá của các mặt hàng thiết yếu? Xăng tăng giá, cùng với đó, giá phân bón leo thang do cước vận chuyển tăng sẽ đẩy người nông dân càng khó khăn hơn.

Các công nhân tại các khu công nghiệp, với mức lương quá eo hẹp thì việc đối mặt với giá cả các mặt hàng, dịch vụ sinh hoạt đua nhau tăng giá sẽ là quá sức của họ. Người đã nghèo lại càng nghèo thêm. Đó là một thực tế mà hiện nay chúng ta đang phải chấp nhận

Mọi việc chưa dừng ở đó, khi đại diện Bộ tài chính và Bộ công thương đều nhận định đến cuối năm 2008 xăng và dầu sẽ đi vào cơ chế thị trường, đồng nghĩa với việc giá hai mặt hàng thiết yếu này sẽ còn... nhảy múa trong năm 2008.

Đây là điều mà người dân và thị trường trong nước cần chuẩn bị tinh thần “sống chung hòa bình” với việc giá xăng dầu có thể còn tăng trong tương lai gần.

Cùng trong một cảnh chịu tác động của giá dầu thế giới nhưng các nước khu vực lại không ảnh hưởng nặng nề như chúng ta. Chẳng qua là nền kinh tế đã có bước chuẩn bị để thích nghi với các biến động của thị trường thế giới.

Quán tính bao cấp vẫn còn roi rớt trong tâm lý của các cấp chính quyền lẫn người dân, điều này chỉ làm cho việc áp dụng các biện pháp mạnh về giá cả gặp nhiều phản ứng thiếu tích cực. Sự biến động giá xăng dầu hiện nay đồng nghĩa với việc nền kinh tế phải chấp nhận một mặt bằng giá mới.

## **2.2. Nguyên nhân chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu chưa được sử dụng ở Việt Nam**

### **2.2.1. Nguyên nhân thị trường phái sinh ở Việt Nam còn kém phát triển**

Thị trường các công cụ tài chính phái sinh đã hình thành ở Việt Nam, tuy nhiên còn rất nhỏ bé và chưa phổ biến. Nguyên nhân chủ yếu của tình trạng này là do mức độ phát triển của thị trường tiền tệ, thị trường vốn còn thấp, trên thị trường còn thiếu vắng

các nhà đầu tư am hiểu kỹ về lợi ích cũng như kỹ thuật tính toán lợi nhuận từ các loại nghiệp vụ này. Bên cạnh đó các nhà môi giới, các nhà cơ lợi còn quá ít trên thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán để thúc đẩy các nhà đầu tư tham gia mạnh mẽ thị trường này. Sự kém phát triển của thị trường phái sinh là một thách thức không nhỏ trong quá trình hội nhập và mở cửa thị trường tài chính ở Việt Nam. Khi mà rủi ro luôn là bạn đường của các nhà đầu tư và ngày càng gia tăng trong quá trình hội nhập, thì phát triển thị trường các nghiệp vụ phái sinh được xem như là lá chắn quan trọng để hạn chế rủi ro của thị trường đối với những nhà đầu tư. Vì vậy phát triển thị trường phái sinh là rất cần thiết hiện nay.

Ngân hàng Hồng Kông Thượng Hải đã hoạt động tại Việt Nam hơn 100 năm, với hơn 1.000 DN là khách hàng thân thiết, nhưng sau 2 năm đưa vào sử dụng các công cụ phòng chống rủi ro tài chính, mới có một vài DN dám ứng dụng nghiệp vụ này.

Việc ứng dụng các công cụ chống rủi ro tài chính tại Việt Nam đang gặp rất nhiều khó khăn và vướng phải sự ngập ngừng e ngại của DN. Đơn cử như việc thực hiện một giao dịch hoán đổi giữa hai đồng tiền, mà Ngân hàng Hồng Kông Thượng Hải tiến hành lần đầu tiên trên thị trường Việt Nam, cũng mất tới... 6 tháng. Các hợp đồng quyền chọn ngoại tệ (option) cũng thường phải mất một vài tháng mới được ký kết. Chủ yếu do DN chần chừ, không hiểu và không biết, còn ngân hàng thì phải ra sức thuyết phục, chạy đi chạy lại mới xong.

Theo lãnh đạo của Ngân hàng Hồng Kông Thượng Hải, việc xúc tiến các dịch vụ phái sinh quản lý rủi ro cho DN vẫn đang được họ đẩy mạnh, nhưng sau gần một năm được Ngân hàng Trung ương chấp thuận cho áp dụng, những nghiệp vụ mới như quyền chọn ngoại tệ, hoán đổi lãi suất... Vẫn trong quá trình thương thảo với khách hàng.

Theo ngân hàng Hồng Kông Thượng Hải, chính sách với thị trường tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam vài năm lại đây đã thay đổi rất nhiều và đã rất thoáng trong cách xử lý những yêu cầu nghiệp vụ mới. Các dịch vụ phái sinh như swaps, forward, future, option... Đã được cho phép ứng dụng từ khá lâu rồi (ít nhất là một

năm), nhưng thực tế, số hợp đồng các ngân hàng làm được chỉ đếm trên đầu ngón tay. Kể từ khi những hợp đồng phái sinh đầu tiên được ký vào năm 1997-1998, đến nay thị trường phái sinh tại Việt Nam chưa nhúc nhích được bao nhiêu.

Ngân hàng thương mại cổ phần kỹ thương Việt Nam (Techcombank) - cũng cho biết, các nghiệp vụ phái sinh Techcombank đã có, nhưng số khách hàng rất ít, thậm chí có công cụ chưa có khách nào. Các nghiệp vụ phòng ngừa rủi ro rất cần thiết với DN, nhưng vẫn bị cản đường bởi nhiều lý do.

Kiến thức về những sản phẩm phái sinh phòng chống rủi ro còn quá mới ở Việt Nam. Và chỉ khi thị trường biến động, mọi người mới hốt hoảng đi tìm cách phòng chống thiệt hại với đồng tiền của mình.

Muốn phát triển, nhưng bản thân ngân hàng cũng không thể bắt buộc DN phải áp dụng nghiệp vụ này. Bởi có những khi giữa phòng chống với không phòng chống, chưa chắc cái nào tốt hơn. Ví dụ với khoản vay nhỏ, nếu thị trường biến động sẽ không ảnh hưởng nhiều tới lợi nhuận của DN. Nhưng nếu DN vay 300 triệu USD, thì lãi suất dù tăng hay giảm chút ít cũng sẽ khiến số tiền sẽ khác hoàn toàn. Vì vậy, lời khuyên với các DN là nếu có những khoản vay, hoặc khoản tiền phải thanh toán với khối lượng lớn, 'chắc ăn' nhất là tìm đến công cụ chống rủi ro.

Đứng về phía chính sách, vẫn còn những lực cản với nghiệp vụ phái sinh. Đó là chuyện dài kỳ về các quy định thuế chưa rõ ràng. Ví dụ như chuyện đánh thuế nhà thầu với nghiệp vụ hoán đổi giữa hai đồng tiền hiện chưa rõ. Cách tính loại thuế này đang là một khó khăn bởi ngân hàng và DN sẽ không biết được thuế mình phải trả là bao nhiêu (vì lãi suất thả nổi chạy liên tục theo từng ngày). Hiện, ở Việt Nam chưa có quy định cụ thể bằng văn bản nào về thuế nhà thầu cho sản phẩm hoán đổi lãi suất. Chưa kể đến chuyện xảy ra việc ngân hàng và DN đều đùn đẩy nhau nghĩa vụ trả loại thuế này. Trong khi đó, các nước khác không đánh thuế với sản phẩm phái sinh vì đó mới là công cụ phòng chống rủi ro cho DN, chứ không phải một kênh kinh doanh của ngân hàng.

Một nguyên nhân nữa là do thị trường tiền tệ tại Việt Nam chưa gặp những biến động lớn. Những nước chịu khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 đã bị sốc trong khủng hoảng và chính nhờ đó, họ vươn lên mạnh mẽ. Thái Lan, Malaysia, Philipine đang là những quốc gia có hệ thống chống rủi ro tài chính phát triển mạnh trong khu vực.

Ở Việt Nam, hầu như chưa gặp khủng hoảng tài chính lớn và vì thế, các DN còn tương đối yên tâm. Tỷ giá thì Nhà nước ổn định rồi, lãi suất thì có lẽ Ngân hàng Trung ương cũng không cho biến động mạnh đâu - hầu hết giới doanh nhân đều có một niềm tin như thế. Và niềm tin nhiều quá thì cũng nguy hiểm, khi thị trường vận động trong một nền kinh tế đang hội nhập sẽ có thể rất khác như các DN nghĩ.

Một cản trở với các nghiệp vụ phái sinh, đó là văn hoá trách nhiệm trong các DN. Ví dụ, một DN nếu biết có rủi ro về lãi suất và đang vay tiền với lãi suất thả nổi, trong điều kiện lãi suất đang tăng lên mạnh, họ cũng biết, nếu làm hoán đổi chuyển sang lãi suất cố định và đỡ thiệt hơn nhiều. Nhưng họ sợ rằng nếu họ quyết định hoán đổi, lỗ sang năm, lãi suất sẽ xuống, lúc đó mọi người trong công ty sẽ chất vấn rằng tại sao anh lại làm giao dịch đó, tại sao không để nguyên.

Điều này từ sâu xa là do việc phân định trách nhiệm trong DN. Đa số các DN Việt Nam hiện không cho người lãnh đạo quyền và chính sách thoả đáng, rõ ràng. Một số công ty đa quốc gia họ có chính sách quản lý rủi ro rất cụ thể. Họ luôn khoanh vùng cho một vị trí lãnh đạo được chịu rủi ro tài chính đến mức bao nhiêu và nếu tới bao nhiêu thì lãnh đạo phải làm các giao dịch phòng chống. Còn ở Việt Nam thì chưa có.

Với các DN đa quốc gia, được phân chia quản lý theo vùng, họ thường hiểu rõ rủi ro nào nên chấp nhận và bao giờ họ cũng biết bảo vệ vốn của mình bằng các công cụ chống rủi ro.

Bên cạnh đó có một nguyên nhân rất quan trọng là thực trạng và bất cập của hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động kinh doanh sản phẩm tài chính phái sinh.

Một là, Việt Nam chưa có khung pháp lý hoàn chỉnh về kinh doanh các công cụ tài chính phái sinh. Hệ thống pháp luật hiện hành của Việt Nam chưa có văn bản quy phạm pháp luật độc lập điều chỉnh tổ chức và hoạt động của thị trường giao dịch các công cụ tài chính phái sinh và hoạt động cung cấp dịch vụ phái sinh của các tổ chức tín dụng, ngoại trừ hai quy chế về kinh doanh hối đoái và kinh doanh vàng trên tài khoản của các tổ chức tín dụng do ngân hàng Nhà nước ban hành.

Hai là, Việt Nam cũng chưa có khung pháp lý về tổ chức và hoạt động của thị trường công cụ tài chính phái sinh, ngoại trừ quy chế tổ chức và hoạt động của thị trường ngoại tệ liên ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước ban hành. Theo quy chế này, các ngân hàng thương mại chỉ có thể thực hiện hoạt động kinh doanh đối với một số công cụ tài chính phái sinh về ngoại tệ (swap, option...) với nhau qua thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Trên thực tế, các ngân hàng thương mại chủ yếu thực hiện hoạt động kinh doanh công cụ tài chính phái sinh với khách hàng qua thị trường OTC.

Ba là, chưa có quy định pháp lý chính thức cho phép các ngân hàng thương mại kinh doanh hoặc đầu tư vào các sản phẩm tài chính phái sinh. Luật các tổ chức tín dụng và các văn bản hướng dẫn thi hành luật chưa có quy định cụ thể cho phép các ngân hàng thương mại cung cấp các dịch vụ phái sinh dựa trên hàng hoá và các tài sản tài chính hoặc cho phép các ngân hàng thương mại đầu tư vào các sản phẩm này. Đồng thời, pháp luật ngân hàng chưa có quy định cụ thể về việc cấp phép, giám sát rủi ro, thanh tra của Ngân hàng Nhà nước đối với hoạt động kinh doanh các sản phẩm tài chính phái sinh của các ngân hàng thương mại.

Bốn là, các quy định của pháp luật hiện hành chưa có quy định về các biện pháp, tỷ lệ đảm bảo an toàn, hạn chế rủi ro của các ngân hàng thương mại khi cung cấp hoặc đầu tư vào các sản phẩm tài chính phái sinh và chưa có quy định làm cơ sở pháp lý để bảo vệ quyền lợi ích hợp pháp của các bên tham gia vào các giao dịch mua, bán các công cụ tài chính phái sinh.



Năm là, theo các quy định phụ lục G - Việt Nam<sup>3</sup> của BTA, nhà cung cấp dịch vụ tài chính hoa kỳ tại Việt Nam được phép tự doanh hoặc kinh doanh cho khách hàng các sản phẩm phái sinh. Nhưng trên thực tế cho đến nay, Ngân hàng Nhà nước chưa ban hành các quy chế nghiệp vụ về hoạt động kinh doanh các sản phẩm phái sinh của ngân hàng thương mại, nên các ngân hàng Hoa Kỳ tại Việt Nam chưa thể triển khai thực hiện việc cung cấp các sản phẩm này và Ngân hàng Nhà nước cũng chưa có cơ sở pháp lý để giám sát, thanh tra đối với các hoạt động cung cấp dịch vụ này của các ngân hàng Hoa Kỳ tại Việt Nam (nếu họ cung cấp các dịch vụ này theo BTA). Thực trạng này cũng dẫn đến sự đối xử không bình đẳng trong các quy định pháp luật hiện hành khi các ngân hàng Hoa Kỳ có thể được cung cấp các sản phẩm phái sinh theo quy định tại BTA, trong khi các ngân hàng thương mại Việt Nam chưa được phép cung cấp dịch vụ này hoặc chỉ được phép thực hiện khi được ngân hàng Nhà nước cho phép thí điểm. Như vậy, pháp luật hiện hành đã chưa tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại trong nước nâng cao khả năng tài chính, năng lực cạnh tranh thông qua việc đa dạng hoá sản phẩm/dịch vụ ngân hàng...

### **2.2.2. Nguyên nhân chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu chưa được sử dụng ở Việt Nam**

Nhiều năm qua các DN kinh doanh xăng dầu đã quen với việc trợ giá của chính phủ nên mặc dù giá xăng dầu trên thế giới có nhiều biến động làm giá xăng dầu trong nước tăng mạnh gây ảnh hưởng đến đời sống của nhân dân nhưng các DN kinh doanh xăng dầu vẫn sống khỏe. Đa số các DN xăng dầu Việt Nam hiện nay thiếu tích lũy tài chính cần thiết và phản ứng yếu ớt, thiếu linh hoạt trước mỗi đợt biến động của giá dầu thế giới. Các DN kinh doanh xăng dầu hiện nay chưa thực sự chủ động trong kinh doanh. Nói cách khác là DN kinh doanh xăng dầu ở Việt Nam chưa thật sự chịu sức ép của cạnh tranh. Vì lý do đó nên các chiến lược kinh doanh có hiệu quả nhất chưa được sử dụng trong đó có chiến lược phòng ngừa rủi ro giá xăng dầu thông qua sử dụng các công cụ tài chính phái sinh.

Bên cạnh đó còn một nguyên nhân rất quan trọng khiến cho công cụ phái sinh chưa được sử dụng để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở Việt Nam là do Nhà nước còn can thiệp vào kinh doanh của DN kinh doanh xăng dầu, giá bán xăng dầu trong nước vẫn do Nhà nước quyết định. Vì vậy các DN kinh doanh xăng dầu chưa thực sự được chủ động trong kinh doanh nên họ chưa dám mạnh dạn sử dụng những chiến lược kinh doanh hiệu quả. Theo lãnh đạo Công ty TNHH một thành viên dầu khí Tp.Hồ Chí Minh (Saigon Petro): thực tế ở Việt Nam giá xăng dầu bán lẻ do Nhà nước quy định. Quy mô các DN nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam, kể cả Petrolimex cũng chưa đủ sức để tham gia thị trường giao sau.

DN hoàn toàn có thể chọn lựa đi mua các hợp đồng giao sau xăng dầu (oil and energy futures). Ví dụ, vào thời điểm này DN ký hợp đồng mua xăng với giá Fix (cố định) 15.000 VND/lít trong vòng 6 tháng. Nếu 6 tháng sau, giá xăng có giá là 20.000 VND/lít, DN chỉ trả 15.000 VND/lít. DN sẽ có lời và góp phần bình ổn giá xăng trong nước. Tuy nhiên, giá xăng sẽ giảm xuống 10.000 VND/lít trong 6 tháng tới, DN buộc phải chịu lỗ 5.000 VND/lít. Do cơ chế, hiện mặt hàng xăng dầu vẫn do các DN Nhà nước nhập khẩu. Nếu sử dụng nghiệp vụ thị trường giao sau để mua xăng dầu, lời thì không ai khen, nhưng lỗ làm thất thoát tiền của Nhà nước thì... “chết”!

Và còn một nguyên nhân nữa là thị trường xăng dầu vẫn còn độc quyền. Bởi đối với mặt hàng chiến lược như xăng dầu khi Nhà nước bỏ cơ chế định giá, mà trao quyền cho DN thì phải tạo ra một thị trường cạnh tranh thực sự hoàn hảo. Tuy nhiên, trên thực tế thì thị trường xăng dầu hiện nay, mặc dù có nhiều đầu mối kinh doanh, nhưng Tổng công ty xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) vẫn chiếm thị phần áp đảo tới 60% (trong khi theo luật cạnh tranh thì chiếm trên 30% đã là DN độc quyền chi phối thị trường rồi). Như vậy, bản chất thị trường vẫn do Petrolimex độc quyền. Trong nền kinh tế thị trường, đối với loại sản phẩm có tính chiến lược, đồng thời chiếm một thị phần rất lớn mà Nhà nước "thả" cho tự định giá, thì DN sẽ quyết định toàn bộ thị trường. Tuy nhiên, ND 55 của chính phủ chưa mở hẳn, thực tế là một sự "nửa vời" khi cho DN

định giá, nhưng lại phải xin phép liên bộ Tài chính- Thương mại. Liên bộ đồng ý mới được phép tăng, trường hợp DN tăng không hợp lý thì liên bộ sẽ không đồng ý.

Ngay cả khi đã có thị trường giao sau nhưng nếu như ngành xăng dầu vẫn tiếp tục chỉ có một số công ty được độc quyền kinh doanh xăng dầu, thì e rằng hiệu ứng phòng ngừa rủi ro cho người tiêu dùng sẽ không đạt được.

Nếu như chỉ có một số ít các DN được kinh doanh xăng dầu thì rõ ràng có thể lo ngại xảy ra tình trạng giá dầu thế giới lên thì giá dầu Việt Nam lên, giá thế giới giảm thì giá ở Việt Nam đứng yên! Mà đã độc quyền ngành như vậy thì trên thị trường giao sau các DN này cũng có thể tham gia thao túng giá, khiến giá giao sau thay đổi theo hướng có lợi cho họ. Họ độc quyền bán xăng dầu, thì lấy ai mà là đối trọng về quyết định giá trên thị trường giao sau với họ!

### **2.3. Chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu bằng thị trường quyền chọn và giao sau**

#### **2.3.1. Sự cần thiết phải phòng ngừa rủi ro biến động giá nhập khẩu xăng dầu ở Việt Nam**

Trong thời gian sắp tới thị trường xăng dầu sẽ thả nổi theo giá thị trường. Giá xăng dầu thả nổi theo giá thế giới có thể ảnh hưởng xấu đến chi phí kinh doanh của các DN Việt Nam và tạo ra cơ hội để lạm phát tiếp tục trở thành bóng ma đe dọa nền kinh tế mỗi khi giá xăng dầu thế giới tăng lên, và từ đó sẽ ảnh hưởng đến đời sống của người dân. Điều này đòi hỏi Nhà nước và các DN kinh doanh xăng dầu phải sử dụng nhiều chiến lược để hạn chế tác động của giá xăng dầu lên đời sống kinh tế xã hội. Và một trong các chiến lược đó là sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro biến động giá nhập khẩu xăng dầu.

Hiện các nghiệp vụ bảo hiểm giá cả hàng hóa, xăng dầu đang được rất nhiều ngân hàng trên thế giới thực hiện. Nếu Việt Nam mua những hợp đồng quyền lựa chọn hoặc thực hiện các hợp đồng mua bán xăng dầu giao sau với một mức giá đã được chốt trước, sẽ hạn chế được các rủi ro về giá.

Trường hợp giá biến động 5%, DN có lợi trực tiếp là 3%, lợi gián tiếp là giá cả ổn định, DN tính toán được chi phí sản xuất của mình. Ngược lại, giá giảm thấp hơn giá đã mua bảo hiểm thì DN chỉ thiệt có 2% nhưng đó là thiệt hại chủ động, là chi phí bỏ ra để ngăn ngừa các rủi ro lớn hơn và các chi phí này đã được dự trù từ trước.

Hiện nay cả nền kinh tế Việt Nam đều áp dụng phương thức “mua bán giao ngay”, tức mua theo thời giá. Ngành dầu khí cũng có áp dụng “mua bán giao sau” nhưng chỉ áp dụng trong bán dầu thô cho nước ngoài vì bên mua yêu cầu thế, còn ta đi mua xăng dầu vẫn mua theo thời giá.

Vì vậy người tiêu dùng trong nước luôn phải chịu cảnh “nóng, lạnh” do biến động giá. Cái khó là DN vẫn chưa quen bỏ ra những khoản chi phí để bảo hiểm giá. Mua bán theo các phương thức này đơn thuần là giải những bài toán kinh tế trên cơ sở đánh giá, nhận định. Có thể giải đúng, có thể không đúng. "vì chưa có cơ chế nên chúng ta vẫn phải mua bán theo thời giá và chấp nhận chịu biến động giá"

DN không cần phải có kho bãi để tích trữ số xăng dầu giao sau đã mua mà chính thị trường giao sau sẽ làm nhiệm vụ tích trữ này cho họ. Khi đến thời hạn, DN cần xăng dầu thì sẽ nhận được xăng dầu từ phía thị trường giao sau với giá 15.000 VND/lít, bất chấp giá hiện tại bán ngoài thị trường có là 20.000 VND/lít đi nữa. Điều này giúp DN không phải lo lắng tới nỗi lo về giá xăng dầu tăng sau khi đã ký hợp đồng giao sau, từ đó chủ động kiểm soát được chi phí đầu vào của mình.

Việc áp dụng các công cụ phái sinh đối với mặt hàng xăng dầu hoàn toàn có thể thực hiện được, vì hiện nay các nước trên thế giới đã áp dụng và tạo những bước phát triển mạnh trong năm nay.

### **2.3.2. Phòng ngừa rủi ro bằng thị trường quyền chọn**

Nhà nhập khẩu xăng dầu quan tâm việc giá xăng dầu có thể tăng trong trong mấy tháng tới và muốn bảo hộ. Giả sử nhà nhập khẩu mua một quyền chọn mua 100 thùng dầu trên thị trường thế giới trong thời hạn 2 tháng với:

Giá thực hiện = 90 USD/thùng

Phí quyền chọn là 3 USD/thùng

Tổng cộng lệ phí mà nhà nhập khẩu phải trả là  $3 \times 100 = 300$  USD

Nhà nhập khẩu sẽ tốn phí là 300 USD nhưng đảm bảo rằng giá xăng dầu có thể được mua với giá 90 USD/thùng trong suốt thời hạn của quyền chọn nếu giá xăng dầu trên thị trường thế giới có lên cao hơn mức 90 USD/thùng. Giả sử giá xăng dầu thế giới lên đến 100 USD/thùng, nhà nhập khẩu sẽ được lợi là  $(100-90) \times 100 - 3 \times 100 = 700$  USD. Nếu giá xăng dầu thế giới thấp hơn 90 USD/thùng, trong trường hợp này thì quyền chọn sẽ không được thực hiện và nhà nhập khẩu phải mất khoản phí là 300 USD. Tuy nhiên nhà nhập khẩu sẽ được mua xăng dầu trên thị trường thế giới với giá rẻ hơn 90 USD/thùng

**Bảng 2.4: Lợi/lỗ trong quyền chọn mua xăng dầu**

ĐVT: USD

Giá	Lời/lỗ	
	Đối với người bán	Đối với người mua
$S \leq 90$	3	-3
$S \geq 90$	$3 - (s - 90)$	$S - (90 + 3)$

### 2.3.3. Phòng ngừa rủi ro bằng hợp đồng giao sau

Bảo hộ bằng cách mua hợp đồng giao sau được gọi là bảo hộ bằng vị thế dài hạn. Bảo hộ bằng vị thế dài hạn thích hợp khi công ty biết chắc là sẽ mua một tài sản nào đó trong tương lai và muốn chốt ở mức giá vào ngày hôm nay.

Để cho đơn giản ta giả sử trong trường hợp này basic bằng 0 (giá giao ngay bằng giá giao sau)

Giả sử hôm nay là 01/01, một nhà nhập khẩu xăng dầu biết sẽ phải mua 100.000 thùng dầu vào tháng 5 và nhà nhập khẩu xăng dầu cũng dự đoán là vào tháng 5 giá dầu sẽ lên cao. Giá giao sau là 95 USD/thùng, mỗi hợp đồng giao sau là 1.000 thùng dầu. Nhà nhập khẩu phòng ngừa rủi ro giá dầu tăng bằng cách mua 100 hợp đồng giao sau tháng 5 về dầu. Chiến lược bảo hộ được chốt ở mức giá 95 USD/thùng.

Giả sử 01/05 giá dầu giao sau là 100 USD/thùng. Tháng 5 là tháng chuyển giao, nên giá giao sau gần với giá giao ngay. Vì vậy nhà nhập khẩu thu được trên hợp đồng giao sau một khoản:

$$100.000 \times (100 - 95) = 500.000 \text{ USD}$$

Nhà nhập khẩu phải trả cho hợp đồng mua dầu:

$$100.000 \times 100 = 10.000.000 \text{ USD}$$

Tổng chi phí nhà nhập khẩu phải bỏ ra:

$$10.000.000 - 500.000 = 9.500.000 \text{ USD hay là } 95 \text{ USD/thùng.}$$

Giả sử ngày 01/05 giá dầu trên thị trường giao sau là 93 USD, nhà nhập khẩu lỗ một khoản:  $100.000 \times (93-95) = 200.000 \text{ USD}$

Trên hợp đồng mua dầu nhà nhập khẩu chỉ phải trả:

$$100.000 \times 93 = 9.300.000 \text{ USD}$$

Vậy tổng chi phí mua 100.000 thùng dầu vẫn là 9.500.000 USD (95 USD/thùng)

Làm như vậy sẽ tốt hơn là mua xăng dầu vào ngày 01/01 trên thị trường giao ngay vì phải chịu chi phí trả lãi lẫn chi phí lưu kho.

Chúng ta giả định trong ví dụ trên là hợp đồng giao sau giống như hợp đồng kỳ hạn. Thực tế có sự khác nhau nhỏ trong quá trình phòng rủi ro. Đó là sự thanh toán trên hợp đồng giao sau được thực hiện hàng ngày trong suốt thời gian hợp đồng thay vì vào cuối kỳ.

### **Chương 3:**

## **GIẢI PHÁP NHẪM GIẢM ẢNH HƯỞNG BIẾN ĐỘNG GIÁ XĂNG DẦU ĐẾN ĐỜI SỐNG KINH TẾ - XÃ HỘI VÀ ỨNG DỤNG QUYỀN CHỌN VÀ GIAO SAU XĂNG DẦU Ở VIỆT NAM**

### **3.1. Định hướng chiến lược phát triển thị trường xăng dầu ở Việt Nam trong điều kiện hội nhập**

#### **3.1.1. Dự báo thị trường xăng dầu thế giới <sup>11</sup>**

Nhiều chuyên gia cho rằng, giá dầu sẽ lên, sau đó lại xuống, rồi lại lên. Nhưng xét cho cùng, trong vòng nhiều năm qua, giá dầu đã diễn biến theo kiểu đó. Mặt khác, những lập luận cho rằng giá dầu còn tăng cao hơn trong thời gian tới cũng đã trở nên quá phổ biến.

Hai nền kinh tế Trung Quốc và Ấn Độ đang phát triển bùng nổ và luôn ở trong tình trạng “đói” năng lượng. Trong khi đó, những mỏ dầu ở Mexico, Trung Quốc và nhiều quốc gia sản xuất dầu khác trên thế giới đang dần khô cạn, khiến nguồn cung mỗi ngày thêm thắt chặt.

Tổng thống Venezuela Hugo Chavez thì đang sử dụng nguồn tài nguyên dầu mỏ của nước này như một thứ vũ khí chính trị. Các lực lượng phiến quân ở Nigeria liên tục tổ chức các hoạt động phá hoại tại nhiều khu vực sản xuất dầu lớn nhất nước này.

Cuộc chiến tranh của Mỹ ở Iraq vẫn chưa thể đi đến hồi kết, trong khi đồng USD thì liên tục suy yếu, khuyến khích các quỹ phòng hộ và các nhà đầu tư nhảy vào mua dầu và các hàng hóa khác như những mặt hàng đầu tư an toàn.

Nhưng thực ra, tất cả những yếu tố này đã hiện diện trên thế giới kể từ mùa hè năm ngoái, khi mà giá dầu tụt xuống khoảng 60 USD/thùng trước khi tăng như vũ bão vào nửa cuối của năm 2007 và những ngày đầu năm 2008.

---

<sup>11</sup> Cái gì thực sự quyết định giá dầu (<http://www.mof.gov.vn>)

“Dự đoán giá dầu luôn là một việc khó, vì giá dầu luôn chịu tác động của những gì xảy ra trong nền kinh tế thế giới và tình hình địa chính trị toàn cầu”, Chủ tịch Daniel Yergin của công ty nghiên cứu năng lượng Cambridge Energy Research Associates cho biết. Theo dự báo của chuyên gia này, trong vòng vài năm tới, giá dầu có thể tăng cao tới 150 USD/thùng, và cũng có thể giảm xuống mức... 40 USD/thùng.

Có cùng quan điểm trên, Chủ tịch John Richels của công ty dầu khí Devon cũng cho rằng, dầu có thể đạt mức giá 150 USD/thùng, và cũng có thể lùi về mốc 55 USD/thùng. “Chúng tôi phải ra quyết định đầu tư dựa trên tầm nhìn dài hạn. Điều này thật khó khăn”, ông nói.

Vậy giá dầu cao có tác động như thế nào đối với nhu cầu tiêu thụ dầu và việc phát triển các loại nhiên liệu thay thế?

Nhiều công ty đã và đang đầu tư vào năng lượng mặt trời, gió và nhiên liệu sinh học. Tuy nhiên, cho tới nay, những nguồn năng lượng này mới chỉ đóng góp một phần nhỏ trong tổng cung năng lượng của thế giới.

Những bước đột phá trong lĩnh vực khoa học và kỹ thuật như phát triển bom nguyên tử hay đưa con người tới mặt trăng xem ra đã đạt được trong khoảng thời gian khá nhanh, nhưng vẫn phải mất nhiều năm con người mới làm được. Bởi thế, việc sử dụng các nguồn năng lượng khác để thay thế cho dầu lửa chắc khó có thể làm được trong thời gian ngắn trước mắt.

### **3.1.2. Thị trường xăng dầu ở Việt Nam trong thời gian tới**

Trong những năm gần đây, các bộ, ngành rất vất vả trong việc điều hành giá xăng, dầu và đường như không có nhiều hiệu quả; cả nước chịu nhiều khó khăn trước tác động của việc tăng giá xăng, dầu liên tục. Điều này biểu hiện rõ nhất trong diễn biến giá cả 2007 và đợt tăng giá xăng dầu với biên độ rất lớn mới đây.

Diễn biến mới nhất (cuối năm 2007) là giá xăng, dầu trên thế giới đã chạm ngưỡng 100 USD/thùng càng khiến cho những lo ngại về tác động của giá xăng, dầu lớn hơn bao giờ hết. Trong hoàn cảnh đó, chính phủ rất mong muốn tìm ra một cơ chế



điều hành giá xăng, dầu mới, để các DN chủ động kinh doanh, đồng thời quyền lợi người dân được bảo vệ.

Dự kiến tới giữa 2009, khi nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động, với công suất 6,5 triệu tấn, chúng ta sẽ tự cung được một phần nhu cầu. Hiện nay nhu cầu tiêu dùng trong nước ở mức 13,5 triệu tấn/năm, còn nhà máy lọc dầu Dung Quất có thể đáp ứng được 6,5 triệu tấn/năm. Như vậy khi nhà máy lọc dầu hoạt động Việt Nam vẫn phải nhập khẩu xăng dầu. Theo chiến lược phát triển ngành dầu khí đến năm 2015 và định hướng đến năm 2025 (Bảng 3.1) cho thấy xăng dầu chế biến trong nước trong thời gian tới chỉ đáp ứng phần nào nhu cầu xăng dầu trong nước. Vì thế, giá xăng dầu thế giới sẽ là yếu tố ảnh hưởng rất quan trọng tới sản xuất trong nước.

**Bảng 3.1: Cân đối chung về cung cầu dầu khí giai đoạn tới như sau**

Năm	Dầu thô khai thác trong nước	Nhu cầu sản phẩm xăng dầu	Nhu cầu dầu thô cho chế biến trong nước		Sản phẩm xăng dầu chế biến trong nước	Cân đối nhu cầu xăng dầu
			Dầu ngọt (trong nước)	Dầu chua (Nhập khẩu)		
<b>2006-2010</b>	92,30	87,5-90	11,7		10,66	-(77-79)
<b>2011-2015</b>	89,22	100-125	34,08	1,6	32,44	-(67-92)
<b>2016-2020</b>	82,59	163,5-182,5	50,95	20,7	63,94	-(100-118)
<b>2021-2025</b>	81,94	215-240	59,98	45,7	71,03	-(144-169)

*Nguồn: Chiến lược phát triển ngành dầu khí đến năm 2015 và định hướng đến năm 2025)*

Một đề án về điều hành giá bán lẻ xăng, dầu và xây dựng một quỹ bình ổn giá đang được xây dựng để trình chính phủ. Nếu thành hiện thực, đề án này được hy vọng sẽ là một cơ chế mới đem lại nhiều lợi ích cho cả DN, Nhà nước và toàn thị trường.

Chủ trương của chính phủ là triển khai nhanh cơ chế thị trường về giá cả. Với đề án này, các DN sẽ tiếp tục kinh doanh có hiệu quả nhất định theo yêu cầu đặt ra với DN là không quá bị lỗ, nhưng cũng không gây tác động lớn tới sản xuất và tiêu dùng. Theo đề án, khi DN kinh doanh lỗ sẽ có cơ chế để bù lỗ bằng cách lập quỹ để điều hoà và bình ổn giá. Khi giá lên thì DN lấy quỹ để bù, khi giá xuống thì lại lấy phần chênh lệch đó để lập quỹ. Việc điều hoà về giá này vừa giúp DN chủ động trong kinh doanh, thị trường cũng sẽ không bị biến động lớn, ảnh hưởng tới quyền lợi của người tiêu dùng.

Theo đề án về điều hành giá cả và bình ổn thị trường xăng, dầu đang được bộ tài chính hoàn thiện thì giá xăng, dầu sẽ đi sát thị trường. Mức giá có thể sẽ cao hơn nhiều nhưng mức độ ổn định sẽ dài hơn.

Điểm thay đổi lớn nhất là DN sẽ được quyền đưa ra mức giá định hướng trên cơ sở giá cả các hợp đồng nhập khẩu xăng dầu và đăng ký liên bộ Tài chính - Công thương để áp dụng cho cả năm.

Để đối phó với sự biến động liên tục của giá xăng, dầu, duy trì sự ổn định của giá bán lẻ sẽ xây dựng một quỹ bình ổn giá xăng, dầu. Khi DN có lãi phải trích ra một khoản để đóng góp, số tiền này sẽ được dùng để bù lỗ cho DN khi giá dầu lên cao để ổn định giá định hướng.

### **3.1.3. Định hướng chiến lược phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở Việt Nam trong thời gian tới**

Các công cụ tài chính phái sinh hiện nay đã được áp dụng để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở nhiều nước trên thế giới. Cụ thể đối với các nước phát triển, người ta đều thành lập thị trường xăng dầu giao sau để vừa tạo điều kiện phòng ngừa rủi ro cho doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu, vừa là một kênh thông tin cho xã hội biết các doanh nghiệp đang mua bán, nhập khẩu xăng dầu ở giá bao nhiêu. Đây chính là cách mà sàn giao sau vừa tạo lợi ích cho doanh nghiệp vừa giảm chi phí thông tin cho xã hội, tạo minh bạch cho người dân.

Nước láng giềng Trung Quốc của chúng ta cũng đang bắt đầu xây dựng hệ thống thị trường này từ những năm 1990 và đã cho giao dịch giao sau xăng dầu tại Thượng Hải từ 4 năm nay (thật ra thị trường giao sau xăng dầu của Trung Quốc có từ năm 1994 nhưng sau đó đã ngừng hoạt động và bắt đầu hoạt động lại vào tháng 8 năm 2004, đồng thời đã tạo ra những bước phát triển mạnh trong năm nay). Theo các bài báo của Xinhuanet, lý do Trung Quốc xây dựng thị trường này là vì nhu cầu phòng ngừa rủi ro giá xăng dầu của doanh nghiệp và người tiêu dùng rất cao.

Khi giá xăng dầu ở Việt Nam được thả nổi hoàn toàn theo giá thế giới và khi đó nhu cầu phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu của chúng ta cũng sẽ là rất cao. Để phòng ngừa rủi ro cho mặt hàng xăng dầu buộc các doanh nghiệp nhập khẩu xăng dầu phải sử dụng các giải pháp và trong đó có các công cụ tài chính phái sinh quyền chọn, giao sau, kỳ hạn, hoán đổi...

### **3.2. Các giải pháp giảm ảnh hưởng biến động giá xăng dầu đến đời sống kinh tế - xã hội Việt Nam**

#### **3.2.1. Nhà nước cần tăng lượng dự trữ xăng dầu**

Xăng dầu là một mặt hàng nhạy cảm, tác động nhiều đến nền kinh tế. Thời gian qua việc tăng giá xăng dầu trong nước đã ảnh hưởng lớn đến mặt bằng giá nói chung, ảnh hưởng xấu đến đời sống của nhân dân. Giá xăng dầu thế giới lên hàng ngày, ta không thể điều chỉnh hàng ngày được. Trong thời gian chưa điều chỉnh ấy, ta phải có thời gian để lấy lãi bù lỗ, còn khi bị lỗ hơi dài thì lấy dự trữ để bù lại lỗ. Hiện nay, do khả năng tài chính hạn chế nên mức dự trữ xăng dầu của chúng ta còn thấp nên Việt Nam thường phải nhập khẩu xăng dầu theo cảnh “ăn đong” với giá cao, trong thời gian tới chúng ta cần phải tăng dự trữ xăng dầu hơn nữa. Nếu Việt Nam không dự trữ lượng xăng dầu tốt thì sự biến động về nguồn cung và giá còn lớn hơn rất nhiều. Do vậy, việc dự trữ xăng dầu và tìm kiếm nhiên liệu thay thế khi giá xăng thế giới tăng cao là rất cần thiết.

### **3.2.2. Khuyến khích tiết kiệm năng lượng**

Theo dự báo của Bộ công thương, nhu cầu năng lượng của Việt Nam vào năm 2010, 2020 và 2025 lần lượt là 46,6; 84; và 97 triệu tấn dầu quy đổi. Tốc độ tăng nhu cầu sử dụng năng lượng thương mại giai đoạn 2001-2025 nằm trong khoảng 8,9-9,7%/năm. Với tốc độ tăng mức khai thác, sử dụng năng lượng như hiện nay chỉ đến cuối thế kỷ 21 các nguồn năng lượng của Việt Nam sẽ trở nên khan hiếm. Các mỏ dầu và khí đốt sẽ cạn kiệt trong vòng 20-30 năm nữa. Vì vậy để phát triển bền vững chúng ta phải tiết kiệm năng lượng và sử dụng nhiên liệu thay thế là cách lựa chọn đúng đắn nhất.

Bên cạnh việc tuyên truyền sâu rộng trong dân chúng về tầm quan trọng của tiết kiệm năng lượng Nhà nước cũng cần có những chính sách cụ thể để khuyến khích thậm chí là bắt buộc để nhân dân và các DN thực hành tiết kiệm năng lượng:

- Nhà nước không nên bù giá xăng dầu mà nên để cho xăng dầu theo giá thị trường để người dân và DN nâng cao hơn ý thức tiết kiệm năng lượng.

- Thu tiền điện giá cao hơn nữa đối với những hộ gia đình sử dụng nhiều.

- Khuyến khích các DN sử dụng công nghệ tiết kiệm năng lượng bằng hình thức khen thưởng, ưu đãi về thuế

- Đồng thời với việc tăng cường tuyên truyền về sử dụng tiết kiệm năng lượng, cũng cần có các đề án hỗ trợ DN về cơ chế chính sách, đầu tư, công nghệ, thiết bị về lĩnh vực này.

- Nhà nước cần có những chính sách hỗ trợ và khen thưởng kịp thời và xứng đáng đối với các cá nhân và DN có những phát minh ra đồ dùng tiết kiệm năng lượng và đồ dùng sử dụng năng lượng thay thế.

- Cần có biện pháp để dân chúng hạn chế sử dụng phương tiện cá nhân tiêu tốn nhiều năng lượng mà nên sử dụng phương tiện công cộng nhiều hơn bằng cách đánh thuế vào những phương tiện cá nhân tiêu hao nhiều năng lượng và Nhà nước hỗ trợ để sử dụng phương tiện công cộng giá rẻ hơn.

- Đặc biệt là cần có giải pháp khuyến khích dân chúng sử dụng phương tiện đi lại là xe đạp, cần tuyên truyền sâu rộng để người dân thấy được đi xe đạp có tác dụng rất lớn đó là: bảo vệ môi trường, bảo vệ sức khỏe và tiết kiệm năng lượng.

- Bên cạnh các cơ chế ưu đãi khuyến khích hoạt động tiết kiệm năng lượng, việc thanh kiểm tra, kiểm soát tình hình sử dụng tiết kiệm năng lượng tại các cơ sở sản xuất công nghiệp cũng như các phương tiện tham gia vận tải, giao thông trên đường cũng hết sức cần thiết.

Nhà nước cần đầu tư hơn nữa để có những chính sách và chương trình tiết kiệm và sử dụng năng lượng thay thế có hiệu quả.

### **3.2.3. Các DN tự tích lũy tài chính và xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp, tiết giảm tối đa chi phí để tăng sức cạnh tranh**

Cơ chế bù lỗ cho mặt hàng xăng đã bị bãi bỏ từ tháng 6-2004. Từ đó đến nay, Việt Nam chỉ bù lỗ cho các mặt hàng dầu, do giá dầu thế giới tăng, nhưng trong nước vẫn bán theo giá của Chính phủ. Bộ Tài chính cho rằng, tại một số nước trong khu vực Đông Nam Á như Indonesia hay Philippines, dù đã là thành viên của WTO, nhưng những nước này vẫn trợ giá cho ngành xăng dầu nội địa. Việt Nam cũng sẽ duy trì ở mức độ cần thiết, nhưng theo cam kết trong WTO, phải dần xóa bỏ hoàn toàn.

Điều này đặt ra không ít thách thức cho các công ty xăng dầu trong nước. Đa số các doanh nghiệp xăng dầu Việt Nam hiện nay thiếu tích lũy tài chính cần thiết và phản ứng yếu ớt, thiếu linh hoạt trước mỗi đợt biến động của giá dầu thế giới. Nói cách khác, nhiều năm qua, những doanh nghiệp này đã quen với “bầu sữa ngân sách”. Các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu hiện nay chưa thực sự chủ động trong kinh doanh. Các doanh nghiệp chưa có chiến lược kinh doanh hiệu quả, doanh nghiệp hoạt động công kênh và giao dịch kém hiệu quả trên thị trường thế giới. Nếu bỏ trợ giá hoàn toàn sẽ khiến nhiều doanh nghiệp hụt hẫng, khó trụ vững, nói gì đến chuyện cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài. Thực tế này đòi hỏi các doanh nghiệp trong nước phải

thực hiện được điều cốt tử, đó là tự tích lũy tài chính và xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp, tiết giảm tối đa chi phí để tăng sức cạnh tranh.

Mỗi năm, Việt Nam khai thác khoảng 18 triệu tấn dầu thô và lợi nhuận từ xuất khẩu dầu thô được “trích chéo” để bù cho mặt hàng dầu. Theo tính toán của Bộ Công nghiệp, đến năm 2009, khi Nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động, nguồn nguyên liệu dầu thô sẽ phải dành cho nhà máy lọc dầu nhằm cung ứng 60% nhu cầu xăng của cả nước, cho nên, kinh phí để cấp bù sẽ không còn. Đổi lại, sự chủ động về nguồn hàng sẽ giúp các doanh nghiệp xăng dầu trong nước chiếm ưu thế tại thị trường bán lẻ trong nước.

Ở Trung Quốc, sau 2 tập đoàn SHELL và BP, TOTAL cũng đã ngấp nghé thâm nhập vào. Dù vậy, các công ty xăng dầu nội địa Trung Quốc vẫn không bị “bê” mà còn phát triển mạnh hơn nhờ chuẩn bị tốt, cũng như tranh thủ sự hỗ trợ linh hoạt của chính phủ. Nguồn tin từ Bộ Thương mại cho hay, tập đoàn SHELL cũng đã gõ cửa thị trường xăng dầu Việt Nam và chắc chắn nhiều tập đoàn khác cũng đang nhòm ngó. Rõ ràng, từ nay đến năm 2009, nếu các chính sách quản lý-điều hành cũng như năng lực nội tại của các doanh nghiệp xăng dầu trong nước không được cải thiện nhanh và có chất lượng, nguy cơ thất thế trước các tập đoàn xăng dầu lớn là có thể nhìn thấy trước!

### **3.3. Giải pháp ứng dụng quyền chọn và giao sau xăng dầu ở Việt Nam**

#### **3.3.1. Xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh về công cụ tài chính phái sinh**

Nhà nước cần xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh về công cụ tài chính phái sinh yêu cầu cấp thiết, nhưng chỉ là bước đi đầu tiên làm cơ sở pháp lý để các ngân hàng thương mại phát triển các nghiệp vụ tài chính phái sinh trong hoạt động kinh doanh của mình. Để các nghiệp vụ này thực sự trở thành hoạt động kinh doanh hiệu quả, đáp ứng được nhu cầu đa dạng của nhà đầu tư, khách hàng và đặc biệt có thể cạnh tranh được với các ngân hàng nước ngoài, các ngân hàng thương mại trong nước cần phải có các giải pháp đồng bộ về chính sách quản lý rủi ro, đào tạo cán bộ, chính sách khách hàng và đa dạng hóa các sản phẩm tài chính phái sinh.

Ngân hàng Nhà nước cần nghiên cứu, soạn thảo và ban hành ngay quy chế về kinh doanh các công cụ tài chính phái sinh làm cơ sở pháp lý cho hoạt động cấp phép, giám sát rủi ro và kiểm tra, thanh tra của Ngân hàng Nhà nước đối với hoạt động kinh doanh các công cụ tài chính phái sinh của các ngân hàng thương mại. Trong tương lai, trên cơ sở kinh nghiệm thực tiễn và yêu cầu của thị trường, Nhà nước xem xét ban hành luật giao dịch công cụ tài chính phái sinh điều chỉnh thống nhất về tổ chức, hoạt động của thị trường tài chính phái sinh và hoạt động kinh doanh các sản phẩm tài chính phái sinh.

### **3.3.2. Sử dụng chính sách giá và thuế để thực hiện giá xăng dầu theo cơ chế thị trường, cần chống độc quyền ngành**

Như đề cập ở trên một trong những nguyên nhân kiến cho công cụ phái sinh chưa được sử dụng để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở Việt Nam là do Nhà nước còn can thiệp vào kinh doanh của DN kinh doanh xăng dầu, giá bán xăng dầu trong nước vẫn do Nhà nước quyết định. Vì vậy để sản phẩm phái sinh có thể được sử dụng để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu đòi hỏi Nhà nước phải bỏ cơ chế định giá.

Đối với mặt hàng chiến lược như xăng dầu khi Nhà nước bỏ cơ chế định giá, mà trao quyền cho DN thì phải tạo ra một thị trường cạnh tranh thực sự hoàn hảo. Tuy nhiên, trên thực tế thì thị trường xăng dầu hiện nay, mặc dù có nhiều đầu mối kinh doanh, nhưng tổng công ty xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) vẫn chiếm thị phần áp đảo tới 60% (trong khi theo luật cạnh tranh thì chiếm trên 30% đã là DN độc quyền chi phối thị trường rồi) - tham khảo phụ lục 4. Như vậy, bản chất thị trường vẫn do Petrolimex độc quyền. Để thị trường xăng dầu có sự cạnh tranh thì giá sẽ được định ra ở một mức hợp lý. Giải pháp duy nhất là Nhà nước mở cửa thị trường cho các DN thuộc mọi thành phần tham gia, thậm chí khuyến khích cho cả DN nước ngoài vào đầu tư, kinh doanh thì khi đó áp lực cạnh tranh sẽ buộc các DN phải tìm cách kinh doanh có hiệu quả nhất bằng việc các DN kinh doanh xăng dầu sẽ sử dụng nhiều biện pháp

trong đó có việc sử dụng công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro biến động giá. Nhưng đi cùng với nó là phải có cơ chế kiểm soát chi phí.

### **3.3.3. Xây dựng thị trường hiệu quả**

Các nhà kinh tế thường định nghĩa ba mức độ của thị trường hiệu quả, được phân biệt bởi mức thông tin đã phản ánh trong giá chứng khoán. Ở mức độ thứ nhất, giá cả phản ánh thông tin đã chứa đựng trong hồ sơ giá cả quá khứ. Nó được gọi là hình thức hiệu quả yếu. Nếu các thị trường hiệu quả ở mức yếu, thì không thể tạo được các siêu tỷ suất sinh lợi liên tục bằng cách nghiên cứu tỷ suất sinh lợi quá khứ. Giá cả sẽ theo một bước ngẫu nhiên.

Mức độ hiệu quả thứ hai đòi hỏi giá cả phản ánh không chỉ giá cả quá khứ mà còn phản ánh tất cả thông tin đã công bố khác, như là thông tin bạn có thể có do đọc báo chí về tài chính. Đây được gọi là hình thức hiệu quả vừa phải của thị trường. Nếu các thị trường hiệu quả ở mức vừa phải, giá cả sẽ điều chỉnh ngay lập tức trước các thông tin công cộng như là việc công bố tỷ suất sinh lợi quý vừa qua, một phát hành cổ phần mới, một đề nghị sáp nhập hai công ty...

Một thị trường hiệu quả mạnh, trong đó giá cả phản ánh thông tin tất cả thông tin có thể có được bằng cách phân tích tỷ mỉ về công ty và về nền kinh tế. Trong một thị trường như vậy, chúng ta sẽ quan sát thấy các nhà đầu tư may mắn và không may mắn, nhưng chúng ta không tìm thấy bất kỳ siêu giám đốc nào có thể liên tục đánh bại thị trường.

Thị trường hiệu quả hay không nói chung còn phụ thuộc vào mức độ phát triển của nền kinh tế và mức độ phát triển của thị trường tài chính, trong đó quan trọng nhất là yếu tố quy mô và sự tự do hóa thị trường. Thị trường xăng dầu chúng ta còn độc quyền và chưa có sự tự do hóa thị trường, một thị trường như vậy rất dễ bị điều khiển và khống chế bởi những thế lực nắm giữ khối lượng giao dịch lớn. Sự tự do hóa thị trường, một mặt khiến cho những ai có thế mạnh trong quan hệ với các nhà quản lý và hoạch định chính sách khó có thể có được ưu thế hơn người khác, mặt khác sự tự do



hóa thị trường khiến cho nó trở nên hấp dẫn hơn vì ở đó rủi ro và lợi nhuận tương đồng với nhau.

Muốn cho các công cụ phái sinh được sử dụng trong thị trường xăng dầu đòi hỏi Nhà nước phải tự do hóa thị trường xăng dầu, để tạo lập thị trường hiệu quả mạnh. Trong thị trường hiệu quả mạnh không ai có thể lợi dụng ưu thế hơn về thông tin để chiến thắng người khác và do giá phản ánh rất mạnh với mọi thông tin có liên quan nên không thể kiếm được lợi nhuận do có ưu thế hơn về thông tin. Điều này khiến cho giao dịch thông tin trên thị trường được minh bạch và công bằng hơn. Minh bạch vì mọi thông tin dù được công bố hay không, đều được phản ánh qua giá cả nên việc che đậy thông tin không còn ý nghĩa nữa. Công bằng vì giá cả biến động ngẫu nhiên theo tín hiệu thị trường, không ai có thể tác động hay tạo ảnh hưởng của mình đến giá cả được.

Ngược lại, nếu thị trường hiệu quả yếu sẽ có người lợi dụng được ưu thế thông tin để kiếm lợi nhuận trong khi người khác không kiếm được do không có lợi thế thông tin. Trên thị trường như vậy, nhà đầu tư tham gia thị trường chẳng khác nào tham gia trên một canh bạc mà trong đó có người ăn gian chưa được phát hiện. Thị trường dành cho các công cụ phái sinh rất cần hiệu quả để tạo công bằng cho các nhà giao dịch và chỉ khi ấy các công cụ phái sinh mới có thể trở thành công cụ kinh doanh và tự bảo hiểm rủi ro theo đúng nghĩa của nó.

Ở các nước phát triển như Mỹ, hàng ngày trên thị trường giao sau đều cung cấp đầy đủ thông tin về tình hình hoạt động kinh doanh, trữ lượng dầu ước tính của các DN xăng dầu và của quỹ dự trữ xăng dầu quốc gia, giá xăng dầu thế giới và các dự báo cho người dân. Những biến động tăng giảm giá xăng dầu trong nước mới có thể mang tính “dự đoán được”, và nhờ vậy thị trường giao sau của Mỹ mới hoạt động hiệu quả, giá cả mới thật sự là do theo đúng cơ chế thị trường.

Từ kinh nghiệm các nước mà thấy, nếu chính phủ chọn con đường chuyển hoạt động xăng dầu sang kinh doanh theo cơ chế thị trường thì thiết nghĩ nên bắt đầu thiết lập một hệ thống thị trường và công cụ kinh doanh đầy đủ (bao gồm công cụ phòng

ngừa rủi ro) cho mặt hàng xăng dầu. Tất nhiên, muốn hệ thống thị trường hoạt động hiệu quả thì nhất thiết phải chống độc quyền ngành và thực hiện minh bạch thông tin.

#### **3.3.4. Nhận thức đầy đủ vai trò quan trọng của các công cụ phái sinh trong phòng ngừa rủi ro về giá xăng dầu trên thị trường Việt Nam**

Một cản trở với các nghiệp vụ phái sinh, đó là văn hoá trách nhiệm trong các DN. Ví dụ, một DN nếu biết có rủi ro về lãi suất và đang vay tiền với lãi suất thả nổi, trong điều kiện lãi suất đang tăng lên mạnh, họ cũng biết, nếu làm hoán đổi chuyển sang lãi suất cố định và đỡ thiệt hơn nhiều. Nhưng họ sợ rằng nếu họ quyết định hoán đổi, lỡ sang năm, lãi suất sẽ xuống, lúc đó mọi người trong công ty sẽ chất vấn rằng tại sao anh lại làm giao dịch đó, tại sao không để nguyên....? "nếu trong DN vẫn còn cái văn hoá 'chì chiết' những người dám làm cái mới, thì sẽ không ai dám làm hết"

Điều này từ sâu xa là do việc phân định trách nhiệm trong DN. Đa số các DN Việt Nam hiện không cho người lãnh đạo quyền và chính sách thoả đáng, rõ ràng. Một số công ty đa quốc gia họ có chính sách quản lý rủi ro rất cụ thể. Họ luôn khoanh vùng cho một vị trí lãnh đạo được chịu rủi ro tài chính đến mức bao nhiêu và nếu tới bao nhiêu thì lãnh đạo phải làm các giao dịch phòng chống. Còn ở Việt Nam thì chưa có.

Như đã đề cập ở trên, theo lãnh đạo công ty TNHH một thành viên dầu khí TP.Hồ Chí Minh (Saigon Petro). DN hoàn toàn có thể chọn lựa đi mua các hợp đồng giao sau xăng dầu (oil and energy futures). Ví dụ, vào thời điểm này DN ký hợp đồng mua xăng với giá Fix (cố định) 15.000 VND/lít trong vòng 6 tháng. Nếu 6 tháng sau, giá xăng có giá là 20.000 VND /lít, DN chỉ trả 15.000 VND /lít. DN sẽ có lời và góp phần bình ổn giá xăng trong nước. Tuy nhiên, giá xăng sẽ giảm xuống 10.000 VND /lít trong 6 tháng tới, DN buộc phải chịu lỗ 5.000 VND /lít. Do cơ chế, hiện mặt hàng xăng dầu vẫn do các DN nhà nước nhập khẩu. Nếu sử dụng nghiệp vụ thị trường giao sau để mua xăng dầu, lời thì không ai khen, nhưng lỗ làm thất thoát tiền của Nhà nước thì... “chết”!

Do đó để cho DN nhận thức đầy đủ vai trò quan trọng của các công cụ phái sinh trong phòng ngừa rủi ro về giá xăng dầu trên thị trường Việt Nam thì Nhà nước phải trao quyền tự chủ cho các DN kinh doanh xăng dầu.

### **3.3.5. Tái phòng ngừa rủi ro và mua bảo hiểm giá trên thị trường quốc tế**

Thị trường các công cụ tài chính phái sinh rất nhỏ bé và chưa phổ biến, trên thị trường còn thiếu vắng các nhà đầu tư am hiểu kỹ về lợi ích cũng như kỹ thuật tính toán lợi nhuận từ các loại nghiệp vụ này. Bên cạnh đó những hiểu biết và kinh nghiệm của các ngân hàng chúng ta về các giao dịch này còn yếu, vốn trong hệ thống các ngân hàng thương mại còn hạn chế. Vì vậy yêu cầu tái phòng ngừa rủi ro trên thị trường quốc tế cần phải được sử dụng nhằm khống chế hệ thống ngân hàng thương mại trong nước không được gánh chịu những rủi ro từ người mua các hợp đồng quyền chọn và giao sau chuyển sang.

Ngoài ra Nhà nước không nên can thiệp vào kinh doanh xăng dầu của các DN thì DN mới có thể mua hàng có bảo hiểm giá để giảm thiểu rủi ro biến động giá.

### **3.3.6. Tăng cường hợp tác quốc tế**

Công cụ phái sinh mới được sử dụng tại Việt Nam và số DN tham gia còn rất ít, do đó việc sử dụng công cụ phái sinh ở Việt Nam còn rất nhiều hạn chế. Sự kém phát triển của thị trường phái sinh là một thách thức không nhỏ trong quá trình hội nhập và mở cửa thị trường tài chính ở Việt Nam. Khi mà rủi ro luôn là bạn đường của các nhà đầu tư và ngày càng gia tăng trong quá trình hội nhập, thì phát triển thị trường các nghiệp vụ phái sinh được xem như là lá chắn quan trọng để hạn chế rủi ro của thị trường đối với những nhà đầu tư. Vì vậy phát triển thị trường phái sinh là rất cần thiết hiện nay.

Để khắc phục nhược điểm này các DN, các ngân hàng cần phải tăng cường hợp tác quốc tế để có thể tiếp thu các công nghệ mới, học hỏi kinh nghiệm, để từ đó có những giải pháp khắc phục các hạn chế khi sử dụng công cụ này. Giải pháp này cũng phù hợp với chính sách hội nhập vào nền kinh tế thế giới của Đảng và Nhà nước ta.

Đặc biệt khi chúng ta hội nhập với thế giới các DN và các ngân hàng trong nước sẽ phải chịu sức ép cạnh tranh của các DN và các ngân hàng nước ngoài tấn công vào. Điều này bắt buộc các DN, các ngân hàng nói chung và các DN kinh doanh xăng dầu nói riêng của chúng ta phải nhanh chóng hoàn thiện cơ sở vật chất kỹ thuật, trình độ chuyên môn, đa dạng hóa dịch vụ thì mới có đủ sức mạnh để thắng trong cuộc cạnh tranh khốc liệt này. Bên cạnh việc chúng ta phải tự lực tự cường để nâng cao sức mạnh của mình đồng thời chúng ta phải biết học hỏi kinh nghiệm thành công quý báu của các nước trên thế giới.

## KẾT LUẬN

Qua việc phân tích giá xăng dầu trên thị trường thế giới trong thời gian gần đây cho thấy giá xăng dầu luôn có sự biến động bất thường và luôn có xu hướng tăng giá. Do đó việc phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu thông qua sử dụng các công cụ tài chính phái sinh của các DN nhập khẩu xăng dầu ở Việt Nam là rất cần thiết.

Để ứng dụng các công cụ tài chính phái sinh phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu ở Việt Nam, thì ngoài sự chủ động ứng dụng các công cụ phái sinh của các DN nhập khẩu xăng dầu bên cạnh đó còn rất cần thiết có sự ủng hộ của Nhà nước. Đó là Nhà nước cần tự do hoá hơn nữa thị trường xăng dầu, tạo lập một thị trường xăng dầu hiệu quả mạnh. Nhà nước cần tạo điều kiện và khuyến khích các DN nhập khẩu xăng dầu ứng dụng các công cụ phái sinh vào hoạt động kinh doanh của họ. Để ứng dụng các công cụ phái sinh này có hiệu quả cao nhất đòi hỏi các DN và Nhà nước cần phải đầu tư nghiên cứu để có giải pháp tốt nhất.

*Trong một thời gian ngắn để hoàn thành luận văn tốt nghiệp này, tác giả đã nỗ lực trong nghiên cứu, tổng hợp phân tích các thông tin thu thập từ sách, báo, Internet qua đó đề xuất một số giải pháp để giảm ảnh hưởng xấu của biến động giá xăng dầu đến đời sống kinh tế xã hội và ứng dụng thị trường quyền chọn và giao sau xăng dầu ở Việt Nam. Tuy nhiên đề tài chưa đi sâu phân việc áp dụng thị trường quyền chọn và giao sau để phòng ngừa rủi ro biến động giá xăng dầu.*

*Với kiến thức và thời gian nghiên cứu còn hạn chế, trong khi đó đây là đề tài còn rất mới, vì vậy luận văn không thể tránh khỏi những thiếu sót. Tác giả rất mong nhận được sự góp ý của các Thầy Cô và các bạn.*

*TP Hồ Chí Minh, tháng 2 năm 2008*

# TÀI LIỆU THAM KHẢO

## Tiếng Việt

1. Bồi dưỡng nâng bậc công nhân xăng dầu (2006), Bộ thương mại, TP.Hồ Chí Minh.
2. Chính Phủ (2007), Nghị định số 55/2007/NĐ-CP về kinh doanh xăng dầu.
3. TS Bùi Lê Hà và tập thể tác giả (2000), Giới thiệu về thị trường Future và Option, Nhà xuất bản thống kê, Hà Nội.
4. Hull, John C (2000), Giới thiệu về thị trường giao sau và thị trường quyền chọn, Nhà xuất bản Thống kê.
5. Nguyễn Văn Nam, Nguyễn Lương Thanh, Đặng Đình Thanh (2000), Thị trường hàng hóa giao sau, Nhà xuất bản lao động, Hà Nội.
6. Lê Hoàng Nhi (2004), Định hướng xây dựng khung pháp lý cho Hợp đồng giao sau trong thị trường giao sau Việt Nam, Đại học luật Tp. Hồ Chí Minh.
7. PGS.TS Trần Ngọc Thơ (2005), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh.
8. Nguyễn Văn Tiến (2004), Quyền chọn tiền tệ, Nhà xuất bản Thống kê.
9. TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), Quản trị rủi ro tài chính, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh.
10. Các thông tin trên mạng Internet:
  - <http://www.baothuongmai.com.vn> (Trang thông tin điện tử của Báo thương mại)
  - <http://www.gso.gov.vn> (Trang thông tin điện tử của Tổng cục Thống kê Việt Nam)
  - <http://lehoangnhi.wordpress.com> (Trang thông tin của Lê Hoàng Nhi)
  - <http://www.mof.gov.vn> ( Trang thông tin điện tử của Bộ tài chính)
  - <http://www.mot.gov.vn> (Trang thông tin điện tử của Bộ công thương)
  - <http://www.petrolimex.com.vn> (Trang thông tin điện tử của Tổng công ty xăng dầu Việt Nam)

- <http://www.petrovietnam.com.vn> (Trang thông tin điện tử của Tập đoàn dầu khí Việt Nam)
- <http://www.thiennhien.net> (Trang thông tin điện tử về thiên nhiên và môi trường)
- <http://www.tinthuongmai.vn> (Trang thông tin điện tử thương mại Việt Nam)
- <http://vietbao.vn> (Trang thông tin điện tử của báo Việt Báo)

### **Tiếng Anh**

1. Edwards, Franklin R, Cindy W.Ma (1992), Futures and options, New York:McGraw-Hill, USA.
2. Hull, John C (2000), Options, Futures, and other Derivatives , Prentice-Hall, USA.
3. John C, Hull (2003), Options, Futures, & Other Derivatives, New Jersey:Prentice Hall, USA.
4. John, Hull, Introduction to futures and options markets (1995), New Jersey:Prentice-Hall, USA.
5. John F., Summa (2002), Options on Futures : New Trading Strategies, New York:John Wiley & Sons, USA.

**Phụ lục 1: Các hợp đồng giao sau hàng hóa năng động nhất và các sở giao dịch hàng hóa**

<b>Hàng hóa giao sau</b>	<b>Sở giao dịch</b>	<b>Hàng hóa giao sau</b>	<b>Sở giao dịch</b>
Lúa mạch	WPG	Nước cam	CTN
Canola	WPG	Đường	CSCE
Bắp	CBT, MCE	Nhôm	LME
Yến mạch	CBT, WPG	Đồng	COMEX, LME, MCE
Gạo	CBT	Vàng	COMEX
Lúa mì	CBT, KC, MCE, MPLS	Chì	LME
Hạt lanh	WPG	Kền	LME
Đậu nành	CBT, MCE	Palladium	NYMEX
Bột đậu nành	CBT	Bạch kim	NYMEX
Gia súc	CME	Bạc	COMEX, CBT, MCE
Heo sống	CME	Kẽm	LME
Thịt heo sống	CME	Dầu thô	IPE, MYMEX
Cacao	CSCE, LCE	Dầu khí	IPE
Cà phê	CSCE, LCE	Dầu đốt	NYMEX
Bông vải	CNT	Khí thiên nhiên	NYMEX
Gỗ xẻ	CME	Xăng không chì	LCE
		Suất cước	LCE

**Chữ viết tắt**

CBT	Chicago Board of Trade
CME	Chicago Merchantily Exchange
COMEX	Commodity Exchange New York
CSCE	Coffee, Sugar, And Cocoa Exchange
CTN	New York Coton Exchange
IPE	International Petroleum Exchange of London



KC	Kansas City Board of Trade
LCE	London Commodity Exchange
LME	London Metal Comodity
MCE	Mid America Comodity Exchange
MPLS	Minneapolis Grain Exchange
NYMEX	New York Mercantile Exchange
WPG	Winnipeg Commodity Exchange

*Nguồn: PGS.TS Trần Ngọc Thơ (2005), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh [661]*

**Phụ lục 2: Các hợp đồng giao sau về tài chính năng động ở Mỹ và các Sở giao dịch chính nơi mua bán các hợp đồng này.**

<b>Mặt hàng giao sau</b>	<b>Sở giao dịch</b>
Trái phiếu dài hạn	CBT
Trái phiếu dài hạn	CME
Chỉ số trái phiếu địa phương	CME
Ký thác đô la Châu Âu	CME
Libor	CME
Chỉ số Standard & Poor's	CME
Đô la Úc	CME
Bảng Anh	CME
Đô la Canada	CME
Euro	CME
Yên Nhật	CME
Peso Mexico	CME

Chữ viết tắt

CBT: Chicago Board of Trade

CME: Chicago Merchantile Exchange

*Nguồn: PGS.TS Trần Ngọc Thơ (2005), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản Thống kê, Tp. Hồ Chí Minh [662]*

**Phụ lục 3 : Khối lượng xăng, dầu các loại nhập khẩu từ năm 1995 đến năm 2006**

Tên hàng hóa	ĐVT	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Sơ bộ 2006
Xăng, dầu các loại	Nghìn tấn	5003,2	5933,1	5960,0	6852,0	7425,4	8747,3	9083,0	9970,5	9936,4	11047,8	11477,8	11212,7
<i>Trong đó</i>	"												
Xăng	"	1043,5	1090,1	1081,3	1201,0	1325,0	1480,1	1731,7	2098,3	2180,3	2604,4	2630,1	2849,3
Dầu diesel	"	2271,0	2795,5	3101,8	3526,0	3478,3	4133,2	4079,7	4434,3	4650,3	5479,6	5876,7	5662,9
Dầu mazut	"	867,5	1072,5	1021,6	1321,0	1878,9	2367,6	2365,9	2582,3	2376,5	2117,9	2199,5	2013,2
Dầu hỏa	"	314,7	381,7	243,9	273,0	267,7	387,7	524,8	424,6	418,5	358,2	332,8	229,1
Nhiên liệu máy bay	"						225,4	259,7	335,1	310,9	425,8	438,6	458,1
Dầu mỡ nhờn	Triệu đô la Mỹ						19,2	24,3	12,7	11,7	16,6	18,5	

Nguồn: Tổng cục thống kê, <http://www.gso.gov.vn>

**Phụ lục 4: Khối lượng nhập khẩu của các doanh nghiệp dầu mỗi kinh doanh xăng dầu trong toàn quốc**

**ĐVT: Nghìn tấn**

TT	Tên DN	2003		2004		2005		2006	
		KL	%	KL	%	KL	%	KL	%
1	Petrolimex	5.890	54,9%	6.134	56,0%	6.473	56,6%	6.885	54,8%
2	Petec	1.085	10,1%	1.389	12,7%	1.262	11,0%	1.370	10,9%
3	PDC	749	7,0%	761	6,9%	935	8,2%	1.050	8,4%
4	Saigon Petro	1070	10,0%	951	8,7%	907	7,9%	962	7,7%
5	Petechim	493	4,6%	379	3,5%	398	3,5%	424	3,4%
6	Vinapco	339	3,2%	309	2,8%	155	1,4%	222	1,8%
7	XD quân đội	105	1,0%	233	2,1%	426	3,7%	613	4,9%
8	Petromekong	220	2,0%	261	2,4%	268	2,3%	328	2,6%
9	DK Đồng Tháp	190	1,8%	295	2,7%	388	3,4%	493	3,9%
10	Nhà nhập khẩu khác	596	5,6%	240	2,2%	234	2,0%	219	1,7%
	<b>Tổng cộng</b>	<b>10.737</b>	<b>100%</b>	<b>10.952</b>	<b>100%</b>	<b>11.446</b>	<b>100%</b>	<b>12.566</b>	<b>100%</b>

*Nguồn: Bộ thương mại*

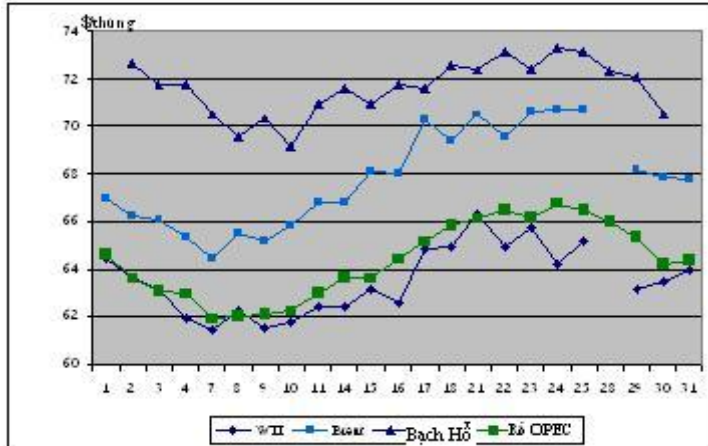
**Phụ lục 5: Thực hiện nhập khẩu xăng dầu của các doanh nghiệp xăng dầu đầu mối từ năm 2003-2006 và hạn mức tối thiểu giao năm 2007**

DVT: Nghìn tấn

Năm	Tổng số		Trong đó									
			Xăng		Diesel		Mazut		Dầu hỏa		Nhiên liệu bay	
	Hạn mức giao	Thực hiện	Hạn mức giao	Thực hiện	Hạn mức giao	Thực hiện	Hạn mức giao	Thực hiện	Hạn mức giao	Thực hiện	Hạn mức giao	Thực hiện
<b>2003</b>	12.247	11.153	3.320	2.990	5.584	5.389	2.602	2.155	561	454	180	165
<b>2004</b>	12.000	8.277	3.300	2.442	5.820	4.137	2.300	1.287	400	281	180	130
<b>2005</b>	12.400	12.614	3.750	3.518	6.400	6.593	1.700	1.985	350	324	200	194
<b>2006</b>	13.100	12.488	4.000	3.757	6.900	6.565	1.600	1.714	380	230	220	222
<b>2007</b>	13.300		4.000		6.900		1.870		290		240	

Nguồn: The official website of Vietnam Ministry of Trade: <http://www.mot.gov.vn>

### Phụ lục 6: Giá dầu thô và sản phẩm tháng 5/2007



Ngày	WTI	Brent	Bạch Hổ	Rỗ OPEC
1	64.4	67		64.65
2	63.68	66.25	72.6	63.61
3	63.19	66.05	71.76	63.11
4	61.93	65.31	71.69	62.99
7	61.47	64.44	70.51	61.89
8	62.26	65.54	69.58	62.01
9	61.55	65.2	70.32	62.12
10	61.81	65.79	69.17	62.23
11	62.37	66.83	70.94	63.03
14	62.46	66.83	71.59	63.68
15	63.17	68.11	70.93	63.63
16	62.55	68.01	71.76	64.42
17	64.86	70.27	71.54	65.14
18	64.94	69.42	72.54	65.88
21	66.27	70.49	72.33	66.1
22	64.97	69.52	73.16	66.5
23	65.77	70.6	72.41	66.18
24	64.18	70.72	73.26	66.74
25	65.2	70.69	73.11	66.5
28			72.32	66
29	63.15	68.13	72.11	65.37
30	63.49	67.84	70.49	64.21
31	64.01	67.776		64.34

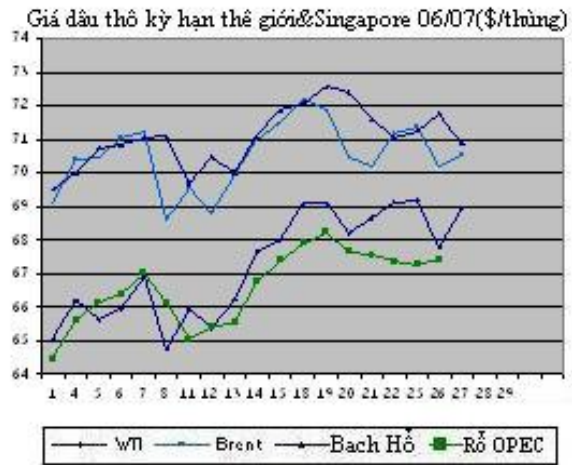
**TB**                      **63.53090909 67.76436364 71.6247619 64.36217391**

Nguồn: <http://www.petrolimex.com.vn/Desktop.aspx/TinTuc/Tin-thi-truong-xang-dau>

**Phụ lục 7 : Dầu thô kỳ hạn thế giới & Singapore tháng 6/2007**

Ngày	WTI	Brent	Bach Hồ	Rổ OPEC
1	65.08	69.07	69.49	64.47
4	66.21	70.4	69.98	65.63
5	65.61	70.45	70.75	66.18
6	65.96	71.02	70.84	66.43
7	66.93	71.22	71.02	67.01
8	64.76	68.6	71.07	66.12
11	65.97	69.56	69.69	65.04
12	65.35	68.79	70.49	65.39
13	66.26	69.94	70.01	65.56
14	67.65	70.96	71.06	66.74
15	68	71.47	71.84	67.39
18	69.09	72.18	72.1	67.9
19	69.1	71.84	72.57	68.23
20	68.19	70.42	72.4	67.65
21	68.65	70.22	71.6	67.58
22	69.14	71.18	71.02	67.35
25	69.18	71.36	71.26	67.28
26	67.77	70.17	71.76	67.43
27	68.97	70.53	70.86	67.28
28	69.57	70.52	70.89	67.58
29	70.68	71.41	72.59	67.88

Biểu đồ giá Dầu thô kỳ hạn thế giới & Singapore tháng 6/2007



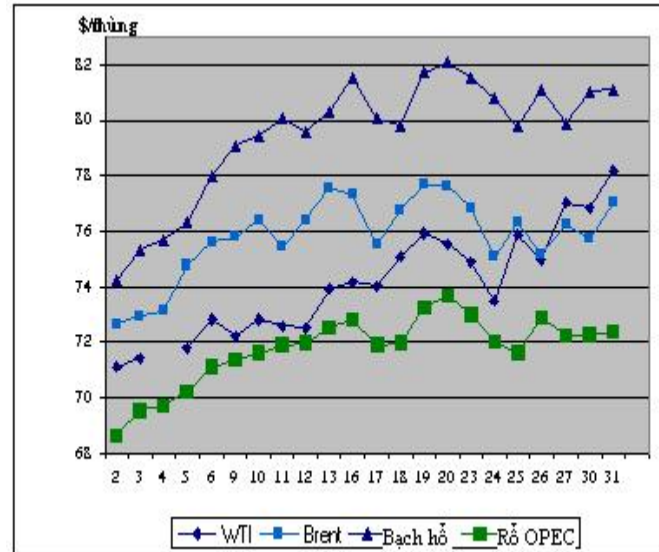
Ghi chú: nét đứt là ngày không công bố giá

**TB 67.5295 70.539 71.109 66.7676**

Nguồn: <http://www.petrolimex.com.vn/Desktop.aspx/TinTuc/Tin-thi-truong-xang-dau>

**Phụ lục 8: Dầu thô kỳ hạn thế giới & Singapore tháng 7/2007**

Ngày	WTI	Brent	Bach Hồ	Rỗ OPEC
2	71.09	72.63	74.24	68.64
3	71.41	72.93	75.34	69.55
4		73.11	75.69	69.73
5	71.81	74.75	76.29	70.22
6	72.81	75.62	77.99	71.14
9	72.19	75.78	79.09	71.36
10	72.81	76.4	79.44	71.59
11	72.56	75.44	80.1	71.9
12	72.5	76.4	79.59	71.96
13	73.93	77.57	80.34	72.49
16	74.15	77.33	81.54	72.83
17	74.02	75.53	80.09	71.89
18	75.05	76.76	79.83	71.97
19	75.92	77.67	81.74	73.23
20	75.57	77.64	82.09	73.67
23	74.89	76.86	81.56	73.01
24	73.5	75.08	80.83	72
25	75.88	76.32	79.75	71.57
26	74.95	75.18	81.08	72.88
27	77.02	76.26	79.89	72.22
30	76.83	75.74	81.06	72.24
31	78.21	77.05	81.14	72.4



**TB 74.1476 75.82 79.487 71.7495**

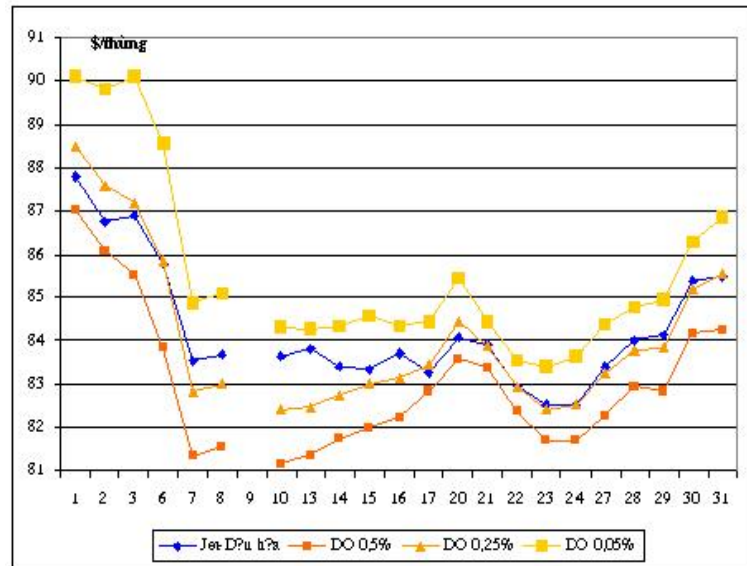
Nguồn: <http://www.petrolimex.com.vn/Desktop.aspx/TinTuc/Tin-thi-truong-xang-dau>



**Phụ lục 9: Giá Jet/Kero - Diezel - FOB Singapore tháng 8/2007**

Ngày	Jet-Dầu hỏa	DO 0,5%	DO 0,25%	DO 0,05%
1	87.8	87.01	88.49	90.09
2	86.75	86.09	87.59	89.79
3	86.88	85.52	87.19	90.11
6	85.78	83.85	85.85	88.55
7	83.55	81.34	82.84	84.89
8	83.66	81.57	82.99	85.09
9				
10	83.65	81.16	82.4	84.3
13	83.82	81.38	82.47	84.27
14	83.4	81.75	82.73	84.33
15	83.34	81.99	82.99	84.59
16	83.7	82.25	83.15	84.35
17	83.27	82.84	83.44	84.44
20	84.09	83.59	84.46	85.46
21	83.91	83.37	83.88	84.43
22	82.95	82.37	82.93	83.53
23	82.53	81.71	82.41	83.41
24	82.53	81.7	82.55	83.65
27	83.4	82.28	83.23	84.38
28	84.02	82.94	83.79	84.79
29	84.15	82.83	83.83	84.93
30	85.38	84.17	85.17	86.27
31	85.49	84.26	85.56	86.86
<b>TB</b>	<b>84.275</b>	<b>82.999</b>	<b>84.088</b>	<b>85.569</b>

Giá Jet/Kero - Diezel - FOB Singapore tháng 8/2007

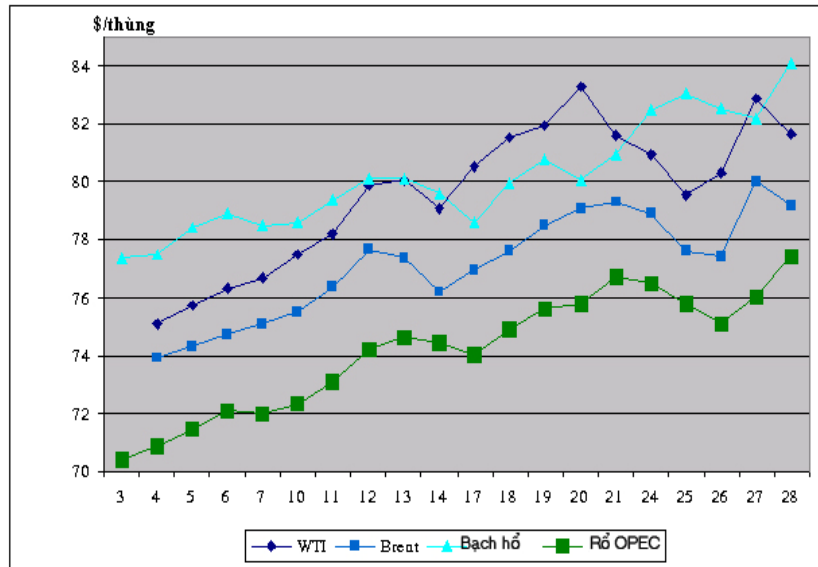


Ghi chú: nét đứt là ngày không công bố giá

Nguồn: <http://www.petrolimex.com.vn/Desktop.aspx/TinTuc/Tin-thi-truong-xang-dau>

**Phụ lục 10: Dầu thô kỳ hạn thế giới & Singapore tháng 9/2007**

Brent	Bạch Hồ	Rỗ OPEC
	77.39	70.42
73.92	77.49	70.88
74.34	78.44	71.46
74.77	78.92	72.1
75.07	78.49	72.01
75.48	78.64	72.33
76.38	79.39	73.13
77.68	80.11	74.21
77.4	80.14	74.64
76.22	79.59	74.48
76.98	78.63	74.06
77.59	79.95	74.92
78.47	80.77	75.61
79.09	80.05	75.78
79.3	80.97	76.72
78.91	82.49	76.48
77.62	83.08	75.8
77.43	82.54	75.11
80.03	82.18	76.03
79.17	84.14	77.43
<b>77.15</b>	<b>80.17</b>	<b>74.18</b>

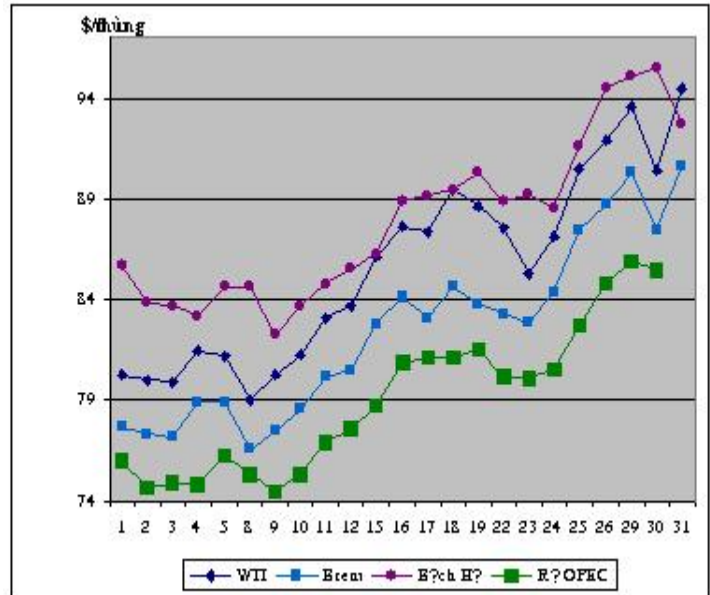


Ghi chú: nét đứt là ngày không công bố giá

Nguồn: <http://www.petrolimex.com.vn/Desktop.aspx/TinTuc/Tin-thi-truong-xang-dau>

### Phụ lục 11: Dầu thô kỳ hạn thế giới & Singapore tháng 10/2007

WTI	Brent	Bạch Hổ	Rỗ OPEC
80.24	77.64	85.73	75.97
80.05	77.38	83.87	74.66
79.94	77.19	83.72	74.96
81.44	78.97	83.17	74.83
81.22	78.9	84.66	76.23
79.02	76.58	84.59	75.37
80.26	77.49	82.27	74.47
81.3	78.6	83.73	75.36
83.08	80.15	84.81	76.95
83.69	80.55	85.53	77.62
86.13	82.75	86.31	78.76
87.61	84.16	88.89	80.82
87.4	83.13	89.1	81.09
89.47	84.6	89.47	81.14
88.6	83.79	90.35	81.55
87.56	83.27	88.91	80.23
85.27	82.85	89.26	80.11
87.1	84.37	88.53	80.55
90.46	87.48	91.67	82.67
91.86	88.69	94.53	84.8
93.53	90.32	95.11	85.84
90.38	87.44	95.51	85.5
94.53	90.63	92.73	



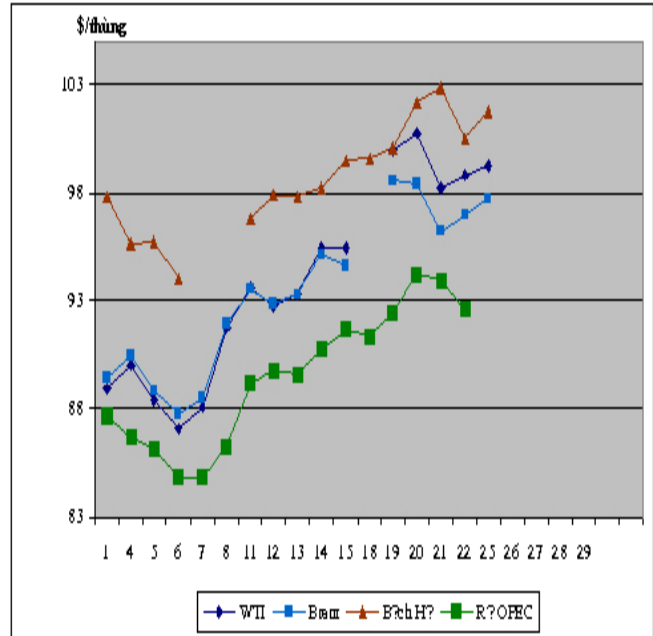
Ghi chú: nét đứt là ngày không công bố giá

**85.6583 82.475 87.933 79.0673**

Nguồn: <http://www.petrolimex.com.vn/Desktop.aspx/TinTuc/Tin-thi-truong-xang-dau>

**Phụ lục 12: Dầu thô kỳ hạn thế giới & Singapore tháng 02/2008**

Ngày	WTI	Brent	Bạch HỒ	RỒ OPEC
1	88.96	89.44	97.83	87.72
4	90.02	90.47	95.63	86.71
5	88.41	88.82	95.73	86.21
6	87.14	87.78	94.01	84.87
7	88.11	88.51		84.81
8	91.77	91.94		86.24
11	93.59	93.53	96.81	89.18
12	92.78	92.86	97.86	89.81
13	93.27	93.32	97.83	89.65
14	95.46	95.09	98.23	90.79
15	95.5	94.63	99.49	91.73
18			99.57	91.38
19	100.01	98.56	100.09	92.44
20	100.74	98.42	102.14	94.23
21	98.23	96.24	102.85	93.97
22	98.81	97.01	100.52	92.62
25	99.23	97.69	101.74	
26				
27				
28				
29				



**TB 93.8769 93.394 98.689 89.5225**