



**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

**NGUYỄN THANH TÂM**

**QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀ VIỆC ÁP  
DỤNG QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀO  
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 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**  
**PGS. TS. TRẦN NGỌC THỖ**

**THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH – NĂM 2007**

# MỤC LỤC

MỤC LỤC.....	1
LỜI MỞ ĐẦU .....	9
I.    LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI .....	9
II.   MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU .....	10
III.  ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU .....	10
IV.   PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....	11
V.    Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU.....	11
VI.   KẾT CẤU CỦA ĐỀ TÀI .....	11
CHƯƠNG I: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ QUYỀN CHỌN.....	13
1.1   GIỚI THIỆU VỀ QUYỀN CHỌN.....	13
1.1.1  Định nghĩa .....	13
1.1.2  Quyền chọn mua .....	14
1.1.3  Quyền chọn bán .....	15
1.1.4  Phân loại quyền chọn theo thời gian thực hiện .....	16
1.2   SỰ PHÁT TRIỂN CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN.....	16
1.3   CHIẾN LƯỢC PHÒNG NGỪA RỦI RO BẰNG QUYỀN CHỌN.....	18
1.3.1  Phương trình lợi nhuận .....	18
1.3.2  Các giao dịch cổ phiếu.....	20
1.3.3  Giao dịch quyền chọn mua .....	20
1.3.3.1  Mua quyền chọn mua.....	20
1.3.3.2  Bán quyền chọn mua.....	21
1.3.4  Giao dịch quyền chọn bán .....	22
1.3.4.1  Mua quyền chọn bán.....	22

1.3.4.2	Bán quyền chọn bán.....	23
1.3.5	Quyền chọn mua và cổ phiếu – Quyền chọn mua được phòng ngừa 24	
1.3.6	Quyền chọn bán và cổ phiếu – Quyền chọn bán bảo vệ .....	26
1.3.7	Quyền chọn mua và quyền chọn bán lai tạp .....	27
	KẾT LUẬN CHƯƠNG I .....	29
	CHƯƠNG II: KINH NGHIỆM VỀ TỔ CHỨC SÀN GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN TẠI MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI .....	30
2.1	MÔ HÌNH MỸ .....	30
2.1.1	TTCK Mỹ.....	30
2.1.2	Sàn giao dịch chọn chứng khoán Chicago (“CBOE”) .....	32
2.1.2.1	Lịch sử hình thành và phát triển .....	32
2.1.2.2	Tổ chức của sàn giao dịch.....	35
2.1.2.3	Giao dịch và thanh toán .....	36
2.1.2.4	Cơ chế giám sát.....	40
2.2	MÔ HÌNH CHÂU ÂU.....	41
2.2.1	Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu (“Euronext N.V.”).....	41
2.2.1.1	Lịch sử hình thành và phát triển .....	41
2.2.1.2	Hoạt động của Euronext N.V.....	42
2.2.1.3	Tổ chức và quản lý.....	42
2.2.2	Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London (“LIFFE”) .....	44
2.2.2.1	Lịch sử hình thành và phát triển .....	44
2.2.2.2	Nguyên tắc giao dịch.....	45
2.2.2.3	Quy trình giao dịch .....	46
2.3	MÔ HÌNH NHẬT.....	50

2.3.1	TTCK Nhật .....	50
2.3.2	Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo (“TSE”) .....	53
2.3.2.1	Lịch sử hình thành và phát triển .....	53
2.3.2.2	Tổ chức sàn giao dịch.....	54
2.3.2.3	Cơ chế giao dịch.....	55
2.3.2.4	Cơ chế giám sát.....	58
KẾT LUẬN CHƯƠNG II.....		59
CHƯƠNG III: ÁP DỤNG CÁC GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀO TTCK VIỆT NAM .....		60
3.1	SƠ LƯỢC VỀ TTCK VIỆT NAM.....	60
3.2	SỰ CẦN THIẾT CỦA VIỆC ỨNG DỤNG GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN Ở TTCK VIỆT NAM.....	62
3.2.1	Tạo ra công cụ bảo vệ lợi nhuận cho nhà đầu tư.....	62
3.2.2	Thúc đẩy phát triển TTCK Việt Nam.....	63
3.2.3	Tác động gián tiếp đến các công ty niêm yết .....	64
3.3	ĐIỀU KIỆN ĐỂ ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN.....	64
3.3.1	Cần có hệ thống cơ sở pháp lý hoàn thiện .....	64
3.3.2	Điều kiện về hàng hóa trên TTCK.....	65
3.3.3	Điều kiện về thông tin trên thị trường .....	65
3.3.4	Điều kiện về kỹ thuật .....	66
3.3.5	Điều kiện về con người.....	66
3.4	MỘT SỐ GIẢI PHÁP ĐỂ ỨNG DỤNG GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀO TTCK VIỆT NAM.....	66
3.4.1	Nhóm giải pháp về tổ chức và quản lý sàn giao dịch.....	67
3.4.1.1	Hoàn thiện khung pháp lý .....	67

3.4.1.2	Nâng cao vai trò và trách nhiệm của một số cơ quan chức năng có liên quan .....	68
3.4.1.3	Nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với TTCK .....	68
3.4.2	Nhóm giải pháp về phát triển thị trường .....	69
3.4.2.1	Tăng cung ứng cho thị trường cả về số lượng, chất lượng và chủng loại hàng hóa.....	69
3.4.2.2	Thực hiện chính sách khuyến khích các tổ chức và cá nhân tham gia TTCK .....	70
3.4.2.3	Nâng cao hiệu quả cung cấp thông tin.....	71
3.4.2.4	Hoàn thiện quy trình và trang bị hệ thống kỹ thuật giao dịch ..	72
3.4.3	Các nhóm giải pháp khác .....	73
3.4.3.1	Tăng cường công tác đào tạo, nghiên cứu và tuyên truyền.....	73
3.4.3.2	Học hỏi kinh nghiệm của các nước trên thế giới .....	74
3.5	NHẬN ĐỊNH VỀ KHẢ NĂNG ÁP DỤNG GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN TẠI VIỆT NAM .....	74
	KẾT LUẬN CHƯƠNG III.....	76
	KẾT LUẬN ĐỀ TÀI .....	77

## DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU VÀ HÌNH VẼ

### DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU

<b>Bảng</b>	<b>Nội dung</b>	<b>Trang</b>
Bảng 2.1.2.1	Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán Chicago	28
Bảng 2.2.1.1	Lịch sử hình thành và phát triển của sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu	37
Bảng 2.2.2.1	Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London	40
Bảng 2.3.2.1	Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo	49
Bảng 3.1	Sơ lược về quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam	57

### DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ

<b>Hình</b>	<b>Nội dung</b>	<b>Trang</b>
Hình 1.1.2	Quyền chọn mua	10
Hình 1.1.3	Quyền chọn bán	11
Hình 2.1.2.3	Mô hình của sàn giao dịch CBOE	33
Hình 2.2.2.3	Quy trình giao dịch của LIFFE	43
Hình 2.3.2.3	Mô hình của sàn giao dịch TSE	53
Hình 3.1	Chỉ số chứng khoán VN-Index	59

## DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

<b>TÊN VIẾT TẮT</b>	<b>TÊN TIẾNG ANH</b>	<b>TÊN TIẾNG VIỆT</b>
ATM	At the money	Ngang giá quyền chọn
ITM	In the money	Cao giá quyền chọn
OTM	Out the money	Kiệt giá quyền chọn
OCC	Option Clearing Corporation	Công ty thanh toán hợp đồng quyền chọn
SEC	Securities Exchange Commission	Ủy ban Giao dịch Chứng khoán Hoa Kỳ
AMEX	The American Stock Exchange	Thị trường chứng khoán Mỹ
CBOE	Chicago Board Options Exchange	Sở giao dịch quyền chọn Chicago
NYSE	New York Stock Exchange	Sàn giao dịch chứng khoán New York
PHLX	Philadelphia Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Philadelphia
PSE	Pacific Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Pacific
Euronext N.V.	Euronext N.V.	Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu
LIFFE	London International Financial Futures and	Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc

	Options Exchange	tế London
LIFFE CONNECT <sup>®</sup>	London International Financial Futures and Options Exchange Connect <sup>®</sup>	Sàn giao dịch điện tử về giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London
BVLP	Bolsa de Valores de Lisboa e Porto	Sàn giao dịch quyền chọn Lisbon và Porto
TSE	Tokyo Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Tokyo
CORES-FOP	Computerized Order Routing and Execution System for Futures and Options	Hệ thống đặt và thực hiện lệnh tự động cho Hợp đồng giao sau và Hợp đồng quyền chọn
WTO	World Trade Organization	Tổ chức thương mại thế giới
TTCK		Thị trường chứng khoán
UBCK		Ủy ban chứng khoán



# LỜI MỞ ĐẦU

## I. Lý do chọn đề tài

Thế giới ngày nay đang bước vào nền kinh tế toàn cầu hóa. Sự toàn cầu hóa mang lại nhiều thuận lợi nhưng đồng thời cũng mang đến nhiều khó khăn. Những khó khăn đó chính là các rủi ro có thể nhận thấy hoặc các rủi ro tiềm ẩn. Các rủi ro này tồn tại một cách ngẫu nhiên trong tất cả các lĩnh vực sản xuất, kinh doanh, tài chính, tín dụng,... Các rủi ro có thể làm cho nhà đầu tư mất sạch tiền, công ty phá sản, nền kinh tế của một quốc gia suy sụp. Để hạn chế những nguy cơ đó, các công cụ tài chính phái sinh chính như: Hợp đồng quyền chọn (Option Contracts), Hợp đồng giao sau (Futures Contract), Hợp đồng hoán chuyển lãi suất (SWAP),... ngày càng được sử dụng một cách rộng rãi trên toàn thế giới như là những công cụ chủ yếu và không thể thiếu được trong việc quản lý rủi ro.

Sau hơn hai mươi năm đổi mới, Việt Nam ngày càng mở rộng việc trao đổi, quan hệ làm ăn với nhiều quốc gia và hòa nhập vào nền kinh tế thế giới. Trong những năm gần đây, khi tiếp xúc làm ăn với nước ngoài, chúng ta dần dần biết được những phương cách phòng vệ rủi ro trên thị trường tài chính phái sinh.

Kể từ khi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ra đời vào tháng 07 năm 2000, hoạt động của thị trường chứng khoán ("TTCK") Việt Nam trở nên sôi động và mang lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế. Sự phát triển của TTCK là tất yếu trong quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường của Việt Nam. Tuy nhiên, cho đến nay, sau hơn 6 năm thành lập, TTCK Việt Nam đã có những dấu hiệu hết sức lo ngại, chỉ số VN-Index tăng, giảm hết sức thất thường dẫn đến một số nhà đầu tư thua lỗ nặng. Giải pháp cho vấn đề này như thế nào? Có biện pháp gì để bảo vệ nhà đầu tư khi giá chứng khoán liên tục

tăng, giảm một cách bất bình thường như vậy? Một trong những công cụ giúp nhà đầu tư hạn chế rủi ro là Quyền chọn (Option).

## **II. Mục đích nghiên cứu**

- Nghiên cứu, làm rõ một số vấn đề cơ bản về quyền chọn.
- Nghiên cứu những kinh nghiệm thực tiễn về tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới nhằm triển khai công cụ này một cách có hiệu quả tại Việt Nam.
- Đề xuất một số giải pháp nhằm áp dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam.

## **III. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

- Phần Cơ sở lý luận về quyền chọn, đề tài sẽ đi vào phân tích, giới thiệu tất cả các loại quyền chọn chứng khoán hiện có và đang được giao dịch trên thế giới.
- Phần Kinh nghiệm về tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới, đề tài sẽ đi vào phân tích kinh nghiệm của sàn giao dịch Chicago, Sàn giao dịch giao sau và Quyền chọn tài chính quốc tế London trực thuộc Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu và Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo.
- Phần Áp dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam, đề tài sẽ giới thiệu sơ lược TTCK Việt Nam sau đó đi vào phân tích sự cần thiết, điều kiện, những giải pháp và khả năng ứng dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán tại TTCK Việt Nam.
- Ngoài ra do có sự giới hạn nên trong khuôn khổ của đề tài nghiên cứu, đề tài này không đi vào những vấn đề như: Các kỹ thuật định giá quyền chọn, lợi ích – rủi ro cho các bên tham gia giao dịch quyền chọn,...

#### **IV. Phương pháp nghiên cứu**

Đề tài sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu như thống kê – mô tả, phân tích – tổng hợp, so sánh – đối chiếu; diễn dịch – quy nạp và phương pháp quan sát từ thực tiễn để khái quát bản chất của các vấn đề cần nghiên cứu. Đề tài này được tác giả dựa vào cơ sở lý thuyết chuyên ngành tài chính doanh nghiệp kết hợp với nguồn dữ liệu thông tin được tác giả sưu tầm, tập hợp từ các sách báo, tạp chí và các website có liên quan,...

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

Quyền chọn chứng khoán là công cụ quản trị rủi ro rất cần thiết và hữu ích cho các nhà đầu tư. Đây là công cụ tài chính khá cao cấp, khá phức tạp nhưng lại có nhiều ứng dụng và có vai trò to lớn, thiết thực đối với các nhà đầu tư. Do đó, việc nghiên cứu nhằm phát triển những công cụ tài chính phái sinh đồng hành với TTCK như công cụ quyền chọn là việc làm hết sức cần thiết và cấp bách trong lúc này. Đây không phải là công việc của riêng Nhà nước mà tất cả những ý kiến đóng góp từ các nhà khoa học, nhà nghiên cứu và những ai quan tâm đến nghiệp vụ này đều hữu ích và đáng được trân trọng.

Do hạn chế về thời gian, trình độ và kinh nghiệm, đề tài không thể đi sâu tìm hiểu, khảo sát và phân tích hết các khía cạnh có liên quan đến quyền chọn. Mong rằng đề tài này sẽ được tiếp tục nghiên cứu, khảo sát, kiểm chứng đầy đủ hơn và trên cơ sở đó có thể củng cố hoặc bổ sung thêm các giải pháp, đề xuất nhằm đạt được hiệu quả thiết thực và bền vững hơn.

#### **VI. Kết cấu của đề tài**

Với phạm vi nghiên cứu như trên, nội dung chính của đề tài bao gồm 03 chương:

- ❖ Chương 1: Cơ sở lý luận về quyền chọn.

- ❖ Chương 2: Những kinh nghiệm về tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới.
- ❖ Chương 3: Áp dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam.

Ngoài ra, đề tài còn có các phần: Lời cam đoan, Lời cảm ơn, Danh mục các từ viết tắt, Danh mục các bảng biểu và hình vẽ, Mục lục, Lời mở đầu, Kết luận và Tài liệu tham khảo.

# CHƯƠNG I: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ QUYỀN CHỌN

## 1.1 Giới thiệu về quyền chọn

### 1.1.1 Định nghĩa

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.

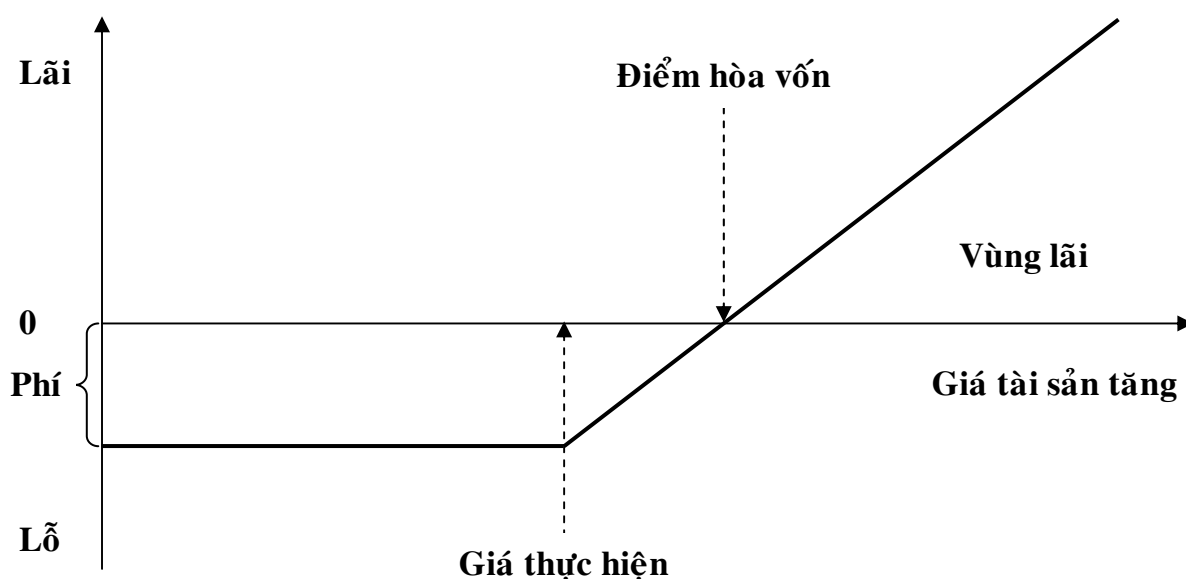
Người mua quyền chọn trả cho người bán một số tiền gọi là phí quyền chọn. Người bán quyền chọn sẵn sàng bán hoặc tiếp tục nắm giữ tài sản theo các điều khoản của hợp đồng nếu người mua muốn như vậy. Một quyền chọn để mua tài sản gọi là quyền chọn mua. Một quyền chọn để bán tài sản gọi là quyền chọn bán.

Khi phân tích các quyền chọn, chúng ta thường sẽ tập trung vào các sản phẩm giao dịch có tổ chức nhưng các nguyên tắc định giá và việc sử dụng chúng trên thị trường phi tập trung cũng tương tự như vậy. Hầu hết các quyền chọn mà chúng ta quan tâm là mua hoặc bán các tài sản tài chính chẳng hạn như cổ phiếu hoặc trái phiếu. Mặc dù vậy, chúng ta cũng đề cập đến các quyền chọn trên hợp đồng giao sau, kim loại và ngoại tệ. Nhiều loại thỏa thuận tài chính khác chẳng hạn như hạn mức tín dụng, bảo đảm khoản vay và bảo hiểm cũng là các hình thức khác nhau của quyền chọn. Ngoài ra, chính bản thân cổ phiếu cũng là quyền chọn trên tài sản của Công ty.

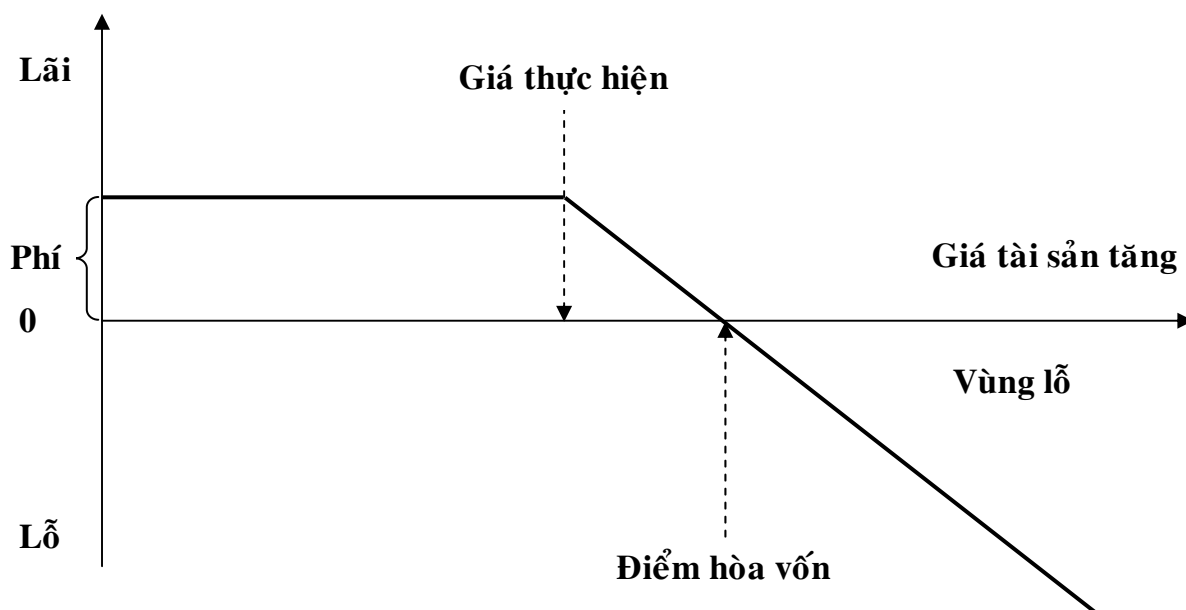
### 1.1.2 Quyền chọn mua

Quyền chọn mua là quyền được ghi trong hợp đồng cho phép người mua lựa chọn quyền mua một số lượng chứng khoán được xác định trước trong khoảng thời gian nhất định với mức giá được xác định trước.

Hình 1.1.2



(a) – Thành quả của người mua quyền chọn mua

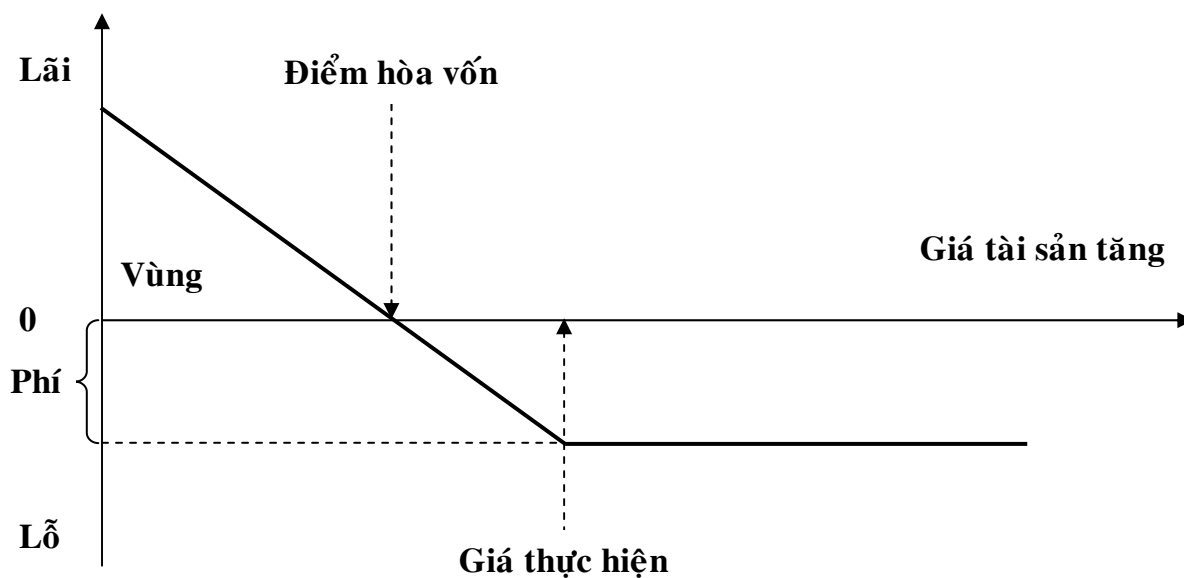


(b) – Vị thế của người bán quyền chọn mua

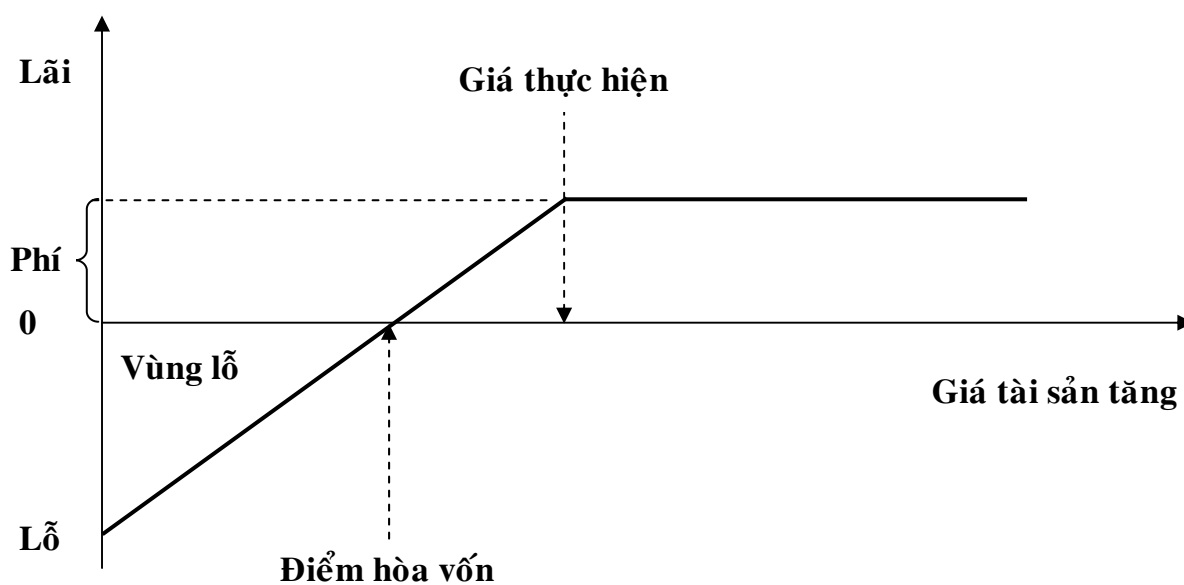
### 1.1.3 Quyền chọn bán

Quyền chọn bán là quyền được ghi trong hợp đồng cho phép người bán lựa chọn quyền bán một số lượng chứng khoán được xác định trước trong khoảng thời gian nhất định với mức giá được xác định trước.

Hình 1.1.3



(a) – Thành quả của người mua



(b) – Vị thế của người bán quyền chọn bán

#### **1.1.4 Phân loại quyền chọn theo thời gian thực hiện**

- Quyền chọn kiểu Mỹ (American style option): cho phép người nắm giữ quyền chọn thực hiện hợp đồng quyền chọn vào bất kỳ ngày nào trong thời hạn hợp đồng và trước ngày đáo hạn.
- Quyền chọn kiểu châu Âu (European style Option): chỉ cho phép người nắm giữ thực hiện hợp đồng quyền chọn vào ngày đến hạn. Việc thanh toán giữa hai bên thực tế xảy ra sau khi hợp đồng đến hạn từ 1 đến 2 ngày làm việc, giống trường hợp ngày giá trị trong các giao dịch giao ngay (spot).

Sự phân biệt giữa hai loại quyền chọn kiểu châu Âu và quyền chọn kiểu Mỹ không liên quan đến vị trí địa lý. Đa số hợp đồng quyền chọn được trao đổi chính yếu trên thị trường Mỹ. Tuy nhiên, quyền chọn kiểu châu Âu có đặc điểm dễ phân tích hơn quyền chọn kiểu Mỹ.

#### **1.2 Sự phát triển của các thị trường quyền chọn**

Những giao dịch đầu tiên của quyền chọn mua và quyền chọn bán trên thế giới được cho là đã xuất hiện từ đầu thế kỷ 18 ở Châu Âu.

Vào đầu những năm 1900, một nhóm Công ty đã thành lập: “Hiệp hội những nhà môi giới và kinh doanh quyền chọn”. Mục đích của hiệp hội này là cung cấp kỹ thuật nhằm đưa những người mua và người bán lại với nhau. Các nhà kinh doanh không gặp nhau trên thị trường, nhà đầu tư muốn mua quyền chọn liên hệ với một Công ty thành viên, công ty này sẽ cố gắng tìm người bán quyền chọn từ những khách hàng của họ hoặc từ những Công ty thành viên khác, nếu không có người bán, Công ty sẽ tự phát hành quyền chọn với giá cả thích hợp.

Như vậy, “Hiệp hội những nhà môi giới và kinh doanh quyền chọn” có hai điểm yếu:



- ❖ Không có thị trường thứ cấp, người mua quyền chọn không có quyền bán cho bên khác trước ngày đáo hạn;
- ❖ Không có kỹ thuật nào đảm bảo rằng người bán quyền chọn sẽ thực hiện hợp đồng.

Tháng 4 năm 1973, Ủy ban thương mại Chicago (Chicago Board of Trade – CBO) thành lập Sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán Chicago (Chicago Board Options Exchange – CBOE), đặc biệt dành cho trao đổi quyền chọn về cổ phiếu. Từ đó thị trường quyền chọn trở nên phổ biến với nhà đầu tư. TTCK Philadelphia (Philadelphia Exchange – PHLX) bắt đầu thực hiện giao dịch quyền chọn vào năm 1975, TTCK Pacific (Pacific Stock Exchange – PSE) thực hiện vào năm 1976 và TTCK New York (New York Stock Exchange – NYSE) thực hiện vào năm 1985.

Trong thập niên 80, thị trường quyền chọn đối với ngoại tệ, chỉ số chứng khoán, và hợp đồng giao sau đã phát triển ở Mỹ. TTCK Philadelphia là nơi giao dịch quyền chọn ngoại tệ đầu tiên. CBOE trao đổi chỉ số chứng khoán của S&P 100 và S&P 500... Hầu hết các thị trường đều giao dịch quyền chọn đối với những hợp đồng giao sau. Hiện nay thị trường quyền chọn tồn tại khắp nơi trên thế giới.

Trong các thập niên 80 và 90 đã chứng kiến sự phát triển của thị trường phi tập trung dành cho quyền chọn. Giao dịch quyền chọn tại thị trường phi tập trung được thoả thuận qua điện thoại hơn là trên sàn giao dịch. Một bên đối tác thường là Ngân hàng đầu tư, ngân hàng sẽ duy trì hạng mục đầu tư quyền chọn. Bên còn lại là khách hàng của Ngân hàng đầu tư như nhà quản lý quỹ đầu tư hoặc là người chịu trách nhiệm về vốn và ngoại hối của các tập đoàn lớn.

Các loại quyền chọn được trao đổi phổ biến nhất hiện nay trên thế giới là quyền chọn về chứng khoán, chỉ số chứng khoán, ngoại tệ,... Trong khuôn khổ đề tài này, tác giả xin được trình bày về quyền chọn chứng khoán.

### **1.3 Chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng quyền chọn**

Một trong những đặc tính hấp dẫn nhất của một quyền chọn là nó có thể được kết hợp với cổ phiếu hoặc một quyền chọn khác để tạo ra nhiều chiến lược đa dạng nhằm đáp ứng mức rủi ro ưa thích của nhà đầu tư và phù hợp với dự báo của thị trường.

Nếu trong một thế giới không có quyền chọn, các chiến lược hiện hữu sẽ rất hạn chế. Nếu thị trường được kỳ vọng sẽ tăng lên, người ta sẽ đi mua cổ phiếu; nếu nó được kỳ vọng sẽ giảm xuống, người ta sẽ bán khống cổ phiếu. Tuy nhiên, để bán khống một cổ phiếu yêu cầu nhà đầu tư phải đáp ứng một số điều kiện, như phải có một số vốn tối thiểu để mạo hiểm, bán khống khi giá đang xu hướng lên, tức là giá cổ phiếu hiện tại đang giao dịch ở mức cao hơn so với những giao dịch trước, và duy trì một mức ký quỹ tối thiểu. Quyền chọn làm cho việc chuyển từ dự báo sang một kế hoạch hành động đem lại lợi nhuận nếu dự báo đúng. Tất nhiên, chiến lược sẽ trừng phạt nhà đầu tư nếu họ dự báo sai. Tuy nhiên, với việc sử dụng quyền chọn một cách đúng đắn, mức trừng phạt sẽ khá nhỏ và có thể biết trước được.

#### **1.3.1 Phương trình lợi nhuận**

Ký hiệu:

C: giá quyền chọn mua hiện tại

P: giá quyền chọn bán hiện tại

$S_0$ : giá cổ phiếu hiện tại

X: giá thực hiện

$S_t$ : giá cổ phiếu khi đáo hạn

$t$ : thời gian đến khi đáo hạn, dưới dạng phân số theo năm

$\pi$ : lợi nhuận chiến lược

$N_c$ : số quyền chọn mua

$N_p$ : số quyền chọn bán

$N_s$ : số lượng cổ phiếu

Với:  $N_c, N_p, N_s > 0$ : nhà đầu tư đang mua quyền hay mua cổ phiếu; và

$N_c, N_p, N_s < 0$ : nhà đầu tư đang bán quyền hay bán cổ phiếu.

Giả sử số quyền chọn mua, quyền chọn bán, cổ phiếu tiêu chuẩn là 100.

Để xác định lợi nhuận từ một chiến lược đặc biệt; chúng ta chỉ cần biết có bao nhiêu quyền chọn mua, quyền chọn bán và cổ phiếu được sử dụng, vị thế là dài hạn hay ngắn hạn, giá mà quyền chọn hay cổ phiếu được mua hoặc bán, và các mức giá khi vị thế được đóng lại. Với quyền chọn mua được nắm giữ cho đến khi đáo hạn, chúng ta đã biết rằng quyền chọn mua sẽ có giá trị bằng giá trị nội tại khi đáo hạn. Vì vậy, lợi nhuận sẽ là:

$$\pi = N_c[\text{Max}(0, S_t - X) - C]$$

Giả sử có một người mua một quyền chọn mua,  $N_c = 1$ , có lợi nhuận là:

$$\pi = \text{Max}(0, S_t - X) - C$$

Đối với người bán một quyền chọn mua,  $N_c = -1$ , lợi nhuận sẽ là:

$$\pi = -\text{Max}(0, S_t - X) - C$$

Đối với quyền chọn bán, lợi nhuận được biểu diễn như sau:

$$\pi = N_p[\text{Max}(0, X - S_t) - P]$$

Đối với người mua một quyền chọn bán,  $N_p = 1$

$$\pi = \text{Max}(0, X - S_t) - P$$

Đối với người bán một quyền chọn bán,  $N_p = -1$

$$\pi = -\text{Max}(0, X - S_t) + P$$

Đối với giao dịch chỉ bao gồm cổ phiếu, phương trình lợi nhuận chính là:

$$\pi = N_s(S_t - S_0)$$

Đối với người mua một cổ phiếu,  $N_s = 1$ , lợi nhuận là

$$\pi = S_t - S_0$$

Đối với người mua một cổ phiếu,  $N_s = -1$ , lợi nhuận là

$$\pi = -S_t + S_0$$

Các phương trình lợi nhuận này khiến cho việc xác định lợi nhuận của bất kỳ giao dịch nào trở nên dễ dàng hơn.

### 1.3.2 Các giao dịch cổ phiếu

- Mua cổ phiếu

Giao dịch đơn giản nhất là mua cổ phiếu.

Phương trình lợi nhuận là:  $\pi = N_s(S_t - S_0)$  với  $N_s > 0$ .

- Bán khống cổ phiếu

Bán khống cổ phiếu là hình ảnh tương phản của mua cổ phiếu.

Phương trình lợi nhuận là:  $\pi = N_s(S_t - S_0)$  với  $N_s < 0$ .

### 1.3.3 Giao dịch quyền chọn mua

Có hai dạng giao dịch quyền chọn mua: mua quyền chọn mua và bán quyền chọn mua.

#### 1.3.3.1 Mua quyền chọn mua

Mua quyền chọn mua là một chiến lược tăng giá có mức lỗ có giới hạn (phí quyền chọn) và có mức lợi nhuận tiềm năng không giới hạn.

Mua quyền chọn mua với giá thực hiện thấp hơn có mức lỗ tối đa cao hơn nhưng lợi nhuận khi giá tăng cũng cao hơn.

Với giá cổ phiếu cho trước, quyền chọn mua được sở hữu càng lâu, giá trị thời gian mất đi càng nhiều và lợi nhuận càng thấp.

Lợi nhuận từ việc mua quyền chọn mua là:

$$\pi = N_c[\text{Max}(0, S_t - X) - C] \text{ với } N_c > 0$$

Xét trường hợp mà số quyền chọn mua được mua chỉ là 1 ( $N_c = 1$ ). Giả định rằng giá cổ phiếu khi đáo hạn nhỏ hơn hoặc bằng giá thực hiện vì vậy tại thời điểm đáo hạn ta có quyền chọn kẹt giá OTM hoặc ngang giá ATM. Vì quyền chọn mua đáo hạn mà không được thực hiện, lợi nhuận chính là  $-C$ . Người mua quyền chọn mua gánh chịu một khoản lỗ bằng với phí quyền chọn mua.

Giả định rằng tại thời điểm đáo hạn quyền chọn rơi vào trạng thái cao giá ITM. Khi đó, người mua quyền chọn sẽ thực hiện quyền chọn mua, mua cổ phiếu với giá  $X$  và bán nó với giá  $S_t$ , sẽ có lợi nhuận ròng là  $S_t - X - C$ .

Các kết quả này được tổng kết như sau:

$$\pi = S_t - X - C \quad \text{Nếu } S_t > X$$

$$\pi = -C \quad \text{Nếu } S_t \leq X$$

Chúng ta có thể tính giá cổ phiếu hòa vốn khi đáo hạn bằng cách cho lợi nhuận bằng 0 ứng với trường hợp giá cổ phiếu cao hơn giá thực hiện. Sau đó chúng ta giải phương trình tìm giá cổ phiếu hòa vốn,  $S_t^*$ . Ta có:

$$\pi = S_t^* - X - C = 0$$

$$\Rightarrow S_t^* = X + C$$

Như vậy, giá cổ phiếu hòa vốn khi đáo hạn bằng giá thực hiện cộng với giá quyền chọn mua. Giá quyền chọn mua  $-C$  là khoản tiền đã được chi trả để mua quyền chọn mua. Để hòa vốn, người mua quyền chọn mua phải thực hiện quyền chọn ở một mức giá đủ cao để bù đắp chi phí quyền chọn.

### 1.3.3.2 Bán quyền chọn mua

Bán quyền chọn mua là một chiến lược kinh doanh giá xuống và mang lại lợi nhuận có giới hạn chính là phí quyền chọn, nhưng mức lỗ thì vô hạn.

Bán quyền chọn mua với giá thực hiện thấp hơn có mức lợi nhuận tối đa cao hơn nhưng mức lỗ do giá tăng cũng cao hơn.

Với giá cổ phiếu cho trước, vị thế bán quyền chọn mua được duy trì càng lâu, giá trị thời gian càng mất dần và lợi nhuận càng lớn.

Vì lợi nhuận của người mua và người bán là các hình ảnh trái ngược nhau, phương trình lợi nhuận của chiến lược này cũng khá quen thuộc. Lợi nhuận của người bán là:

$$\pi = N_c[\text{Max}(0, S_t - X) - C] \text{ với } N_c < 0$$

Giả định với một quyền chọn mua,  $N_c = -1$ . Khi đó lợi nhuận là:

$$\pi = C \quad \text{Nếu } S_t \leq X$$

$$\pi = -S_t + X + C \quad \text{Nếu } S_t > X$$

### 1.3.4 Giao dịch quyền chọn bán

Giao dịch quyền chọn bán cũng có hai dạng giao dịch quyền chọn bán: mua quyền chọn bán và bán quyền chọn bán.

#### 1.3.4.1 Mua quyền chọn bán

Mua quyền chọn bán là một chiến lược giảm giá có mức lỗ có giới hạn (phí quyền chọn bán) và một mức lợi nhuận tiềm năng lớn, nhưng có giới hạn.

Mua một quyền chọn bán với giá thực hiện cao hơn có mức lỗ tối đa lớn hơn nhưng lợi nhuận do giá giảm cũng lớn hơn.

Với mức giá cổ phiếu cho trước, một quyền chọn bán được sở hữu càng lâu, giá trị thời gian mất đi càng nhiều và lợi nhuận càng thấp. Đối với quyền chọn bán kiểu châu Âu, tác động này ngược lại khi giá cổ phiếu khá thấp.

Lợi nhuận từ việc mua một quyền chọn bán được thể hiện qua phương trình:

$$\pi = N_p[\text{Max}(0, X - S_t) - P] \text{ với } N_p > 0$$

Xét việc mua một quyền chọn bán duy nhất,  $N_p = 1$ . Nếu giá cổ phiếu khi đáo hạn thấp hơn giá thực hiện, quyền chọn bán là cao giá ITM và sẽ được thực

hiện. Nếu giá cổ phiếu khi đáo hạn lớn hơn hoặc bằng giá thực hiện, quyền chọn bán là kiệt giá OTM hoặc ngang giá ATM. Lợi nhuận là:

$$\begin{aligned}\pi &= X - S_t - P && \text{Nếu } S_t < X \\ \pi &= -P && \text{Nếu } S_t \geq X\end{aligned}$$

Hòa vốn khi đáo hạn xảy ra khi giá cổ phiếu nhỏ hơn giá thực hiện. Cho phương trình lợi nhuận bằng 0 ta được:

$$\pi = X - S_t^* - P = 0$$

Giải phương trình tìm giá cổ phiếu hòa vốn,  $S_t^*$  khi đáo hạn, kết quả là:

$$S_t^* = X - P$$

Người mua quyền chọn bán phải bù đắp đủ chi phí quyền chọn đã trả trước nhờ giá thực hiện quyền chọn. Trong bất kỳ trường hợp nào, mua một quyền chọn bán là một chiến lược phù hợp nếu dự đoán thị trường sẽ giảm giá. Mức lỗ được giới hạn ở mức phí quyền chọn, và lợi nhuận tiềm năng cũng khá cao. Hơn nữa, thực hiện một giao dịch quyền chọn bán sẽ dễ dàng hơn bán khống. Quyền chọn bán không cần phải được mua khi giá cổ phiếu trong trạng thái tăng lên và số tiền trả cho quyền chọn bán thấp hơn nhiều so với khoản ký quỹ bán khống. Quan trọng hơn, quyền chọn bán giới hạn mức lỗ trong khi bán khống có mức lỗ không giới hạn.

#### **1.3.4.2 Bán quyền chọn bán**

Bán quyền chọn bán là một chiến lược kinh doanh giá lên với mức lợi nhuận có giới hạn là phí quyền chọn và một mức lỗ tiềm năng lớn nhưng cũng có giới hạn.

Bán một quyền chọn bán với giá thực hiện cao hơn có mức lợi nhuận tối đa lớn hơn nhưng mức lỗ tiềm năng cũng lớn hơn khi giá giảm.

Với giá cổ phiếu cho trước, vị thế bán quyền chọn bán được duy trì càng lâu, giá trị thời gian mất đi càng nhiều và lợi nhuận càng cao. Đối với quyền chọn bán kiểu châu Âu, tác động này ngược lại khi giá cổ phiếu thấp.

Phương trình lợi nhuận của người bán quyền chọn bán là:

$$\pi = N_p[\text{Max}(0, X - S_t) - P] \text{ với } N_p < 0$$

Xét trường hợp đơn giản của một quyền chọn bán duy nhất,  $N_p = -1$ . Lợi nhuận của người bán là hình ảnh tương phản của lợi nhuận của người mua:

$$\pi = -X + S_t + P \quad \text{Nếu } S_t < X$$

$$\pi = P \quad \text{Nếu } S_t \geq X$$

### **1.3.5 Quyền chọn mua và cổ phiếu – Quyền chọn mua được phòng ngừa**

Như đã trình bày ở mục 1.3.3 về trường hợp một nhà đầu tư bán một quyền chọn mua đối với một cổ phiếu mà người đó không sở hữu. Chúng ta đã thấy rủi ro là không có giới hạn, tuy nhiên nếu nhà kinh doanh quyền chọn sở hữu cổ phiếu, sẽ không còn rủi ro phải mua nó trên thị trường với một mức giá có thể khá cao. Nếu quyền chọn mua được thực hiện nhà đầu tư chỉ phải chuyển giao cổ phiếu.

Đứng trên một góc nhìn khác, người sở hữu cổ phiếu mà không bán quyền chọn mua gặp phải một rủi ro đáng kể của việc giá cổ phiếu giảm xuống. Bằng cách bán một quyền chọn mua đối với cổ phiếu đó, nhà đầu tư đã làm giảm rủi ro giảm giá. Nếu giá cổ phiếu giảm đáng kể, khoản lỗ sẽ được giảm bớt bởi phí quyền chọn nhận được từ việc bán quyền chọn mua. Mặc dù trong thị trường giá lên quyền chọn có thể được thực hiện và người sở hữu cổ phiếu sẽ phải chuyển giao cổ phiếu.



Khi xác định lợi nhuận của chiến lược quyền chọn mua được phòng ngừa, chúng ta chỉ cần cộng hai phương trình lợi nhuận của hai chiến lược mua cổ phiếu và bán quyền chọn mua với nhau. Vì vậy:

$$\pi = N_s(S_t - S_0) + N_c[\max(0, S_t - X) - C] \text{ với } N_s > 0, N_c < 0 \text{ và } N_s = -N_c$$

Điều kiện cuối cùng,  $N_s = -N_c$ , quy định cụ thể rằng số quyền chọn được bán phải bằng với số cổ phiếu được mua. Xét trường hợp của một cổ phiếu và một quyền chọn,  $N_s = 1, N_c = -1$ . Khi đó phương trình lợi nhuận là:

$$\pi = S_t - S_0 - \max(0, S_t - X) + C$$

Nếu quyền chọn kết thúc ở trạng thái kiệt giá OTM; khoản lỗ của cổ phiếu sẽ được giảm đi nhờ phí quyền chọn. Nếu quyền chọn kết thúc ở trạng thái cao giá ITM, nó sẽ được thực hiện và cổ phiếu sẽ được chuyển giao. Điều này sẽ làm giảm mức lợi nhuận của cổ phiếu. Các kết quả này được tóm tắt như sau:

$$\pi = S_t - S_0 + C \quad \text{Nếu } S_t \leq X$$

$$\pi = S_t - S_0 - S_t + X + C = X - S_0 + C \quad \text{Nếu } S_t > X$$

Trong trường hợp quyền chọn mua kết thúc ở trạng thái kiệt giá OTM, lợi nhuận sẽ tăng theo mỗi đơn vị tiền tệ khi mà giá cổ phiếu khi đáo hạn cao hơn giá mua cổ phiếu ban đầu. Trong trường hợp quyền chọn kết thúc ở trạng thái cao giá ITM, lợi nhuận không bị ảnh hưởng bởi giá cổ phiếu khi đáo hạn.

Giá cổ phiếu hòa vốn xảy ra khi lợi nhuận bằng 0. Điều này xảy ra khi quyền chọn mua kết thúc ở trạng thái kiệt giá OTM. Cho lợi nhuận bằng 0 đối với trường hợp quyền chọn mua kiệt giá OTM.

$$\pi = S_t^* - S_0 + C = 0$$

Giải phương trình tìm  $S_t^*$  ta được giá hòa vốn

$$S_t^* = S_0 - C$$

### 1.3.6 Quyền chọn bán và cổ phiếu – Quyền chọn bán bảo vệ

Quyền chọn bán bảo vệ ấn định mức lỗ tối đa do giá giảm nhưng lại chịu một loại chi phí là lợi nhuận ít hơn khi giá tăng. Nó tương đương với một hợp đồng bảo hiểm tài sản.

Như đã trình bày ở mục 1.3.5, người sở hữu cổ phiếu muốn được bảo vệ đối với việc giá cổ phiếu giảm có thể chọn cách bán một quyền chọn mua. Trong một thị trường giá lên, cổ phiếu gần như sẽ được mua lại bằng cách thực hiện quyền chọn. Một cách để nhận được sự bảo vệ trước thị trường giá xuống và vẫn có thể chia phần lợi nhuận trong một thị trường giá lên là mua một quyền chọn bán bảo vệ; nghĩa là nhà đầu tư chỉ đơn giản mua một cổ phiếu và mua một quyền chọn bán.

Phương trình lợi nhuận của quyền chọn bán bảo vệ được thiết lập bằng cách cộng hai phương trình lợi nhuận của chiến lược mua cổ phiếu và chiến lược mua quyền chọn bán. Từ đó chúng ta được:

$$\pi = N_s(S_t - S_0) + N_p[\max(0, X - S_t) - P] \text{ với } N_s > 0, N_p > 0 \text{ và } N_s = N_p$$

Giả định rằng có một cổ phiếu và một quyền chọn bán,  $N_s = N_p = 1$ . Nếu giá cổ phiếu cuối cùng cao hơn giá thực hiện, quyền chọn bán sẽ đáo hạn ở trạng thái kiệt giá OTM. Nếu giá cổ phiếu cuối cùng vẫn thấp hơn giá thực hiện, quyền chọn bán sẽ được thực hiện.

Kết quả như sau:

$$\pi = S_t - S_0 - P \quad \text{Nếu } S_t \geq X$$

$$\pi = S_t - S_0 + X - S_t - P = X - S_0 - P \quad \text{Nếu } S_t < X$$

Ta thấy, quyền chọn bán bảo vệ hoạt động như một hợp đồng bảo hiểm. Khi chúng ta mua bảo hiểm cho một tài sản ví dụ như nhà, chúng ta sẽ trả phí và chắc chắn rằng trong trường hợp có tổn thất, hợp đồng bảo hiểm sẽ đền bù ít nhất một phần tổn thất. Nếu như tổn thất không diễn ra trong suốt thời hạn của

hợp đồng bảo hiểm, chúng ta đơn giản chỉ mất phí bảo hiểm. Tương tự, quyền chọn bán bảo vệ là bảo hiểm đối với cổ phiếu. Trong thị trường giá xuống, tổn thất của cổ phiếu sẽ phần nào được bù đắp bởi việc thực hiện quyền chọn. Điều này giống như nộp hồ sơ thông báo tổn thất cần đền bù trong hợp đồng bảo hiểm. Trong thị trường giá lên, bảo hiểm là không cần thiết và mức lợi nhuận do tăng giá bị giảm đi do phí quyền chọn trả trước.

Từ các phương trình trên ta thấy lợi nhuận trên 1 thị trường giá lên biến động cùng chiều giá cổ phiếu khi đáo hạn.  $S_t$  càng cao, lợi nhuận  $\pi$  càng cao. Trên thị trường giá xuống, lợi nhuận không bị ảnh hưởng bởi giá cổ phiếu khi đáo hạn. Những tổn thất của cổ phiếu được bù đắp bởi lợi nhuận của quyền chọn bán.

Giá cổ phiếu hòa vốn vào thời điểm đáo hạn xảy ra khi giá cổ phiếu khi đáo hạn lớn hơn giá thực hiện. Đặt mức lợi nhuận này bằng 0 và giải phương trình tìm giá cổ phiếu hòa vốn,  $S_t^*$ , như sau:

$$\begin{aligned}\pi &= S_t^* - S_0 - P = 0 \\ \Rightarrow S_t^* &= P + S_0\end{aligned}$$

Ta thấy, điểm hòa vốn diễn ra khi giá cổ phiếu vào lúc đáo hạn bằng với giá cổ phiếu ban đầu cộng với phí quyền chọn. Điều này là hiển nhiên vì giá cổ phiếu phải tăng so với mức giá cổ phiếu ban đầu một mức đủ để bù đắp phí quyền chọn của quyền chọn bán.

### **1.3.7 Quyền chọn mua và quyền chọn bán lai tạp**

Quyền chọn mua và quyền chọn bán lai tạp có thể được xây dựng từ các quyền chọn và cổ phiếu.

Xét một quyền chọn bán lai tạp, bao gồm một vị thế dài hạn đối với các quyền chọn mua và vị thế bán khống đối với một số tương đương các cổ phiếu.

Phương trình lợi nhuận:

$$\pi = N_c[\max(0, S_t - X) - C] + N_s(S_t - S_0) \text{ với } N_c > 0, N_s < 0 \text{ và } N_c = -N_s$$

Cho số cổ phiếu và số quyền chọn mua đều là 1, lợi nhuận ứng với hai phạm vi giá cổ phiếu khi đáo hạn là:

$$\pi = -C - S_t + S_0 \quad \text{Nếu } S_t \leq X$$

$$\pi = S_t - X - C - S_t + S_0 = S_0 - X - C \quad \text{Nếu } S_t > X$$

Nếu giá cổ phiếu khi đáo hạn nhỏ hơn hoặc bằng giá thực hiện, lợi nhuận sẽ biến động ngược chiều với giá cổ phiếu khi đáo hạn. Nếu giá cổ phiếu khi đáo hạn cao hơn giá thực hiện, lợi nhuận sẽ không bị ảnh hưởng bởi giá cổ phiếu khi đáo hạn. Đây là một kết quả lợi nhuận giống như kết quả của một quyền chọn bán, vì vậy tên của chiến lược này là quyền chọn bán lai tạp.

Xét một quyền chọn mua lai tạp, bao gồm một vị thế dài hạn đối với các quyền chọn bán và vị thế mua một số tương đương các cổ phiếu.

Phương trình lợi nhuận:

$$\pi = N_c[\max(0, S_t - X) - C] + N_s(S_t - S_0) \text{ với } N_c < 0, N_s > 0 \text{ và } N_c = -N_s$$

Cho số cổ phiếu và số quyền chọn bán đều là 1, lợi nhuận ứng với hai phạm vi giá cổ phiếu khi đáo hạn là:

$$\pi = C + S_t - S_0 \quad \text{Nếu } S_t \leq X$$

$$\pi = -S_t + X + C + S_t - S_0 = X + C - S_0 \quad \text{Nếu } S_t > X$$

Nếu giá cổ phiếu khi đáo hạn nhỏ hơn hoặc bằng giá thực hiện, lợi nhuận sẽ biến động cùng chiều với giá cổ phiếu khi đáo hạn. Nếu giá cổ phiếu khi đáo hạn lớn hơn giá thực hiện, lợi nhuận sẽ không bị ảnh hưởng bởi giá cổ phiếu khi đáo hạn. Đây cũng là một kết quả lợi nhuận giống như kết quả của một quyền chọn mua, do đó tên của chiến lược này là quyền chọn mua lai tạp.

## **Kết luận chương I**

Chương I trình bày một công cụ tài chính rất phổ biến trên thế giới đó là quyền chọn chứng khoán. Chương này trình bày phần giới thiệu về quyền chọn, sự phát triển của các thị trường quyền chọn và đi sâu vào phân tích chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng quyền chọn. Các chiến lược này bao gồm chiến lược về quyền chọn mua, quyền chọn bán, sự kết hợp giữa quyền chọn mua với cổ phiếu và quyền chọn bán với cổ phiếu. Chúng ta cũng đã được cung cấp những kiến thức cơ bản để biết rằng: cổ phiếu và quyền chọn mua có thể được kết hợp với nhau như thế nào để tạo thành quyền chọn bán; cổ phiếu và quyền chọn bán có thể được kết hợp với nhau như thế nào để tạo ra quyền chọn mua.

Chương I đã cung cấp phần lý luận cơ bản làm nền tảng cho việc nghiên cứu kinh nghiệm về tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới cũng như việc nghiên cứu và áp dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam trong các chương tiếp theo.

# **CHƯƠNG II: KINH NGHIỆM VỀ TỔ CHỨC SÀN GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN TẠI MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI**

## **2.1 Mô hình Mỹ**

### **2.1.1 TTCK Mỹ**

Nét quan trọng trong cơ cấu thị trường tài chính Mỹ là việc tách rời hoạt động của ngành ngân hàng và ngành chứng khoán. Rất ít nước trên thế giới theo mô hình của Mỹ. Trên thực tế, việc tách rời hoạt động của hai ngành chứng khoán và ngân hàng là sự khác biệt nổi bật trong các quy định về hoạt động của ngành chứng khoán tại Mỹ và các nước khác.

Các tổ chức tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán tại Mỹ bao gồm các ngân hàng đầu tư và các công ty môi giới:

- Các ngân hàng đầu tư: khi một công ty muốn vay vốn, công ty thường thuê các dịch vụ của một ngân hàng đầu tư để giúp việc chào bán chứng khoán. Mặc dù tên gọi là ngân hàng đầu tư, nhưng các ngân hàng đầu tư không phải là một ngân hàng theo nghĩa thông thường, nó cũng không phải là một tổ chức tài chính trung gian đứng ra nhận tiền gửi và cho vay. Những ngân hàng đầu tư nổi tiếng của Mỹ gồm có Morgan Stanley, Merrill Lynch, Saiomon Brothes, First Boston Corporation và Goldman Sachs đã rất thành công trong lĩnh vực bảo lãnh phát hành không những tại Mỹ mà cả ở các thị trường ngoài Mỹ.

- Các công ty môi giới: ở Mỹ, các công ty môi giới có thể thành lập dưới bất kỳ hình thức nào: Công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc hình thức công ty hợp danh.

Có rất nhiều loại môi giới và tự doanh chứng khoán. Có rất nhiều nhà môi giới và tự doanh nhỏ chuyên cung cấp một loại dịch vụ, cũng có những công ty môi giới và nhà tự doanh lớn cung cấp nhiều loại dịch vụ tài chính đa dạng. Các công ty này tham gia vào mọi hoạt động kinh doanh trên TTCK như môi giới chứng khoán, cho khách hàng vay tiền mua chứng khoán, cung cấp các dịch vụ liên quan tới bảo lãnh phát, quản lý tiền cho khách hàng, nghiên cứu và cung cấp các dịch vụ liên quan tới chứng khoán. Công ty môi giới lớn nhất của Mỹ là công ty Merrill Lynch. Những công ty nổi tiếng khác như Paine-Webber, Dean Witter Reynolds và Smith Barney.

Do sự cạnh tranh mạnh mẽ trên thị trường, để tồn tại và sinh lời, các công ty môi giới bắt đầu đa dạng hóa dịch vụ kinh doanh bằng việc tham gia vào hoạt động truyền thống của các ngân hàng thương mại. Năm 1977, Merrill Lynch đã phát triển hình thức tài khoản quản lý tiền mặt. Hình thức này cung cấp dịch vụ tài chính trọn gói bao gồm thẻ tín dụng, các khoản vay ngay, đầu tư tự động từ việc bán chứng khoán cho các quỹ tương hỗ chuyên đầu tư vào thị trường tiền tệ.

Ở Mỹ, việc thành lập các công ty chứng khoán được thực hiện theo chế độ đăng ký. Các công ty môi giới và nhà tự doanh chứng khoán muốn tham gia vào hoạt động kinh doanh chứng khoán chỉ cần đăng ký với Ủy ban Giao dịch Chứng khoán (Securities Exchange Commission - SEC) và phải gia nhập một tổ chức tự quản phù hợp, hoặc xin trở thành thành viên của một Sở giao dịch. SEC sẽ kiểm tra để đánh giá các điều kiện tài chính và hoạt động của các công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán. Trong thời gian 6 tháng kể từ ngày đăng ký đầu tiên, các công ty này phải chịu sự giám sát của hai cơ quan SEC và tổ chức tự quản

phù hợp. Ngoài ra, các nhân viên nghiệp vụ có liên quan tới công ty chứng khoán bao gồm các thành viên của Ban giám đốc, nhân viên nghiệp vụ, nhân viên giám sát,... cũng phải đăng ký với SEC.

Một trong những tiêu chuẩn mà các công ty có hoạt động kinh doanh chứng khoán phải tuân thủ đó là tiêu chuẩn về vốn. Năm 1975, SEC ban hành quy tắc về vốn ròng thống nhất áp dụng đối với chung cho các thành viên của các Sở Giao dịch và các nhà môi giới kinh doanh chứng khoán tại thị trường phi tập trung.

Ở Mỹ, không có sự phân biệt trong các quy định giữa các công ty chứng khoán trong nước và các tổ chức nước ngoài tham gia kinh doanh chứng khoán trên thị trường Mỹ.

## **2.1.2 Sàn giao dịch chọn chứng khoán Chicago (“CBOE”)**

### **2.1.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển**

Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán Chicago được tóm lược như sau:

**Bảng 2.1.2.1**

<b>STT</b>	<b>Thời gian</b>	<b>Sự kiện</b>
1.	1973	<ul style="list-style-type: none"><li>– CBOE được thành lập.</li><li>– Ngày giao dịch đầu tiên (26/04/1973) có 911 hợp đồng mua bán được ký kết.</li></ul>
2.	1975	<ul style="list-style-type: none"><li>– Hệ thống báo giá tự động được giới thiệu.</li><li>– Trung tâm thanh toán các giao dịch quyền chọn được thành lập.</li><li>– Mô hình Black-Scholes được áp dụng trong việc định giá quyền chọn.</li></ul>
3.	1977	<ul style="list-style-type: none"><li>– Bắt đầu giao dịch quyền chọn bán.</li></ul>



		– SEC đình chỉ việc mở rộng các giao dịch quyền chọn trong thời gian cơ quan này xem xét lại việc phát triển quá nhanh của TTCK phái sinh.
4.	1980	– CBOE củng cố lại công việc kinh doanh quyền chọn.
5.	1981	– CBOE động thổ xây dựng trụ sở mới với tổng diện tích 350.000 m <sup>2</sup> thay cho quy mô trước đây là 45.000 m <sup>2</sup> .
6.	1983	– CBOE tiến hành thực hiện cuộc cách mạng trong ngành giao dịch quyền chọn bằng loại hình giao dịch chỉ số chứng khoán. – CBOE đưa vào giao dịch quyền chọn chỉ số S&P 100 và giao dịch quyền chọn chỉ số S&P 500.
7.	1984	– Khối lượng giao dịch thường niên qua sàn lần đầu tiên đạt đến con số 100 triệu hợp đồng. – CBOE khai trương hệ thống tự động thực hiện việc bán lẻ (Retail Automatic Execution System (RAES)).
8.	1985	– CBOE thành lập Viện nghiên cứu về Quyền chọn. – Đưa vào giao dịch chỉ số NASDAQ. – Quyền chọn được niêm yết trên NYSE.
9.	1987	– TTCK rơi vào khủng hoảng kéo theo sự sụp đổ của TTCK phái sinh.
10.	1989	– CBOE bắt đầu chuyển hướng phát triển loại hình giao dịch quyền chọn lãi suất.
11.	1992	– Hội đồng công nghệ quyền chọn (Options Industry Council) được thành lập với nhiệm vụ mở rộng việc đào tạo cho những nhà đầu tư.
12.	1993	– CBOE giới thiệu quyền chọn FLEX® - tạo ra những điều khoản cơ bản trong hợp đồng quyền chọn.

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- CBOE khai trương chỉ số VIX® - một chỉ số đo lường tính không ổn định của thị trường.</li> </ul>
13.	1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đưa vào giao dịch chỉ số công nghiệp Dow Jones.</li> <li>- CBOE mua lại bộ phận kinh doanh quyền chọn của NYSE.</li> </ul>
14.	1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CBOE và ngành công nghiệp quyền chọn kỷ niệm 15 năm ngày thành lập.</li> <li>- Khối lượng hợp đồng quyền chọn thường niên qua CBOE vượt ngưỡng 200 triệu hợp đồng.</li> </ul>
15.	2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>- SEC chấp thuận kế hoạch liên kết thị trường quyền chọn Mỹ của CBOE.</li> <li>- Số lượng các hợp đồng giao dịch lần đầu tiên vượt ngưỡng 1 triệu hợp đồng/ngày.</li> <li>- Khối lượng hợp đồng quyền chọn thường niên qua CBOE đạt 300 triệu hợp đồng.</li> </ul>
16.	2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CBOE tiếp tục mở rộng hệ thống giao dịch điện tử.</li> <li>- CBOE bắt đầu phát triển hệ thống giao dịch kép, kết hợp giữa việc mua bán thủ công trên sàn với giao dịch tự động hóa qua hệ thống điện tử.</li> </ul>
17.	2003	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CBOE và các sàn giao dịch khác thành công trong kế hoạch kết nối liên thị trường.</li> <li>- CBOE kỷ niệm 20 năm ngày giao dịch quyền chọn đầu tiên được thực hiện.</li> </ul>
18.	2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CBOE đạt khối lượng giao dịch mức kỷ lục 468.249.301 hợp đồng (tăng 30% so với năm 2004) với tổng giá trị ước tính lên đến 12.000 tỷ đô la Mỹ.</li> </ul>

Nguồn <http://www.cboe.cm>

### **2.1.2.2 Tổ chức của sàn giao dịch**

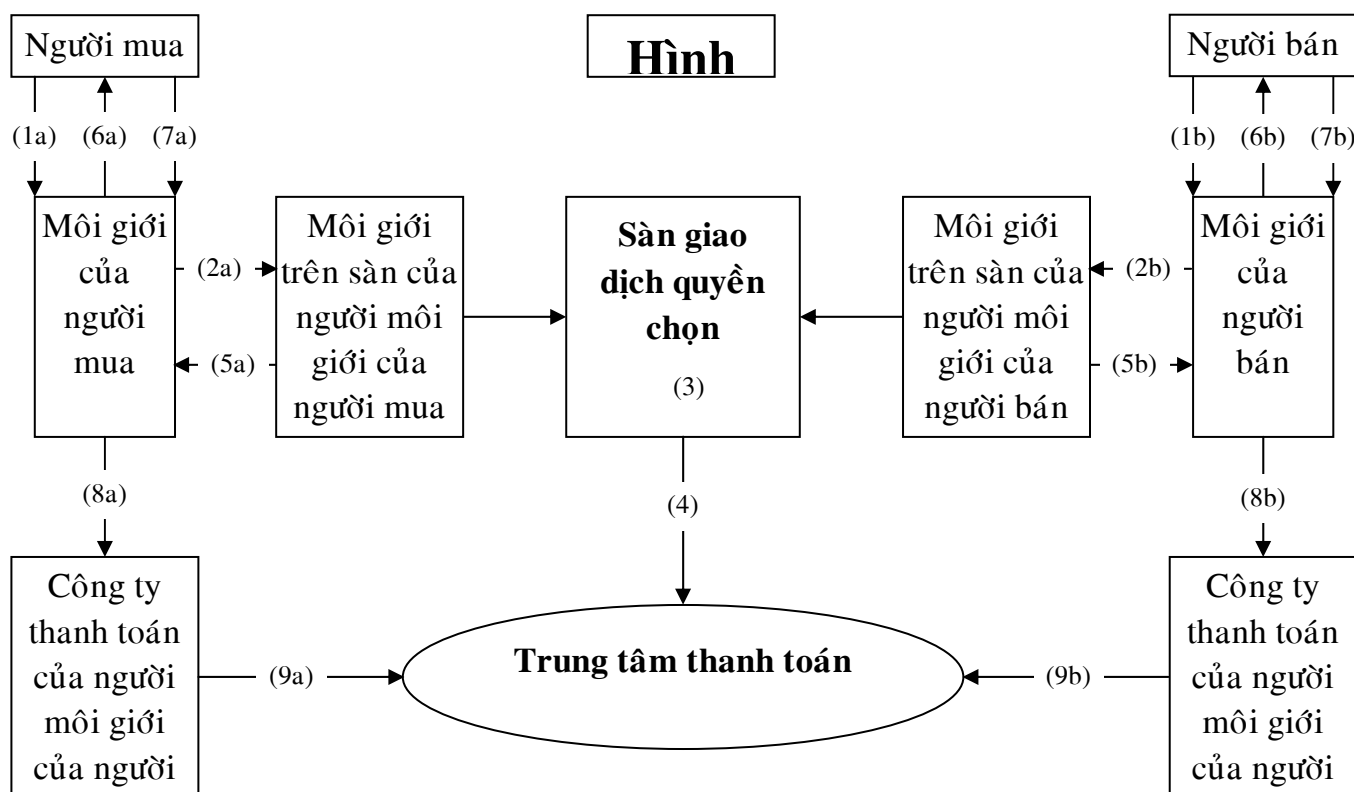
- Cơ cấu tổ chức và quản lý của Sàn giao dịch chọn chứng khoán Chicago bao gồm: Ủy ban giám sát, Ủy ban phân xử, Ủy ban kiểm tra, Ủy ban phụ trách thành viên và Ủy ban phát triển sản phẩm. Các Ủy ban này chịu sự điều hành trực tiếp của Chủ tịch Ủy ban phụ trách lĩnh vực mà mình quản lý. Các Ủy ban có trách nhiệm đảm bảo việc tuân thủ các luật lệ và nguyên tắc của sàn giao dịch.
- Nhà tạo lập thị trường (Market Makers): là một cá nhân hay người được ủy nhiệm của một tổ chức mua một seat – là vị trí giao dịch trên sàn. Nhà tạo lập thị trường chịu trách nhiệm đáp ứng nhu cầu của người giao dịch đối với quyền chọn. Khi một nhà giao dịch nào đó muốn mua (bán) một quyền chọn và nếu không có một nhà giao dịch khác muốn bán (mua) quyền chọn đó, nhà tạo lập thị trường sẽ phải thực hiện vụ giao dịch đó. Nhà tạo lập thị trường về bản chất là một doanh nghiệp. Để tồn tại, nhà tạo lập thị trường phải tạo ra lợi nhuận bằng cách mua vào ở một mức giá và bán ra ở một mức giá cao hơn. Nếu một cá nhân muốn trở thành nhà tạo lập thị trường, cá nhân đó phải tiến hành thủ tục đăng ký, trải qua kỳ thi sát hạch và cuối cùng nếu vượt qua kỳ thi sát hạch người này được Ủy ban phụ trách thành viên xác nhận là Nhà tạo lập thị trường.
- Môi giới trên sàn giao dịch (Floor Broker): Đây là một dạng kinh doanh khác của sàn giao dịch. Nhà môi giới trên sàn thực hiện các giao dịch cho các nhà giao dịch. Nhà môi giới trên sàn có trách nhiệm giao dịch các lệnh mà anh ta nhận được ở các mức giá tốt nhất có thể. Để trở thành nhà môi giới trên sàn, một cá nhân phải hoàn tất thủ tục đăng ký, trải qua kỳ thi sát hạch năng lực và nếu vượt qua kỳ thi sát hạch người này được Ủy ban phụ trách thành viên xác nhận là Nhà môi giới. CBOE cũng có một số nhà tạo

lập thị trường chính được chỉ định, đó là những người được phép vừa là nhà tạo lập thị trường vừa là nhà môi giới.

- Nhân viên giữ sổ lệnh (Order Book Officials): Đây là dạng kinh doanh thứ ba của CBOE. Nhân viên giữ sổ lệnh là một nhân viên của sàn giao dịch, có chức năng nhận và cập nhật các lệnh giới hạn (là lệnh quy định cụ thể mức giá tối đa có thể trả để mua hoặc mức giá tối thiểu chấp nhận được để bán) của tất cả khách hàng. Nếu các điều kiện thay đổi đến mức có ít các mức giá tốt nhất, lúc này, bằng lệnh giới hạn, nhân viên giữ sổ lệnh sẽ thực hiện giao dịch thay cho các nhà môi giới, khi tiếp thu các lệnh giới hạn, các nhân viên giữ sổ lệnh này sẽ thông báo giá mua thấp nhất và giá bán cao nhất đến các nhà tạo lập thị trường. Lệnh sẽ được thực hiện khi các điều kiện thay đổi đến mức có ít nhất một nhà tạo lập thị trường sẵn sàng chấp nhận ở những mức giá đó.
- Nhân viên giao dịch (Floor Officials): là các thành viên hoạt động trực thuộc các Ủy ban giám sát, có trách nhiệm giám sát, hướng dẫn các hoạt động giao dịch đảm bảo đúng nguyên tắc và pháp luật, có quyền xác nhận tư cách thành viên, kiểm tra và thông báo đến Ủy ban kiểm tra những giao dịch có dấu hiệu bất thường.
- Thư ký thành viên (Member Clerks): là những thư ký của nhà tạo lập thị trường hay nhà môi giới trên sàn, họ có nhiệm vụ hỗ trợ và giúp đỡ việc nhận lệnh, kiểm tra, chuyển lệnh giao dịch trên sàn.

### **2.1.2.3 Giao dịch và thanh toán**

Mô hình của sàn giao dịch CBOE có thể khái quát như sau:



(1a) & (1b) – Người mua và Người bán chỉ thị cho người môi giới của riêng mình tiến hành một giao dịch quyền chọn.

(2a) & (2b) – Người môi giới của người mua và người bán yêu cầu nhà môi giới trên sàn của công ty mình thực hiện giao dịch.

(3) – Các nhà môi giới trên sàn gặp gỡ trên sàn giao dịch quyền chọn và thống nhất giá cả.

(4) – Thông tin về giao dịch được báo cáo cho trung tâm thanh toán bù trừ.

(5a) & (5b) – Nhà môi giới trên sàn thông báo giá cho người môi giới của người mua và người bán.

(6a) & (6b) – Người môi giới của người bán và người mua thông báo giá về cho người bán và người mua.

(7a) & (7b) – Người mua hoặc người bán ký gửi phí quyền chọn cho người môi giới.

(8a) & (8b) – Người môi giới của người mua và người bán ký gửi phí quyền chọn và tiền ký quỹ cho công ty thanh toán của mình.

(9a) & (9b) – Công ty thanh toán của người môi giới của bên mua và bên bán ký gửi phí quyền chọn và tiền ký quỹ cho công ty thanh toán bù trừ.

Hàng ngày, các phiên giao dịch sẽ được thực hiện thông qua các hệ thống sàn giao dịch điện tử tự động (Exchange's Rapid Opening System) và sàn giao dịch lai ghép (Exchange' Hybrid Opening System). Thời hạn giao dịch phải được đảm bảo song song với TTCK cơ sở. Trình tự giao dịch được sắp xếp thứ tự theo nguyên tắc ưu tiên theo thời gian đáo hạn gần nhất của các hợp đồng quyền chọn. Nguyên tắc khớp lệnh được ưu tiên cho giá tốt nhất, nếu các lệnh cùng giá thì ưu tiên cho lệnh giới hạn được đăng ký trong sổ của nhân viên giữ sổ lệnh, sau đó là thời gian đặt lệnh. Thời gian khớp lệnh trễ nhất là 3 giờ chiều đối với hợp đồng quyền chọn chứng khoán và 3:15” chiều đối với các hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán. Việc giao dịch và khớp lệnh luôn được sự giám sát và xác nhận của các nhân viên điều hành sàn giao dịch.

Một cá nhân muốn giao dịch quyền chọn đầu tiên phải mở một tài khoản ở công ty môi giới. Sau đó cá nhân này sẽ chỉ thị cho người môi giới mua hoặc bán một quyền chọn cụ thể. Người môi giới gửi lệnh đến người môi giới sàn giao dịch của công ty trên sàn giao dịch quyền chọn.

Một nhà đầu tư có thể đồng thời đặt nhiều dạng lệnh khác nhau nhằm ứng phó với các tình huống khác nhau:

- Lệnh thị trường là dạng lệnh chỉ thị các nhà môi giới trên sàn giao dịch nhận mức giá tốt nhất.
- Lệnh giới hạn là dạng lệnh quy định cụ thể mức giá cao nhất có thể trả để mua hoặc mức giá thấp nhất chấp nhận bán. Các lệnh giới hạn có thể có giá trị cho đến khi bị hủy hoặc có giá trị trong ngày.
- Lệnh có giá trị cho đến khi bị hủy (good-till canceled) là dạng lệnh có hiệu lực cho đến khi bị hủy bỏ.

- Lệnh có giá trị trong ngày (day order) là dạng lệnh có hiệu lực cho đến hết thời gian còn lại trong ngày.
- Lệnh dừng (stop order) là dạng lệnh cho phép nhà đầu tư nắm giữ một quyền chọn riêng biệt ở mức giá thấp hơn mức giá hiện tại. Nếu giá thị trường giảm xuống đến mức giá đã quy định, người môi giới được chỉ thị bán quyền chọn ở mức giá tốt nhất hiện có.
- Lệnh tất cả hoặc không (all or none order) là dạng lệnh cho phép người môi giới thực hiện một phần lệnh với giá này và phần còn lại với giá khác.
- Lệnh tất cả hoặc không, cùng giá (all or none, same price order) là dạng lệnh yêu cầu người môi giới hoặc là thực hiện toàn bộ lệnh với cùng một mức giá hoặc là không thực hiện lệnh.

Các lệnh mua bán phải xác định nhà tạo lập thị trường, nhà môi giới, mã chứng khoán cơ sở, loại hợp đồng quyền chọn, thời gian đáo hạn, giá thực hiện, giá chuyển nhượng, khối lượng giao dịch, tên công ty thanh toán thành viên và được cung cấp đến các thành viên giao dịch có liên quan trên sàn.

Mọi giao dịch thành công trên sàn đều được thông báo đến Công ty thanh toán bù trừ trên quyền chọn (Option Clearing Corporation - OCC). Các thông tin bao gồm: xác nhận thành viên Công ty thanh toán có liên quan, loại hình hợp đồng, loại hình chứng khoán cơ sở, giá thực hiện, thời gian đáo hạn, số lượng hợp đồng, phí giao dịch, nhà môi giới, tài khoản giao dịch, thời gian mua bán và một số thông tin khác.

Việc thanh toán và thực hiện hợp đồng quyền chọn cũng phải thông qua Công ty thanh toán bù trừ trên các tài khoản giao dịch của khách hàng. Công tác giao nhận chứng khoán cơ sở và thanh toán hợp đồng được điều chỉnh bởi các nguyên tắc giao dịch của Công ty thanh toán bù trừ. Khi đến ngày đáo hạn hay người sở hữu hợp đồng yêu cầu thực hiện, Công ty đề nghị khách hàng bên mua nộp số tiền tương ứng giá trị hợp đồng đối với quyền chọn mua cổ phiếu, hoặc

chứng khoán cơ sở đối với hợp đồng quyền chọn bán, sau đó yêu cầu khách hàng bán quyền chọn nộp cổ phiếu cơ sở hay tiền mặt tương ứng để tiến hành chuyển giao. Nếu một bên vi phạm nghĩa vụ thực hiện chuyển giao hoặc thanh toán thì sẽ bị Công ty xử lý theo Luật Chứng khoán và các quy định của Cục dự trữ liên bang.

#### **2.1.2.4 Cơ chế giám sát**

Ở Mỹ, ngành kinh doanh quyền chọn giao dịch trên sàn được quản lý theo nhiều cấp độ. Mặc dù các quy định của liên bang và từng bang giữ vai trò lớn nhất, ngành kinh doanh này cũng tự quản lý thông qua các quy tắc và chuẩn mực được thiết lập bởi các sàn giao dịch và OCC.

SEC là cơ quan quản lý chính của thị trường quyền chọn ở Mỹ. SEC là một tổ chức quản lý liên bang được thiết lập vào năm 1934 để giám sát lĩnh vực kinh doanh chứng khoán, bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, quyền chọn và quỹ đầu tư. Mục tiêu chung của SEC là đảm bảo công khai, đầy đủ các thông tin thích đáng về các khoản đầu tư được chào bán rộng rãi ra công chúng. SEC có quyền thiết lập một số quy định, quy trình và điều tra các vụ vi phạm luật chứng khoán liên bang. Nếu SEC tìm thấy các vi phạm, tổ chức này có thể tìm kiếm sự hỗ trợ bắt buộc, đề nghị Bộ Tư pháp thụ lý vụ việc hoặc tự áp đặt một số hình phạt.

Quyền quản lý của mỗi bang có thể mở rộng đến từng giao dịch chứng khoán hoặc quyền chọn diễn ra trong phạm vi của bang đó. Các bang có giao dịch quyền chọn quan trọng như Illinois và New York đã chủ động thực thi luật riêng của mình về quy tắc của các giao dịch được tiến hành trong bang.

Với mục tiêu là bảo vệ các nhà giao dịch và đảm bảo việc tuân thủ các quy định của luật pháp, Sàn giao dịch CBOE cũng thiết lập các bộ phận để giám sát hoạt động trên sàn giao dịch bao gồm:

- Bộ phận giám sát thị trường: có chức năng đảm bảo tính tuân thủ luật pháp và các nguyên tắc của việc giao dịch.



- Bộ phận kiểm tra: có chức năng kiểm tra, thanh tra, theo dõi các hiện tượng vi phạm về tư cách hoạt động, các giao dịch bất thường của các thành viên theo quy định của Ủy ban chứng khoán và Cục dự trữ liên bang. Các nhân viên giám sát có thể mở các cuộc thanh tra những thành viên hoặc cá nhân vi phạm căn cứ vào những nguồn thông tin đáng tin cậy. Kết luận của ban thanh tra sẽ được đệ trình đến Ủy ban quản lý kinh doanh chứng khoán để cơ quan này ra quyết định xử lý theo các hình thức: cảnh cáo, phạt, giới hạn chức năng hoạt động hoặc thậm chí đình chỉ hoạt động của các thành viên trên sàn.

## 2.2 Mô hình Châu Âu

### 2.2.1 Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu (“Euronext N.V.”)

#### 2.2.1.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu được tóm lược như sau:

**Bảng 2.2.1.1**

STT	Thời gian	Sự kiện
1.	Tháng 9 năm 2000	Các Sàn giao dịch quyền chọn Amsterdam, Brussels và Paris hợp nhất tạo thành Euronext N.V.
2.	Tháng 2 năm 2002	Euronext N.V. kết nạp thêm thành viên mới đó là Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London (London International Financial Futures and Options Exchange – LIFFE).
3.	Tháng 2 năm 2002	Euronext N.V. tiếp tục kết nạp thêm thành viên mới đó là Sàn giao dịch quyền chọn Lisbon và Porto của Bồ Đào Nha (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto - BVLP).
4.	Tháng 11 năm 2004	Hoàn tất sự thống nhất của thị trường quyền chọn Châu Âu. Sự kiện này được đánh dấu bằng việc hình thành một cơ sở pháp lý chung cho thị trường quyền chọn tiền tệ và thị trường quyền chọn dành cho các sản phẩm chứng khoán phái sinh.

Nguồn: <http://www.euronext.com>

### **2.2.1.2 Hoạt động của Euronext N.V.**

Euronext N.V. là sàn giao dịch xuyên quốc gia đầu tiên trên thế giới, nó cung cấp dịch vụ liên quan đến thị trường các sản phẩm giao sau, thị trường quyền chọn và thị trường tiền tệ tại Bỉ, Pháp, Anh, Hà Lan và Bồ Đào Nha.

Kể từ khi thành lập, Euronext N.V. đã củng cố thị trường tài chính bằng cách thống nhất những thị trường trong từng nước trong Châu Âu. Bằng cách thực hiện việc kết hợp này Sàn giao dịch chứng khoán Châu Âu đã phát huy được thế mạnh của từng thành viên của nó. Điều này đã chứng minh được rằng: cách tốt nhất để hợp nhất Sàn giao dịch chứng khoán Châu Âu là cách áp dụng tầm nhìn mang tính chất toàn cầu cho cấp độ địa phương.

Euronext N.V. có thể đáp ứng cho khách hàng của nó những dịch vụ đa dạng và rộng lớn. Những khách hàng của sàn giao dịch này bao gồm những tổ chức tài chính, các công ty có chứng khoán niêm yết trên thị trường, các nhà đầu tư, các tổ chức khác có sử dụng công nghệ, dịch vụ và thông tin của sàn giao dịch này.

Các dịch vụ của Euronext N.V. bao gồm từ môi giới chứng khoán và cung cấp những tiện ích cho việc mua bán các chứng khoán phái sinh đến việc cung cấp các dữ liệu trên thị trường. Sàn giao dịch này được lợi từ việc cung cấp dịch vụ thông qua các thành viên của nó ở Châu Âu. Thêm vào đó, Sàn giao dịch này còn cung cấp các phần mềm và các giải pháp về công nghệ thông tin cho khách hàng.

### **2.2.1.3 Tổ chức và quản lý**

Cơ cấu tổ chức và quản lý của Euronext N.V. về cơ bản bao gồm Ủy ban giám sát, Ủy ban quản lý và Ủy ban điều hành:

a. Ủy ban giám sát

Ủy ban giám sát đóng vai trò rất quan trọng trong hệ thống tổ chức và quản lý của Sàn giao dịch. Chức năng của Ủy ban giám sát là việc kiểm tra và giám

sát nhằm đảm bảo việc thực hiện những thủ tục theo đúng quy tắc, quản lý rủi ro, giải trình cho những nhà đầu tư,... Ủy ban giám sát đảm bảo việc tuân thủ những luật lệ được quy định bởi pháp luật Hà Lan và của những Chính phủ thành viên.

Theo luật Hà Lan, một công ty có hai cấp: Ủy ban giám sát và Ủy ban điều hành. Ủy ban giám sát là một hội đồng độc lập bao gồm những thành viên độc lập. Ủy ban giám sát kiểm tra việc thực hiện và đường lối hành động của Ủy ban điều hành, tư vấn cho Ủy ban điều hành thực hiện nhiệm vụ của nó.

Ủy ban giám sát thông qua những quy tắc và điều lệ Sàn giao dịch. Những quy tắc và điều lệ này ban hành những quy định có liên quan đến nhiệm vụ, cơ cấu tổ chức, việc bổ nhiệm, các ủy ban thành viên, tiền công và các cuộc họp.

Ủy ban giám sát ban hành bản giới thiệu sơ lược của Sàn giao dịch, bản giới thiệu sơ lược này được thay đổi hằng năm nếu cần thiết. Theo bản giới thiệu sơ lược, ít nhất một thành viên của Ủy ban giám sát phải thành thạo về tài chính và ít nhất một thành viên phải có kiến thức chuyên môn về nhân sự.

b. Ủy ban quản lý

Ủy ban quản lý là một tập thể chịu trách nhiệm quản lý Sàn giao dịch và được giám sát bởi Ủy ban giám sát. Ủy ban quản lý đáp ứng những chiến lược được đề ra của Sàn giao dịch, đồng thời đặt ra những tiêu chuẩn và thi hành những quyết định liên quan đến quản lý. Chủ tịch Ủy ban quản lý báo cáo cho Chủ tịch Ủy ban giám sát theo định kỳ.

c. Ủy ban điều hành

Ủy ban điều hành là một tập thể chịu trách nhiệm điều hành sàn giao dịch chịu sự giám sát và quản lý bởi Ủy ban giám sát và Ủy ban quản lý. Ủy ban điều hành bao gồm Chủ tịch Ủy ban điều hành, các thành viên của Ủy ban điều hành, các phòng ban có liên quan đến tài chính, pháp luật, nhân sự và thông tin.

## 2.2.2 Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London (“LIFFE ”)

### 2.2.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London được tóm lược như sau:

**Bảng 2.2.2.1**

STT	Thời gian	Sự kiện
1.	1982	Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London (London International Financial Futures and Options Exchange – LIFFE) được thành lập. Ban đầu LIFFE được thành lập như là một sàn giao dịch hợp đồng mua bán hàng hóa giao sau và quyền chọn tài chính.
2.	1992	LIFFE cung cấp những hợp đồng giao dịch về lãi suất đối với những loại tiền tệ chính trên thế giới.
3.	1993	LIFFE sát nhập với Sàn giao dịch quyền chọn London (Traded Options Market – LTOM) để làm tăng thêm các giao dịch về quyền chọn và phạm vi hoạt động.
4.	1996	LIFFE sát nhập với Sàn giao dịch hàng hóa (London Commodity Exchange – LCE) để trở thành sàn giao dịch với 3 chức năng: Giao dịch hợp đồng mua bán hàng hóa giao sau, quyền chọn tài chính và chứng khoán.
5.	1998	LIFFE thiết lập một chương trình nhằm chuyển tất cả các giao dịch của nó từ hình thức mua bán truyền thống sang sàn giao dịch điện tử (LIFFE CONNECT®).
6.	2000	LIFFE thông báo ý định trở thành Sàn giao dịch dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh phụ trợ.
7.	2002	Euronext N.V. và LIFFE được kết hợp để tạo thành Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London trực thuộc Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu (Euronext.liffe).
8.	Ngày nay	LIFFE trở thành một trong những sàn giao dịch các sản phẩm chứng khoán phái sinh xuyên biên giới tinh vi nhất thế giới.

### 2.2.2.2 Nguyên tắc giao dịch

- a. Ngày giao dịch: LIFFE mở cửa giao dịch từ thứ 2 đến thứ 6, đóng cửa vào thứ 7, Chủ nhật, các ngày nghỉ lễ của Vương quốc liên hiệp Anh và vào bất kỳ ngày nào mà các giao dịch bị đình chỉ theo đạo luật năm 1971 về quan hệ tài chính và ngân hàng. Tuy nhiên, Ủy ban giám sát có thể quyết định việc mở hay đóng cửa Sàn giao dịch trong từng thời điểm và quyết định này phải được thông báo trên phương tiện thông tin đại chúng.
- b. Những hành vi bị cấm: Những người có liên quan đến bất kỳ một hoạt động kinh doanh nào của LIFFE sẽ không được tham gia vào những giao dịch được cho là có hại cho thị trường hoặc dẫn đến sự bất công cho các khách hàng hay những người tham gia trên thị trường.
- c. Tranh chấp: Nếu một hợp đồng đã được ký hay coi như đã được ký thì nó có thể là đối tượng của việc tranh chấp. Nếu một bên bất đồng ý kiến thì bên đó sẽ phải thông báo sự bất đồng ý kiến của mình đến nhân viên của Sàn giao dịch. Khi đó nhân viên của Sàn giao dịch sẽ yêu cầu hai bên tham gia hợp đồng thực hiện những công việc cần thiết để hạn chế tổn thất đến mức thấp nhất.
- d. Tư cách pháp lý để tạo nên 1 hợp đồng: Tất cả các hợp đồng phải được thực hiện trên cỡ sở hợp đồng mẫu của Sàn giao dịch. Một hợp đồng sẽ không có hiệu lực trong trường hợp một bên tham gia hợp đồng không có giấy phép giao dịch hợp lệ.
- e. Quyền hạn chế hay đình chỉ một giao dịch:
  - Ủy ban giám sát bổ nhiệm một số thành viên có quyền hạn chế hay đình chỉ các giao dịch. Phải có ít nhất hai thành viên được bổ nhiệm mới có quyền hạn chế hay đình chỉ một giao dịch nhất định. Các thành viên hạn chế hay đình chỉ một giao dịch nếu cho rằng giao dịch đó có

ảnh hưởng xấu đến quyền lợi của Sàn giao dịch hoặc để duy trì tính công bằng và minh bạch của thị trường.

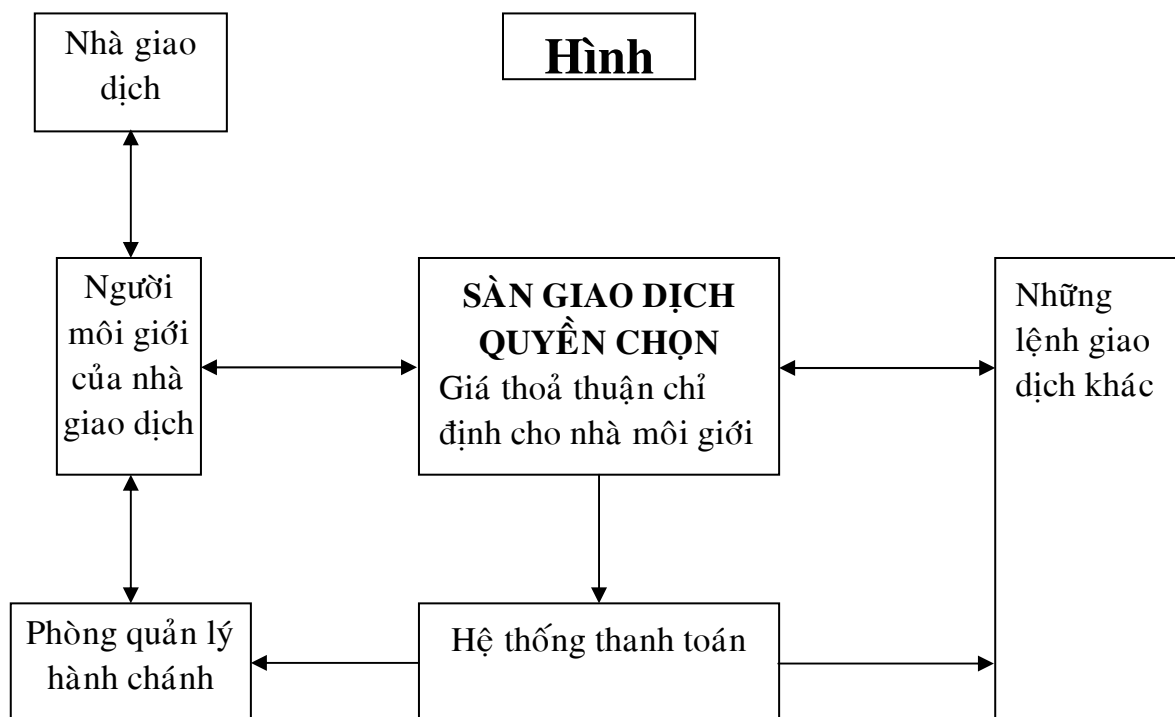
- Ủy ban giám sát đề ra những thủ tục nhằm hướng dẫn các thành viên thực hiện quyền hạn chế hay đình chỉ giao dịch. Những thủ tục này cũng hướng dẫn việc khởi động lại các giao dịch bị hạn chế hay đình chỉ này nếu chúng khả thi và các bên tham gia giao dịch mong muốn tiếp tục thực hiện chúng.

f. Những điều khoản quy định áp dụng trong trường hợp khẩn cấp:

- Trong trường hợp khẩn cấp, Ủy ban giám sát có thể thực hiện tất cả các biện pháp nhằm kiểm tra và hiệu chỉnh các giao dịch. Các biện pháp kiểm tra và hiệu chỉnh các giao dịch bao gồm việc đình chỉ hay hạn chế các giao dịch trong một khoản thời gian nhất định nào đó.
- Ủy ban giám sát bổ nhiệm một số thành viên vào Ủy ban tư vấn thị trường (Market Advisory Committee) với mục đích giúp Ủy ban giám sát thực hiện những biện pháp kiểm tra hiệu chỉnh các giao dịch trong trường hợp khẩn cấp.

### **2.2.2.3 Quy trình giao dịch**

Quy trình giao dịch của LIFFE có thể được khái quát như sau:



Nguồn: <http://www.liffe.com>

- a. Lệnh giao dịch: Các lệnh giao dịch có thể gửi đến Sàn giao dịch từ khi bắt đầu mở cửa đến lúc đóng cửa giao dịch. Trên LIFFE CONNECT®:
- Bỏ giá sẽ được xem là một lệnh đặt mua;
  - Chào giá sẽ được xem là một lệnh bán;
  - Chấp thuận được định nghĩa là việc khớp lệnh mua và bán tại hệ thống đặt lệnh trung tâm.

Các lệnh giao dịch bao gồm các loại lệnh giao dịch sau đây:

- Đơn lệnh giới hạn: Đơn lệnh giới hạn được nhập vào sổ khớp lệnh trung tâm và sẽ được xử lý ở mức giá được nêu rõ hoặc ở một mức giá tốt hơn. Phần còn lại của đơn lệnh giới hạn (nếu có) vẫn có thể lưu lại tại sổ khớp lệnh trung tâm cho đến khi nó được giao dịch hoặc bị rút lại. Tất cả đơn lệnh giao dịch sẽ tự động bị rút lại khi Sàn giao dịch

đóng cửa. Nói cách khác các đơn lệnh giới hạn có giá trị cho đến khi bị hủy hoặc có giá trị trong ngày.

- Đơn lệnh giao dịch: Đơn lệnh giao dịch được nhập vào sổ khớp lệnh trung tâm và sẽ được thực hiện ở các mức giá tốt nhất có tại thị trường. Số lượng chứng khoán còn lại trong đơn lệnh giao dịch sẽ tự động bị hủy bởi Sàn giao dịch.
- Đơn lệnh giao dịch mở: Đơn lệnh giao dịch mở có thể gửi cho Sàn giao dịch trước khi mở cửa, đơn lệnh giao dịch này sẽ được thực hiện ở mức khớp lệnh tại thời điểm mở cửa. Trong trường hợp chỉ một phần đơn lệnh giao dịch mở được thực hiện tại thời điểm mở cửa, thì số lượng còn lại sẽ được chuyển thành đơn lệnh giới hạn ở mức giá khớp lệnh mở cửa của giao dịch đó.

b. Thực hiện giao dịch:

- Các tiêu chuẩn về lệnh giao dịch sau sẽ được xác định ưu tiên giao dịch: ưu tiên về giá, ưu tiên về thời gian đặt lệnh, ưu tiên về tỷ lệ giao dịch và Đơn lệnh giao dịch mở được ưu tiên hơn Đơn lệnh giới hạn.
- Khi xảy ra hiện tượng giá đấu thầu cao hơn giá chào (backwardation) hoặc giá đấu thầu bằng giá chào (choice prices) tại thời điểm mở cửa giao dịch, Sàn giao dịch sẽ tự động tính toán giá mà tại đó khối lượng giao dịch được thực hiện nhiều nhất. Các lệnh thực hiện theo cách này sẽ được giao dịch tại giá bằng hoặc tốt hơn giá nhập và các lệnh chưa được thực hiện sẽ lưu lại cho đến khi nó được giao dịch hoặc bị rút lại.
- Chi tiết các giao dịch trên Sàn giao dịch sẽ được chuyển đến nơi đăng ký giao dịch và đến tất cả những người tham gia đã đăng nhập vào thị trường. Tất cả chi tiết của các giao dịch sẽ được công bố dạng vô danh.



- Riêng Hợp đồng giao sau và Hợp đồng quyền chọn, trong suốt thời gian trước khi hoàn tất việc giao dịch, chi tiết về giá và khối lượng mở sẽ được công bố đến tất cả thành viên đã đăng nhập vào thị trường.

c. Mất hiệu lực giao dịch:

- Sàn giao dịch có thể xóa các đơn lệnh ra khỏi sổ khớp lệnh trung tâm theo yêu cầu của nhà giao dịch.
- Khi Sàn giao dịch xác định là một giao dịch được thực hiện với giá không phù hợp thì Sàn giao dịch có thể tuyên bố mất hiệu lực giao dịch. Các tiêu chuẩn để xem xét đưa ra quyết định là:
  - + Mức giá mở cửa;
  - + Giá của các hợp đồng tương tự;
  - + Biểu đồ giá trong tháng;
  - + Điều kiện thị trường hiện tại, trong đó có mức hoạt động và dao động;
  - + Tốc độ thực hiện giao dịch;
  - + Thông tin liên quan đến thay đổi giá trong thị trường có liên quan, công bố dữ liệu kinh tế hoặc các tin liên quan ngay trước hoặc trong thời điểm giao dịch;
  - + Lỗi kê khai; và
  - + Giao dịch gần thời hạn đóng cửa thị trường.

Khi một giao dịch bị tuyên bố mất hiệu lực các bên có liên quan sẽ được thông báo bằng điện thoại hoặc tin nhắn từ Sàn giao dịch.

d. Hiệu chỉnh sai sót:

- Nếu có một sai sót trong việc thi hành hợp đồng, Sàn giao dịch sẽ đề nghị biện pháp khắc phục đến các bên có liên quan nhằm đảm bảo quyền lợi cho các bên.

- Để có giấy chứng nhận hiệu chỉnh sai sót, các bên phải cung cấp cho Sàn giao dịch:
  - + Các bằng chứng về việc giao dịch;
  - + Các Hợp đồng có liên quan;
  - + Các thủ tục khai báo hiệu chỉnh sai sót được ký bởi hai bên.
- Sàn giao dịch cũng có thể yêu cầu các bên cung cấp thêm các thông tin khác trong trường hợp cần thiết.

## **2.3 Mô hình Nhật**

### **2.3.1 TTCK Nhật**

Trước đây, mô hình công ty chứng khoán tại Nhật Bản cũng tương tự như mô hình của Mỹ, tức là mô hình công ty chuyên doanh. Ngân hàng không được phép tham gia vào hoạt động chứng khoán.

Theo luật cải cách các định chế ban hành tháng 04/1993, các tổ chức ngân hàng được phép tham gia vào TTCK thông qua các công ty chứng khoán con nhằm tăng sự cạnh tranh trên TTCK. Đồng thời, các công ty chứng khoán lại được phép thành lập công ty con làm dịch vụ ngân hàng.

Sau khi luật trên được ban hành, công ty chứng khoán con thuộc năm tổ chức ngân hàng đã nhận được giấy phép kinh doanh chứng khoán và đã bắt đầu cung cấp các dịch vụ về chứng khoán vào năm 1993. Sau đó, năm 1994, có 8 ngân hàng, 1995 có thêm 4 ngân hàng và 1996 có thêm 2 tổ chức ngân hàng được cấp giấy phép thành lập công ty chứng khoán con.

Kinh doanh chứng khoán tại Nhật được chia thành 4 loại hình và mỗi loại hình phải có một giấy phép kinh doanh riêng biệt. Loại hình thứ nhất là tự doanh hoặc kinh doanh chứng khoán do các công ty chứng khoán tiến hành cho chính bản thân họ. Loại hình thứ hai là môi giới chứng khoán hay kinh doanh chứng khoán trên cơ sở lệnh của khách hàng. Loại hình thứ ba là bảo lãnh phát hành

chứng khoán: bảo lãnh chứng khoán mới phát hành hoặc chào bán ra công chúng các chứng khoán đang lưu hành. Loại hình thứ tư là chào bán chứng khoán hay tham gia vào hệ thống bán lẻ các chứng khoán phát hành ra công chúng.

Tuy nhiên, theo quy định hiện tại của luật Cải cách các định chế nêu trên, các công ty chứng khoán con thuộc các ngân hàng không được tham gia vào môi giới cổ phiếu, bảo lãnh phát hành và giao dịch cổ phiếu, kinh doanh các loại chứng khoán có liên quan tới cổ phiếu (trái phiếu chuyển đổi, chứng khế...), kinh doanh các hợp đồng tương lai, quyền chọn. Biện pháp này đưa ra nhằm hạn chế việc tham gia của các công ty chứng khoán con thuộc các ngân hàng vào TTCK, dần dần từng bước thay đổi điều kiện trên TTCK và đảm bảo tính lành mạnh trong hoạt động quản lý của các công ty chứng khoán. Cũng với mục đích khuyến khích sự phát triển lành mạnh của TTCK thông qua việc duy trì sự độc lập của các công ty chứng khoán, phòng ngừa sự suy yếu của thị trường thông qua các giao dịch bất hợp pháp giữa ngân hàng mẹ và các công ty chứng khoán con và đảm bảo giao dịch công bằng, các luật liên quan và các quy chế đều có các điều khoản buộc phải thi hành các biện pháp nhằm ngăn chặn có hiệu quả các giao dịch dễ dàng giữa công ty chứng khoán và các công ty mẹ và các công ty khác có liên quan tới nó.

Ngoài các loại hình kinh doanh chứng khoán trên, theo luật Chứng khoán và Giao dịch của Nhật, các công ty chứng khoán chuyên doanh cũng được phép cung cấp các dịch vụ khác liên quan tới chứng khoán. Trước khi áp dụng hệ thống cấp phép, các công ty chứng khoán được cung cấp các dịch vụ đại lý liên quan tới kinh doanh chứng khoán, như tiến hành chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần và thanh toán khoản gốc và lãi của trái phiếu. Từ khi thiết lập chế độ cấp phép năm 1968, các công ty chứng khoán bắt đầu cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán và một số dịch vụ liên quan tới chứng khoán như làm đại lý thu

tiền mua các trái phiếu phát hành ra công chúng, thanh toán gốc và lãi trái phiếu; đại lý trả lợi nhuận, mua lại hoặc hủy từng phần tiền mua chứng chỉ quỹ đầu tư; lưu ký chứng khoán,...

Ngoài việc kinh doanh cung cấp các dịch vụ liên quan tới chứng khoán, các công ty này được phép thành lập các công ty con làm dịch vụ ngân hàng. Các công ty con của Công ty Chứng khoán Nomura, Công ty Chứng khoán Daiwa, Công ty Chứng khoán Nikko... đã nhận được Giấy phép kinh doanh dịch vụ ngân hàng.

Như đã đề cập ở trên, từ những năm 1940 Nhật áp dụng chế độ đăng ký hoạt động như tại Mỹ. Tới cuối năm 1949, ở Nhật có 1.127 công ty chứng khoán đăng ký hoạt động. Mãi tới những năm 1960 Nhật mới chuyển từ chế độ đăng ký sang chế độ cấp phép. Sau khi áp dụng chế độ cấp phép, số các công ty chứng khoán giảm xuống còn 277 công ty. Đến năm 1996 số công ty chứng khoán đã giảm xuống còn 230 công ty do các công ty sát nhập, chuyển loại hình kinh doanh,...

Theo Luật Chứng khoán của Nhật, chỉ có các công ty cổ phần được Bộ Tài chính Nhật cấp phép mới được tham gia vào kinh doanh chứng khoán.

Về sự tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Nhật: trong một thời gian dài kể từ khi thành lập cho đến năm 1972, Nhật mới cho phép công ty chứng khoán nước ngoài mở chi nhánh tại Nhật. Quy định càng được nới lỏng theo sự phát triển của thị trường. Theo luật hiện hành của Nhật, các công ty chứng khoán nước ngoài khi mở chi nhánh tại Nhật phải được phép của Bộ Tài Chính Nhật.

## 2.3.2 Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo (“TSE”)

### 2.3.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo (Tokyo Stock Exchange - TSE) là sàn giao dịch chứng khoán và các hợp đồng phái sinh lớn thứ hai thế giới tính về lượng tiền tệ chỉ xếp sau Sàn giao dịch chứng khoán New York. Hiện tại Sàn giao dịch này niêm yết khoảng 22.271 công ty nội địa và 31 công ty nước ngoài với tổng khối lượng vốn hóa thị trường hơn 4.000 tỷ đô la Mỹ.

Hiện nay Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo là một công ty dạng chuyên doanh với 9 Giám đốc (Ban Giám đốc), 4 Kiểm toán viên và 8 Giám đốc điều hành. Giờ hoạt động là từ 9 đến 11 giờ sáng và 12:30 đến 3 giờ chiều. Bên cạnh các loại hàng hóa được giao dịch thông thường trên sàn là cổ phiếu, trái phiếu chính phủ, TSE còn giao dịch các hợp đồng tương lai, quyền chọn tài sản, chứng khoán và chỉ số chứng khoán.

Lịch sử hình thành và phát triển của Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo được chia thành 2 giai đoạn trước và sau chiến tranh thế giới lần thứ 2:

**Bảng 2.3.2.1**

STT	Thời gian	Sự kiện
<b>I.</b>	<b>Trước chiến tranh</b>	
1.	15/05/1878	Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo được thành lập.
2.	01/06/1878	Thực hiện giao dịch đầu tiên.
3.	1943	TSE hợp nhất với 10 sàn giao dịch của các thành phố lớn khác ở Nhật Bản tạo thành Sàn giao dịch chứng khoán Nhật Bản. Việc hợp nhất bị thất bại sau khi thành phố Nagasaki bị đánh bom trong chiến tranh thế giới lần thứ 2.
<b>II.</b>	<b>Sau chiến tranh</b>	
1.	16/05/1949	Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo mở cửa trở lại theo điều

		luật mới về giao dịch chứng khoán.
2.	1983-1990	Đây là thời kỳ phát triển được gọi là thần kỳ trong lịch sử của TSE.
3.	1988	TSE bắt đầu tiến hành giao dịch các hợp đồng tương lai.
4.	1989	TSE bắt đầu giao dịch các hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán.
5.	1990	Lượng tiền tệ giao dịch qua TSE chiếm hơn 60% lượng tiền tệ giao dịch trên TTCK toàn thế giới.
6.	1997	TSE đưa vào giao dịch các hợp đồng quyền chọn chứng khoán dựa trên 166 cổ phiếu cơ sở của các công ty Nhật.
7.	1999	TSE chuyển sang hệ thống giao dịch điện tử.
8.	2000	Hệ thống giao dịch điện tử mới được đưa vào sử dụng được gọi là TSE Arrows.
9.	2001	Ngày 09/04/2001, TSE phối hợp với Công ty Standard & Poor, chọn ra 150 chứng khoán cơ sở có độ thanh khoản cao nhất thời bấy giờ làm danh mục đầu tư chuẩn và tiến hành giao dịch các hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán S&P và TOPIX 150.

Nguồn: <http://www.tse.or.jp>

### 2.3.2.2 Tổ chức sàn giao dịch

Cơ cấu tổ chức, điều hành của Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo cũng đồng thời là cơ cấu tổ chức, điều hành của sàn giao dịch các hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai, bao gồm:

- Ban Giám đốc có trách nhiệm quản lý toàn bộ sàn giao dịch, Ban Giám đốc gồm 12 thành viên hoặc ít hơn, trong đó bao gồm 6 thành viên nằm ngoài hệ thống sàn giao dịch nhằm mục đích tăng tính minh bạch và khách quan cho công tác điều hành, Ban Giám đốc có quyền đề ra các chính sách quản lý và ban hành các quyết định quan trọng liên quan đến hoạt động trên sàn.

- Ủy ban tư vấn chịu trách nhiệm tham mưu và tư vấn cho các quyết định và phương thức quản lý điều hành của Ban Giám đốc. Ủy ban tư vấn bao gồm Ủy ban cấu trúc thị trường, Ủy ban điều lệ và Ủy ban kỷ luật.
- Ủy ban bổ nhiệm và bồi thường có chức năng xem xét việc bổ nhiệm, bãi nhiệm hay xác định trách nhiệm bồi thường của các Giám đốc.
- Kiểm toán theo luật định có chức năng kiểm toán các hoạt động giao dịch trên sàn TSE để đảm bảo nó không vượt quá giới hạn quy định của pháp luật.
- Kiểm toán nội bộ có nhiệm vụ kiểm tra và ngăn ngừa các hành vi giao dịch vi phạm nguyên tắc và điều lệ của sàn giao dịch.
- Ủy ban tư vấn Hội đồng quản trị có trách nhiệm tư vấn, hỗ trợ cho các thành viên Hội đồng quản trị hoạch định chiến lược, giám sát hoạt động của Ban Giám đốc và hoạt động trên sàn giao dịch.
- Nhân viên môi giới trên sàn có chức năng thi hành các lệnh mua, bán nhận được từ khách hàng hay nhà đầu tư.

### **2.3.2.3 Cơ chế giao dịch**

Các hợp đồng quyền chọn qua sàn TSE phải tuân theo các nguyên tắc đấu giá thị trường, trong đó yếu tố giá và thời gian đặt lệnh được xét theo thứ tự ưu tiên.

Có hai cách xác định giá giao dịch:

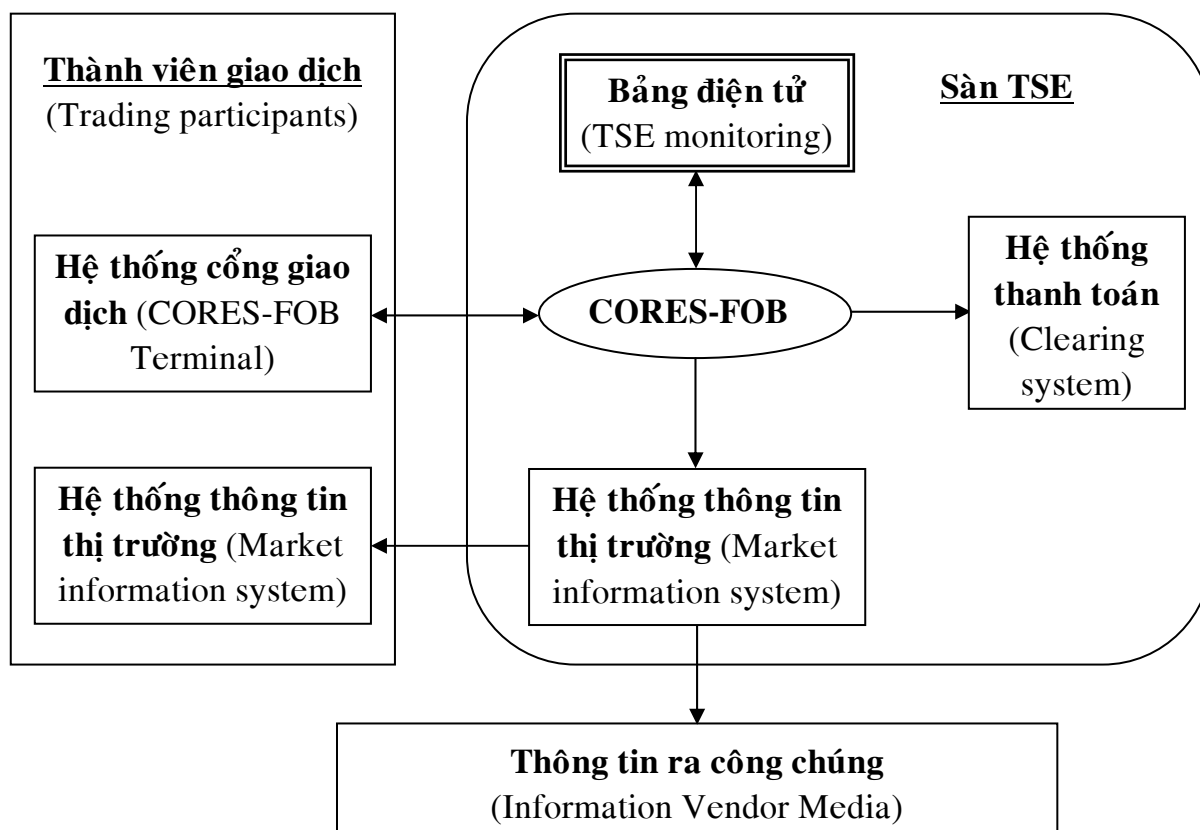
- Cách thứ nhất là cách xác định giá đóng cửa và mở cửa của các phiên giao dịch, ghi nhận tập trung các lệnh giao dịch, từ đó xác định các mức giá hợp lý nhất.
- Cách định giá thứ hai là cách được sử dụng trong suốt các phiên giao dịch theo nguyên tắc ưu tiên về giá và thời gian đặt lệnh. Nếu không có lệnh

mua bán nào được khớp. TSE sẽ đề nghị các mức giá để các bên tham gia giao dịch có thể tiến hành trên các mức giá này.

Hợp đồng quyền chọn được thực hiện trên sàn giao dịch TSE thông qua các Thành viên giao dịch tổng hợp (General Trading Participant). Tất cả các lệnh và tiến trình giao dịch đều được thực hiện trên hệ thống tự động (Computerized Order Routing and Execution System for Futures and Options – CORES-FOP), tất cả các lệnh giao dịch sẽ được nhập vào hệ thống từ các cổng giao dịch của thành viên thông qua hệ thống vi tính nối mạng với Sở giao dịch.

Quy trình giao dịch quyền chọn trên TSE có thể được khái quát như sau:

**Hình 2.3.2.3**



Nguồn: <http://www.tse.or.jp>



Hợp đồng quyền chọn trên TSE là dạng hợp đồng quyền chọn theo kiểu châu Âu. Nó chỉ cho phép người nắm giữ thực hiện hợp đồng quyền chọn vào ngày đến hạn. Khách hàng muốn mua (bán) một quyền chọn phải báo cho nhân viên môi giới trước 12 giờ sáng hoặc 4 giờ chiều của ngày giao dịch. Nhân viên môi giới sẽ phải gửi thông báo giao dịch đến TSE thông qua hệ thống CORES-FOP trước 12:45” sáng hoặc 4:45” chiều.

Khách hàng muốn giao dịch các hợp đồng quyền chọn (chứng khoán hay chỉ số chứng khoán) trên TSE phải mở một tài khoản tại các thành viên trên sàn để thực hiện việc thanh toán. Trước khi đặt lệnh, khách hàng phải ký quỹ vào tài khoản và ủy quyền cho các thành viên giao dịch thông qua các tài khoản này. Trong trường hợp số tiền ký quỹ không đáp ứng được giá trị giao dịch hoặc nghĩa vụ thanh toán, khách hàng phải ký quỹ bổ sung ngay ngày hôm sau.

Sau khi nhân viên môi giới gửi thông báo giao dịch, TSE sẽ chỉ định một nhân viên môi giới một cách ngẫu nhiên để thực hiện giao dịch quyền chọn. Nhân viên môi giới được chỉ định này sẽ tìm kiếm các khách hàng muốn mua (bán) quyền chọn đó để thực hiện việc giao dịch. Nếu không có khách hàng nào muốn mua (bán) quyền chọn đó thì TSE sẽ phải thực hiện vụ giao dịch đó.

Tất cả các cao giá quyền chọn (ITM) đều được tự động thực hiện vào ngày đáo hạn trừ những trường hợp khác được chỉ định. Tất cả các quyền chọn không được thực hiện đều tự động hết hiệu lực vào ngày tiếp theo của ngày đáo hạn.

Đến thời điểm đáo hạn, nếu khách hàng muốn thực hiện hợp đồng thì phải chỉ thị cho các thành viên giao dịch trên sàn trước 16 giờ của ngày giao dịch, các thành viên có trách nhiệm thông báo việc thực hiện cho TSE thông qua hệ thống CORES-FOP trước 16:15". Khi đó, TSE sẽ chỉ định các thành viên có liên quan trên sàn giao dịch thực hiện chuyển giao thông qua hệ thống thanh toán vào

ngay ngày hôm sau với lượng tiền hay chứng khoán tương ứng được thể hiện trong các hợp đồng.

#### **2.3.2.4 Cơ chế giám sát**

Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo tự xây dựng một hệ thống kiểm soát nội bộ để giám sát các hoạt động và tư cách của các thành viên điều hành lẫn các thành viên giao dịch trên sàn trên cơ sở tuân theo quy định, điều lệ giao dịch của sàn giao dịch và Luật chứng khoán Nhật Bản. Theo đó, hệ thống quy định rõ phạm vi quyền hạn, trách nhiệm và nghĩa vụ của từng bộ phận và thành viên trên sàn giao dịch.

Bằng hệ thống này, các hoạt động giao dịch được điều chỉnh một cách kịp thời và đảm bảo tính an toàn cho thị trường, phòng ngừa những hành vi gian lận theo quy định của pháp luật và giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư.

Các thành phần cơ bản gồm:

- Bộ phận quản lý công ty thành viên: có quyền thanh tra các công ty thành viên, nếu phát hiện sai phạm, bộ phận này sẽ chuyển sự vụ sang bộ phận giám sát và tuân thủ để tiến hành xử lý theo quy định.
- Bộ phận thị trường: có nhiệm vụ theo dõi, giám sát các giao dịch chứng khoán cơ sở và các hợp đồng phái sinh, khi phát hiện giao dịch có dấu hiệu bất thường, bộ phận này có quyền đình chỉ giao dịch có liên quan sau khi đã thống nhất với bộ phận niêm yết và thông báo đến bộ phận giám sát và tuân thủ.
- Bộ phận niêm yết: có trách nhiệm xử lý các thông tin, các vấn đề phát sinh liên quan đến chứng khoán và hợp đồng phái sinh chứng khoán, chuyển đến bộ phận thị trường, bộ phận giám sát và tuân thủ để làm cơ sở dữ liệu phân tích hoạt động giao dịch.

- Bộ phận giám sát và tuân thủ: có nhiệm vụ theo dõi các hoạt động giao dịch dựa trên quy trình nghiệp vụ giám sát thị trường đã được ban hành và kiểm tra các báo cáo nhận được từ bộ phận thị trường và bộ phận niêm yết. Bộ phận giám sát và tuân thủ có chức năng kiểm tra các hành vi giao dịch bị nghi ngờ sai phạm hoặc có dấu hiệu lũng đoạn thị trường, từ đó tiến hành các biện pháp phù hợp để ngăn ngừa, xử lý theo quy định nhằm duy trì tính công bằng và trật tự trên thị trường, bảo vệ lợi ích cho các nhà đầu tư.

## **Kết luận chương II**

Việc nghiên cứu, học hỏi và ứng dụng kinh nghiệm về tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc xây dựng và phát triển thị trường quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam. Trong chương này tác giả giới thiệu 3 sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán được xem là lớn và điển hình nhất trên thế giới bao gồm: Sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán Chicago, Sàn giao dịch quyền chọn Châu Âu – Sàn giao dịch giao sau và quyền chọn tài chính quốc tế London và Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo.

Trong chương II, tác giả đi vào trình bày và phân tích về hoạt động, cơ cấu tổ chức và quản lý cũng như các nguyên tắc, cơ chế và quy trình giao dịch của các Sàn giao dịch điển hình nhằm rút ra những bài học kinh nghiệm cần thiết để áp dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam.

## **CHƯƠNG III: ÁP DỤNG CÁC GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀO TTCK VIỆT NAM**

### **3.1 Sơ lược về TTCK Việt Nam**

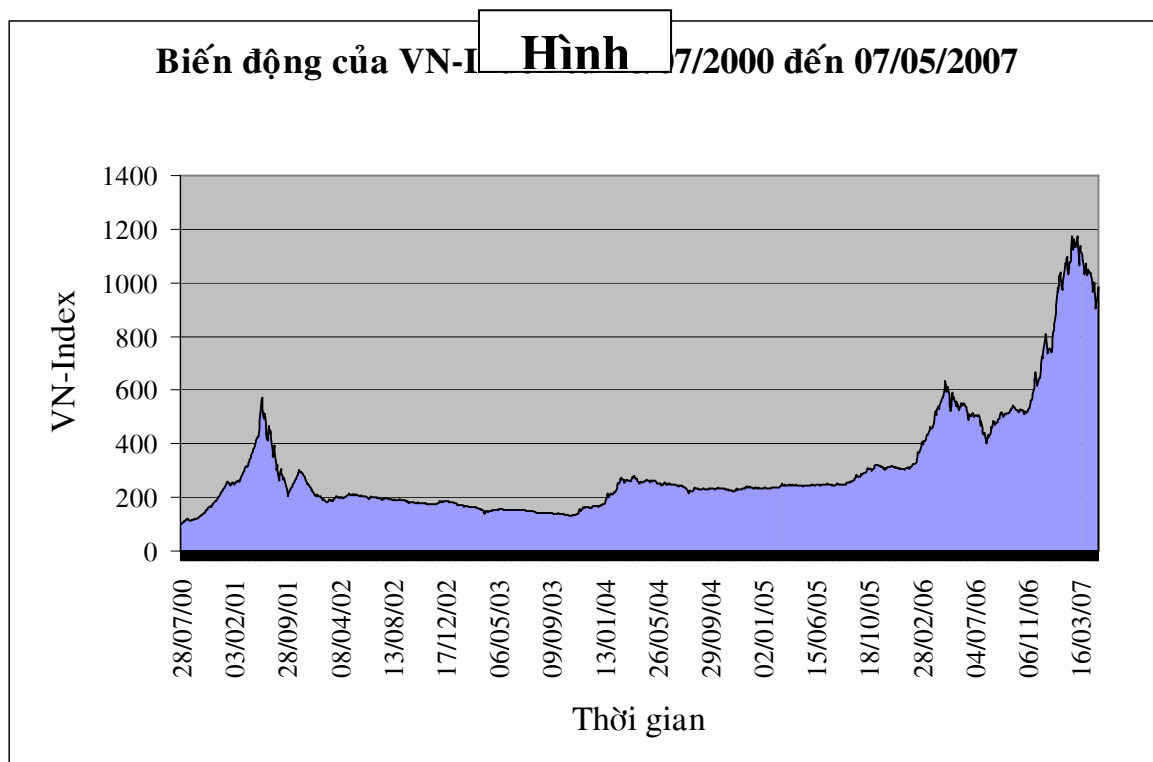
Sơ lược về quá trình hình thành và phát triển TTCK Việt Nam:

**Bảng 3.1**

<b>STT</b>	<b>Thời gian</b>	<b>Sự kiện</b>
1.	1992	Ban thị trường vốn được thành lập với nhiệm vụ nghiên cứu và xây dựng TTCK cho nước ta.
2.	28/11/1996	Chính phủ ban hành Nghị định 75/CP về việc thành lập Ủy ban chứng khoán (“UBCK”) Nhà nước.
3.	20/07/2000	Chính thức khai trương Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.
4.	26/06/2001	UBCK Nhà nước trở thành thành viên chính thức của “Tổ chức Quốc tế các UBCK”. Đây là sự kiện đánh dấu bước tiến trong quá trình hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế của Việt Nam.
5.	11/06/2003	Thành lập Hiệp hội các tổ chức kinh doanh chứng khoán Việt Nam.
6.	05/08/2003	Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 163/2003/QĐ-TTg phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam.
7.	28/11/2003	Chính phủ ban hành Nghị định số 144/2003/NĐ-CP về chứng khoán và TTCK.
8.	19/02/2004	Chính phủ ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP về việc chuyển UBCK Nhà nước vào Bộ Tài chính.
9.	17/06/2004	Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 58/2004/TT-BTC hướng dẫn về thành viên và giao dịch chứng khoán.

10.	08/03/2005	Khai trương Sàn giao dịch chứng khoán thứ cấp Hà Nội.
11.	29/06/2006	Luật chứng khoán số 70/2006/QH11 được Quốc hội Nước cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam khóa XI kỳ họp khóa 9 thông qua. Đây là văn bản pháp luật cao nhất về chứng khoán và TTCK.
12.	19/01/2007	Chính phủ ban hành Nghị định số 14/2007/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán về chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết chứng khoán, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ và công ty đầu tư chứng khoán.
13.	18/04/2007	Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 38/2007/TT-BTC hướng dẫn về việc công bố thông tin trên TTCK.

Chỉ số chứng khoán VN-Index:



Một số ngày đặc biệt của chỉ số chứng khoán VN-Index:

NGÀY	Chỉ số VN-Index	Ghi chú
28/07/2000	100	Phiên giao dịch đầu tiên
25/06/2001	571,04	Điểm cao nhất kể từ phiên giao dịch đầu tiên
05/10/2001	203,12	
19/11/2001	301,09	
24/10/2003	130,9	VN-Index xuống thấp nhất kể từ phiên giao dịch đầu tiên
01/04/2004	279,71	
07/11/2005	322,59	
25/04/2006	632,69	Sau một thời gian bình lặng VN-Index tăng trở lại
02/08/2006	399,8	Rồi lại nhanh chóng sụt giảm
12/03/2007	1.174,22	VN-Index đạt kỷ lục mới
07/05/2007	983,62	

Nguồn <http://www.ssc.gov.vn>

### **3.2 Sự cần thiết của việc ứng dụng giao dịch quyền chọn ở TTCK Việt Nam**

#### **3.2.1 Tạo ra công cụ bảo vệ lợi nhuận cho nhà đầu tư**

Như đã giới thiệu ở chương 1, nhà đầu tư trên TTCK có thể cố định giá bán, giá mua chứng khoán của mình qua việc sở hữu quyền chọn. Do đó, nếu biết vận dụng các kỹ thuật mua bán chứng khoán kết hợp với quyền chọn, các nhà đầu tư có thể bảo vệ được lợi nhuận trong kinh doanh chứng khoán một cách hữu hiệu. Hơn nữa, việc ứng dụng giao dịch quyền chọn đem lại cho nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam một công cụ đầu tư mới. Điều này càng có ý nghĩa đối với nhà đầu tư ở Việt Nam bởi những lý do sau:

- Hàng hóa trên TTCK Việt Nam hiện nay đang rất ít, cơ hội lựa chọn đầu tư của nhà đầu tư không nhiều.
- Những nhà đầu tư Việt Nam với tính cách thận trọng rất ngại bỏ ra những khoản tiền để đầu tư.
- Thu nhập của người Việt Nam còn thấp nên một công cụ đầu tư với vốn ban đầu bỏ ra tương đối ít, rất thích hợp với đại đa số nhà đầu tư Việt Nam.

Chính vì vậy, với những đặc tính của hợp đồng quyền chọn chứng khoán, rõ ràng nó đã đáp ứng được những mong đợi của nhà đầu tư Việt Nam. Do đó, nếu quyền chọn chứng khoán được ứng dụng giao dịch trên TTCK Việt Nam sẽ thu hút thêm được rất nhiều nhà đầu tư vào thị trường.

### **3.2.2 Thúc đẩy phát triển TTCK Việt Nam**

Quyền chọn chứng khoán vừa là công cụ bảo vệ lợi nhuận vừa là công cụ giảm thiểu rủi ro hữu hiệu và đồng thời là một loại hàng hóa có thể mua bán trên TTCK; nên khi ứng dụng giao dịch quyền chọn sẽ làm cho TTCK rất sôi động. Với vai trò là công cụ bảo vệ lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro quyền chọn tạo tâm lý an toàn hơn trong đầu tư vào cổ phiếu, do đó thu hút được thêm nhiều nhà đầu tư còn e ngại về mức độ mạo hiểm, rủi ro trên TTCK mạnh dạn tham gia thị trường. Với vai trò là một hàng hóa trên TTCK, quyền chọn chứng khoán mang đến khát khao kiếm lợi nhuận nên khi quyền chọn được ứng dụng giao dịch, nhiều nhà đầu tư sẽ tham gia thị trường để kinh doanh quyền chọn. Khi nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường sẽ làm cầu hàng hóa chứng khoán tăng. Điều này làm cho thị trường trở nên sôi động và cơ hội phát triển, mở rộng thị trường là rất cao.

Hiện nay, TTCK Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường nhỏ bé nhất trên thế giới. Việc ứng dụng quyền chọn sẽ giúp hoàn thiện dần cơ cấu hàng hóa và mang lại một vị thế mới cho TTCK Việt Nam.

### **3.2.3 Tác động gián tiếp đến các công ty niêm yết**

Để quyền chọn chứng khoán một công ty được niêm yết thì công ty đó phải đáp ứng được những điều kiện của UBCK Nhà nước đề ra. Hơn nữa, các công ty niêm yết không muốn thấy quyền chọn bán cổ phiếu công ty mình được mua bán liên tục bởi vì đó là dấu hiệu cho thấy thị trường dự đoán giá cổ phiếu công ty mình sẽ đi xuống và điều này cũng cho thấy uy tín của công ty trên thị trường đang giảm dần. Như vậy, công ty có thể nhìn vào xu hướng giao dịch quyền chọn trên thị trường mà nhận biết được sự đánh giá của thị trường đối với công ty mình, điều này giúp công ty có những điều chỉnh kịp thời trong chiến lược kinh doanh để giữ uy tín của công ty trên thị trường.

Như vậy, quyền chọn giúp nhà đầu tư giám sát gián tiếp hoạt động của các công ty niêm yết. Khi có thêm người giám sát, đòi hỏi công ty niêm yết phải nỗ lực hơn trong hoạt động kinh doanh.

## **3.3 Điều kiện để áp dụng quyền chọn chứng khoán**

### **3.3.1 Cần có hệ thống cơ sở pháp lý hoàn thiện**

Như đã trình bày ở trên, quyền chọn chứng khoán là một sản phẩm chứng khoán phái sinh khá phức tạp. Vì vậy, Chính phủ, Bộ Tài chính, UBCK Nhà nước và các cơ quan ban ngành có liên quan cần phải chuẩn bị một cơ sở pháp lý chặt chẽ và hợp lý để có thể kiểm soát được tình hình trước khi đưa quyền chọn chứng khoán ra thị trường.

Trên TTCK nhiều rủi ro, quyền chọn có phương thức giao dịch khá đặc biệt đó là có sự tham gia của nhiều bên như: người mua, người bán, công ty chứng khoán, công ty niêm yết, công ty thanh toán, công ty lưu ký,... Do đó, luật pháp phải điều chỉnh mọi hành vi của các đối tượng này để đảm bảo nghĩa vụ cũng như quyền lợi của các bên tham gia.



Như vậy, để quyền chọn được ứng dụng có hiệu quả cần phải xây dựng được khung pháp lý mang tính thực tiễn và thống nhất, hệ thống văn bản pháp luật phải điều chỉnh hoạt động TTCK theo hướng bao quát, toàn diện và phù hợp với thực tiễn thị trường.

### **3.3.2 Điều kiện về hàng hóa trên TTCK**

Muốn có một TTCK sôi động thì điều quan trọng là phải làm sao đưa thật nhiều hàng hóa đa dạng về chủng loại, đảm bảo về chất lượng vào thị trường nhằm thu hút, kích thích các nhà đầu tư sử dụng năng lực của mình để kinh doanh kiếm lời dựa trên các sản phẩm mà thị trường cung cấp.

Quyền chọn là công cụ chứng khoán phái sinh, sự tồn tại của quyền chọn phụ thuộc tương đối vào các chứng khoán trên thị trường. Để ứng dụng giao dịch quyền chọn, trước tiên phải có các chứng khoán trên thị trường, những loại chứng khoán đó là cổ phiếu, trái phiếu, chỉ số,... càng nhiều loại chứng khoán trên thị trường, quyền chọn càng có cơ hội phát triển.

### **3.3.3 Điều kiện về thông tin trên thị trường**

Muốn thị trường quyền chọn chứng khoán hoạt động hiệu quả thì việc cung cấp đầy đủ và kịp thời các thông tin đóng vai trò vô cùng quan trọng. Các thông tin này có thể bao gồm: thông tin về môi trường pháp lý, cơ chế vận hành thị trường, kế hoạch và kết quả hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính của các công ty,...

Các giao dịch quyền chọn đều dựa trên sự biến động giá chứng khoán cơ sở, mà sự biến động giá chứng khoán cơ sở lại dựa vào phản ứng của nhà đầu tư trên thị trường thông qua những thông tin nhận được. Do đó, thông tin minh bạch và kịp thời là một điều kiện để nhà đầu tư có cơ sở rõ ràng và chính xác để thực hiện các quyết định đầu tư của mình.

### **3.3.4 Điều kiện về kỹ thuật**

Điều kiện về mặt kỹ thuật cho hoạt động của TTCK nói chung và thị trường quyền chọn nói riêng bao gồm một số yêu cầu cơ bản về kỹ thuật như: kỹ thuật định giá; kỹ thuật chọn phương án đầu tư; kỹ thuật đặt, chuyển lệnh mua và lệnh bán; kỹ thuật hạch toán và chuyển quyền sở hữu; kỹ thuật lưu ký chứng khoán; kỹ thuật lưu trữ lệnh,...

Việc hoàn thiện và đồng bộ hóa hệ thống công nghệ thông tin cho thị trường cũng đóng vai trò vô cùng quan trọng trong hoạt động của thị trường quyền chọn. Chúng ta cần đưa ra những giải pháp kỹ thuật một cách hợp lý cả về phần cứng (máy móc, thiết bị,...) và phần mềm một cách đồng bộ.

### **3.3.5 Điều kiện về con người**

Nhân tố con người đóng vai trò quyết định trong mọi hoạt động và tất nhiên nó quyết định sự thành công hay thất bại của việc ứng dụng quyền chọn chứng khoán ở TTCK. Tất cả các điều kiện nói trên có thực hiện được hay không là đều do con người. Con người để điều hành, quản lý, thực hiện nghiệp vụ, đầu tư,... Do đó, để đáp ứng được giao dịch quyền chọn thì trước tiên phải có con người am hiểu về TTCK cũng như các lĩnh vực liên quan đến kinh tế. Những con người am hiểu về TTCK không chỉ là những nhà quản lý TTCK hay đội ngũ thực hiện các giao dịch quyền chọn ở các công ty chứng khoán mà cả đại đa số công chúng đầu tư. Chính công chúng đầu tư mới là nhân tố tác động vào nguồn cầu làm cho thị trường này phát triển.

## **3.4 Một số giải pháp để ứng dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam**

Theo quan điểm của tác giả, để đáp ứng những điều kiện nhằm áp dụng quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam như đã nêu ở mục 3.3, chúng ta cần thực hiện một số nhóm giải pháp chính như sau:

### **3.4.1 Nhóm giải pháp về tổ chức và quản lý sàn giao dịch**

#### **3.4.1.1 Hoàn thiện khung pháp lý**

TTCK muốn thu hút được nhiều nhà đầu tư, trước hết phải tạo cho nhà đầu tư tâm lý được kinh doanh một cách công bằng trên thị trường. TTCK ổn định và phát triển là thị trường ít xảy ra gian lận, phạm pháp; mọi hành vi sai phạm phải bị xử lý nghiêm minh, chính xác. Thị trường đó chỉ có thể được xây dựng trên cơ sở có một hệ thống pháp luật hoàn thiện.

Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 đã được Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam khóa XI, kỳ họp thứ 9 thông qua ngày 29 tháng 06 năm 2006. Đây là văn bản pháp luật cao nhất về chứng khoán và TTCK.

Ngày 19 tháng 01 năm 2007, Chính phủ ban hành Nghị định số 14/2007/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán về chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết chứng khoán, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ và công ty đầu tư chứng khoán.

Ngày 18 tháng 04 năm 2007, Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 38/2007/TT-BTC hướng dẫn về việc công bố thông tin trên TTCK. Theo đó, đối tượng công bố thông tin bao gồm: Công ty đại chúng, tổ chức phát hành thực hiện chào bán trái phiếu ra công chúng, tổ chức niêm yết, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm giao dịch chứng khoán và các cá nhân liên quan.

Đây là bước khởi đầu cho việc hình thành TTCK cơ sở, thị trường phái sinh chứng khoán. Trước mắt, Luật chứng khoán và các văn bản dưới Luật thể hiện vai trò của Nhà nước trong việc ban hành các văn bản quy phạm pháp luật, cấp các loại giấy phép, tranh tra, kiểm tra và xử lý vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Tuy nhiên hiện nay hệ thống văn bản pháp luật chưa quy định chi tiết, đặc biệt là đối với TTCK phái sinh. Trong tương lai, khi TTCK đã đi vào

ổn định, Quốc hội, Chính phủ, Bộ Tài chính cần nghiên cứu, bổ sung Luật Chứng khoán và các văn bản dưới Luật trong công tác điều chỉnh hoạt động giao dịch, tổ chức, giám sát và xử lý đối với thị trường phái sinh chứng khoán, giao cho UBCK Nhà nước ban hành các quy định chi tiết để điều chỉnh và xây dựng thị trường cho các sản phẩm chứng khoán phái sinh.

#### **3.4.1.2 Nâng cao vai trò và trách nhiệm của một số cơ quan chức năng có liên quan**

Để nâng cao vai trò và trách nhiệm của một số cơ quan chức năng trong việc điều hành và quản lý TTCK tại thị trường Việt Nam, về cơ bản chúng ta cần thực hiện một số điểm sau đây:

- Nâng cao vai trò của UBCK Nhà nước để đủ sức vận hành, quản lý và giải quyết các vấn đề phát sinh trong thực tiễn đồng thời thực hiện các ý tưởng về xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam trong thời gian sắp tới.
- Chuẩn bị các tiền đề cần thiết để tiếp tục chuyển đổi Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội thành Sở giao dịch chứng khoán. Sở giao dịch chứng khoán phải đủ sức kiểm soát các rủi ro, giám sát các giao dịch nội gián và các giao dịch bất thường bằng những công cụ hiện đại và công nghệ tiên tiến nhằm củng cố lòng tin cho các nhà đầu tư.
- Đẩy mạnh hoạt động và tăng cường vai trò của các hiệp hội trong việc hỗ trợ cơ quan quản lý nhà nước trên các phương diện: xây dựng khuôn khổ pháp lý, đào tạo nhân lực, giám sát sự tuân thủ quy định pháp luật của các thành viên tham gia TTCK.

#### **3.4.1.3 Nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với TTCK**

TTCK Việt Nam là một thị trường còn non trẻ, các nhà quản lý còn chưa có nhiều kinh nghiệm trong việc quản lý và điều hành. Tuy nhiên, khi Việt Nam đã hội nhập vào nền kinh tế quốc tế thì năng lực quản lý của nhà nước đối với

TTCK cần được nâng cao. Để có thể đáp ứng được yêu cầu quản lý của mình nhà nước cần:

- Nâng cao năng lực và trình độ nguồn nhân lực của nhà nước. Quan tâm nhiều hơn nữa đến vấn đề tuyển dụng nhân sự. Có chính sách tiền lương thỏa đáng để chiêu mộ và gìn giữ nhân tài. Có chương trình, kế hoạch đào tạo dài hạn cả trong và ngoài nước cho cán bộ, công nhân viên,...
- Tăng cường năng lực quản lý của nhà nước, đảm bảo sự quản lý linh hoạt, nhạy bén đối với TTCK. Nhà nước thực hiện việc điều chỉnh, điều tiết thị trường thông qua các chính sách, công cụ kinh tế – tài chính tiền tệ như các chính sách về thuế, lãi suất, đầu tư và các công cụ tài chính khác.
- Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCK Nhà nước cần phối hợp chặt chẽ trong việc hoàn thiện khung pháp lý, đào tạo và bồi dưỡng nguồn nhân lực nhằm đáp ứng yêu cầu của công tác quản lý TTCK.
- Xây dựng và áp dụng các tiêu chí giám sát hoạt động của TTCK; phát triển kỹ năng giám sát thích hợp để phát hiện được các giao dịch bất thường; nâng cao kỹ năng điều tra chuyên sâu các giao dịch nội gián, thao túng thị trường.
- Phối hợp giữa công tác giám sát và công tác thanh tra, kiểm tra việc tuân thủ pháp luật của các thành viên thị trường; áp dụng nghiêm các chế tài dân sự, hình sự đối với các hành vi vi phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK.

### **3.4.2 Nhóm giải pháp về phát triển thị trường**

#### **3.4.2.1 Tăng cung ứng cho thị trường cả về số lượng, chất lượng và chủng loại hàng hóa**

Về nguyên tắc, các công ty cổ phần là một trong những thành phần chủ yếu tham gia vào quá trình cung ứng hàng hóa cho TTCK. Do đó, để tăng cung ứng hàng hóa cho TTCK nhà nước cần thực hiện một số giải pháp sau:

- Khuyến khích các doanh nghiệp nhà nước làm ăn hiệu quả tiến hành cổ phần hóa. Khi một doanh nghiệp làm ăn hiệu quả tiến hành cổ phần hóa, phát hành chứng khoán ra thị trường thì chắc chắn nó sẽ thu hút được sự chú ý, quan tâm và đón nhận của công chúng.
- Chính phủ cần chỉ định và xây dựng một danh sách và lộ trình cổ phần hóa các tổng công ty nhà nước lớn thuộc các ngành mà Nhà nước không cần nắm giữ hoặc không cần chi phối, đồng thời ấn định một lộ trình niêm yết bắt buộc đối với các doanh nghiệp này để nhanh chóng nâng cao chất lượng và quy mô của nguồn cung chứng khoán.
- Khuyến khích các doanh nghiệp lớn, các ngân hàng thương mại cổ phần đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa, phát hành cổ phiếu và tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán.
- Đẩy mạnh và mở rộng việc chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần và có chính sách khuyến khích các doanh nghiệp tham gia niêm yết cổ phiếu trên TTCK.
- Có chính sách khuyến khích, thu hút nhiều loại hình doanh nghiệp tham gia vào TTCK, đặc biệt là tạo điều kiện để các doanh nghiệp vừa và nhỏ làm ăn hiệu quả tham gia niêm yết.

#### **3.4.2.2 Thực hiện chính sách khuyến khích các tổ chức và cá nhân tham gia TTCK**

Hiện nay mức thu nhập của đa số người dân trong nước còn rất thấp. Tâm lý đầu tư của người Việt Nam luôn đặt vấn đề an toàn, bảo toàn vốn là trên hết, họ e ngại với rủi ro dầu biết rằng rủi ro cao thì tỷ suất sinh lời cao. Chúng ta không thể hô hào, kêu gọi công chúng hãy đầu tư vào TTCK nếu họ không thấy nó mang lại lợi ích và đáp ứng nguyện vọng của mình. Những việc làm trước

mất mà chúng ta có thể thực hiện được nhằm đánh thức tâm lý đầu tư cho người Việt Nam trong giai đoạn hiện nay là:

- Sửa đổi và ban hành các chính sách ưu đãi về thuế, cải cách thủ tục hành chính sao cho thông thoáng hơn nữa, ưu đãi nhiều hơn nữa để đủ sức hấp dẫn các tổ chức và cá nhân có liên quan gia nhập thị trường.
- Cho phép các công ty chứng khoán mở rộng các chức năng kinh doanh như thực hiện các nghiệp vụ cho vay thanh toán, được mở tài khoản ngoại tệ cho các nhà đầu tư nước ngoài,...
- Thực hiện chính sách khuyến khích và tạo điều kiện để các tổ chức tín dụng, các tổ chức và cá nhân tham gia TTCK. Mở rộng giới hạn đầu tư cổ phiếu đối với các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK. Cho phép các tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài góp vốn, mua cổ phần hoặc thành lập các công ty chứng khoán liên doanh.

#### **3.4.2.3 Nâng cao hiệu quả cung cấp thông tin**

Để TTCK hoạt động hiệu quả thì việc cung cấp đầy đủ và kịp thời các thông tin là điều vô cùng quan trọng. Để đảm bảo việc cung cấp thông tin một cách hiệu quả cần thực hiện một số điểm sau:

- Chính sách phát hành chứng khoán ra công chúng cần phải được chuyển đổi hẳn theo hướng thị trường bằng cách chuyển đổi từ hình thức quản lý (xét duyệt, chấp nhận) sang chính sách quản lý theo hình thức công bố thông tin (đệ trình hồ sơ theo đúng thủ tục quy định và chịu trách nhiệm trước pháp luật về những nội dung công bố).
- Thiết lập các tiêu chuẩn cao đối với yêu cầu thông tin; bảo đảm tính minh bạch, công bằng và đáng tin cậy của các thông tin được công bố nhằm gia tăng thêm niềm tin cho người đầu tư. Cũng cần có chế tài xử lý đối với

những hành vi cố tình công bố thông tin sai lệch hoặc thiếu trung thực nhằm trục lợi để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

- Giám sát và hỗ trợ các công ty niêm yết trong việc quản trị công ty; thực hiện chế độ kế toán, kiểm toán theo quy định của pháp luật. Tăng cường quản lý, giám sát các công ty niêm yết trong việc thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin và các nghĩa vụ khác đối với nhà đầu tư.

#### **3.4.2.4 Hoàn thiện quy trình và trang bị hệ thống kỹ thuật giao dịch**

Đây là giải pháp nhằm tạo ra động lực cho việc ứng dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán ở Việt Nam. Việc hoàn thiện quy trình và trang bị hệ thống kỹ thuật giao dịch bao gồm những công việc cụ thể như sau:

- Tiếp tục chuyển đổi Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội thành Sở giao dịch chứng khoán. Toàn bộ hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán sẽ phải chịu sự chi phối của pháp luật giống như các doanh nghiệp khác. Việc thành lập Sở giao dịch chứng khoán không những có tác động tích cực đến TTCK mà còn là một trong những tiền đề quan trọng cho việc phát triển thị trường giao dịch các hợp đồng chứng khoán phái sinh trong tương lai.
- Hoàn chỉnh vai trò của trung tâm lưu ký chứng khoán nhằm tạo sự đồng bộ về kết cấu hạ tầng cho TTCK Việt Nam, đồng thời nó còn mang lại nhiều lợi ích khác như giảm thiểu rủi ro và chi phí liên quan đến việc thanh toán các giao dịch chứng khoán.
- Hoàn thiện và đồng bộ hóa việc áp dụng hạ tầng công nghệ thông tin cho thị trường. Hệ thống giao dịch và công bố thông tin của cả Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sàn giao dịch chứng khoán ở Hà Nội nói chung còn rất hạn chế và thủ công. Do đó chúng ta cần xây dựng



một cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin một cách hiệu quả bằng các biện pháp cụ thể như:

- + Ứng dụng và hoàn thiện hệ thống giao dịch tự động hiện đại vận hành tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Kết nối mạng diện rộng giữa hệ thống giao dịch của các Sở, Sàn giao dịch với các Công ty chứng khoán thành viên. Xây dựng hệ thống giám sát tự động kết nối với các hệ thống giao dịch, công bố thông tin, lưu ký, thanh toán,...
- + Đảm bảo có một hệ thống công bố thông tin có thể truyền phát rộng và truy cập dễ dàng cho các đối tượng tham gia thị trường, đặc biệt là các nhà đầu tư. Mở rộng phạm vi thông tin cần công bố trên cơ sở xây dựng cơ sở dữ liệu thông tin đầy đủ.
- + Tự động hóa hệ thống lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán. Thực hiện dịch vụ lưu ký cho các chứng khoán chưa niêm yết. Giảm thời gian thanh toán giao dịch chứng khoán nhằm nâng cao tính thanh khoản cho thị trường. Thực hiện nối mạng giữa các thành viên lưu ký và các Sở, Sàn giao dịch để cung cấp chính xác, kịp thời những thông tin có liên quan.

### **3.4.3 Các nhóm giải pháp khác**

#### **3.4.3.1 Tăng cường công tác đào tạo, nghiên cứu và tuyên truyền**

Con người đóng vai trò quyết định trong mọi hoạt động. Do đó, việc đào tạo và đào tạo lại là nhiệm vụ thường xuyên, liên tục, nhất là trong lĩnh vực năng động như chứng khoán. Quá trình đào tạo không chỉ cho những nhà phân tích, nhà môi giới, nhà quản lý mà cho quảng đại công chúng.

Việc đào tạo phải có sự kết hợp giữa những yêu cầu thực tế đặt ra với việc đào tạo nguồn nhân lực ở các trường đại học trong và ngoài nước. Hình thức đào

tạo cũng cần đa dạng như chính khoá, hội thảo, đào tạo từ xa,... nhằm đáp ứng nhu cầu của các đối tượng và thông tin tuyên truyền, phổ biến kiến thức về TTCK cho công chúng.

Để đáp ứng được yêu cầu về nhân lực cho TTCK thì chương trình đào tạo trong các trường đại học như Đại học Kinh tế, Đại học Ngân hàng, Đại học Luật,... cần chú trọng đến các môn học liên quan đến TTCK. Nội dung của chương trình phải đáp ứng những tiêu chuẩn tiên tiến nhất.

Ngoài ra, cần thường xuyên phổ biến kiến thức về chứng khoán và TTCK cho công chúng thông qua các chuyên mục về tìm hiểu kiến thức chứng khoán trên đài phát thanh, truyền hình, internet,... Đây là kênh tuyên truyền nhanh nhất đến quảng đại công chúng đầu tư.

#### **3.4.3.2 Học hỏi kinh nghiệm của các nước trên thế giới**

Đây là giải pháp vô cùng quan trọng trong việc ứng dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán ở Việt Nam. Chúng ta có thể học hỏi và áp dụng kinh nghiệm của các nước tiên tiến trên thế giới về các lĩnh vực như: việc tổ chức sàn giao dịch, nguyên tắc, cơ chế và quy trình giao dịch; việc xây dựng chính sách phát triển và quản lý thị trường; việc xây dựng khuôn khổ pháp luật cho TTCK; việc đào tạo đội ngũ cán bộ, công chức quản lý,...

### **3.5 Nhận định về khả năng áp dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam**

Từ những phân tích trên đây cho thấy việc áp dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam là điều cần được triển khai sớm. Tuy nhiên, bên cạnh những thuận lợi và khó khăn trong việc triển khai các hoạt động của TTCK nói chung và các công cụ tài chính phái sinh nói riêng; việc xây dựng quyền chọn chứng khoán tại nước ta còn rất nhiều trở ngại cần phải vượt qua.

Trong giai đoạn hiện nay, Việt Nam cần thực hiện đồng bộ nhóm giải pháp về tổ chức và quản lý sàn giao dịch và nhóm giải pháp về phát triển thị trường nhằm đáp ứng những yêu cầu cơ bản cho việc hình thành thị trường quyền chọn chứng khoán. Việt Nam cần lập ra cho mình một kế hoạch hành động cụ thể với những bước đi thận trọng với mục tiêu là phát huy một cách tối đa vai trò của thị trường quyền chọn chứng khoán đối với nền kinh tế xã hội.

Trên cơ sở tham khảo mô hình tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới, Việt Nam có thể xây dựng cho mình một mô hình sàn giao dịch quyền chọn cổ phiếu ban đầu dựa vào quy mô và điều kiện hiện tại. Theo quan điểm của tác giả, chúng ta cần triển khai giao dịch quyền chọn chứng khoán chậm nhất là vào năm 2010.

### **Kết luận chương III**

Chương III là sự tiếp nối của việc nghiên cứu Chương I – cơ sở lý luận về quyền chọn và Chương II – kinh nghiệm về tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại một số nước trên thế giới. Từ kết quả nghiên cứu trong Chương I và Chương II, tác giả tiếp tục trình bày thêm phần sơ lược về TTCK Việt Nam, sự cần thiết và điều kiện của việc ứng dụng giao dịch quyền chọn, đặc biệt là một số giải pháp để ứng dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán ở Việt Nam, sau cùng tác giả đưa ra những nhận định về khả năng áp dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam.

Trong phần Một số giải pháp để ứng dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán ở Việt Nam tác giả chú trọng đến nhóm giải pháp về phát triển thị trường vì đây là nhóm giải pháp cơ bản và thiết yếu trong bối cảnh của nước ta hiện nay, nó quyết định đến sự thành công hay thất bại của việc tổ chức sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam.

# Kết luận đề tài

Việt Nam đã gia nhập vào Tổ chức thương mại thế giới (“WTO”). Bên cạnh những thuận lợi, nó cũng đặt ra nhiều khó khăn thách thức đối với nền kinh tế đất nước nói chung và ngành tài chính – ngân hàng nói riêng. Nếu chúng ta biết tận dụng những thuận lợi và hạn chế những khó khăn do hội nhập đem lại sẽ giúp đất nước phát triển một cách bền vững và ổn định. Hòa cùng xu thế hội nhập của đất nước, việc xây dựng và phát triển TTCK nói chung và việc xây dựng thị trường quyền chọn chứng khoán tại thị trường Việt Nam nói riêng là việc làm hết sức cần thiết và cấp bách hiện nay. Tác giả nghiên cứu đề tài này không ngoài mục đích góp phần vào việc xây dựng thị trường quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam trong tương lai.

Trong Chương I tác giả trình bày một công cụ tài chính khá phổ biến trên thế giới đó là quyền chọn chứng khoán. Chương I cung cấp phần lý luận cơ bản, giúp cho người đọc có một cái nhìn tổng quan về quyền chọn chứng khoán.

Chương II là kết quả của quá trình nghiên cứu, thu thập thông tin từ nhiều nguồn khác nhau nhằm cung cấp cho người đọc một cái nhìn chi tiết hơn về một số thị trường quyền chọn chứng khoán phổ biến trên thế giới. Chương II giúp chúng ta rút ra những bài học kinh nghiệm cần thiết để có thể áp dụng các giao dịch quyền chọn chứng khoán vào TTCK Việt Nam.

Chương III được viết trên cơ sở kế thừa những kiến thức từ Chương I và Chương II. Trong chương này, tác giả trình bày phần sơ lược về TTCK Việt Nam; sự cần thiết, điều kiện của việc ứng dụng giao dịch quyền chọn; tiếp theo là một số nhóm giải pháp và những nhận định về khả năng áp dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam.

Đề tài này được viết theo quan điểm và góc nhìn cá nhân của tác giả, cùng với sự hạn chế về kiến thức và thời gian nghiên cứu cũng như tính mới mẻ của nó, đề tài này không thể tránh khỏi những khiếm khuyết và sai sót, tác giả mong nhận được sự thông cảm và những chỉ dẫn, đóng góp của Quý Thầy Cô, đồng nghiệp, các nhà nghiên cứu, độc giả quan tâm,...để tác giả có được những thông tin, kinh nghiệm hữu ích làm cơ sở cho việc nghiên cứu tốt hơn những đề tài khác về sau.



## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tài liệu tiếng Việt

1. PGS. TS. Trần Ngọc Thơ (Chủ biên), TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang, TS. Phan Thị Bích Nguyệt, TS. Nguyễn Thị Liên Hoa, TS. Nguyễn Thị Uyên Uyên, (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
2. TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (Chủ biên), PSG. TS. Trần Ngọc Thơ, ThS. Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Hồ Quốc Tuấn (2006), *Quản trị rủi ro tài chính*, Nhà xuất bản Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
3. PGS. TS. Trần Ngọc Thơ, TS. Nguyễn Ngọc Định (Đồng chủ biên), TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang, TS. Nguyễn Thị Liên Hoa, ThS. Nguyễn Khắc Quốc Bảo, (2005), *Tài chính quốc tế*, Nhà xuất bản Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
4. PGS. TS. Trần Hoàng Ngân (2003), *Options – Công cụ bảo hiểm chứng khoán cơ hội mới cho nhà đầu tư*, Tài liệu hội thảo, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
5. TS. Đoàn Thanh Hà (2005), *Áp dụng các giao dịch quyền chọn cổ phiếu ở thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Ngân hàng (số 10/2005).
6. Các thông tin trên trang web của Ủy ban chứng khoán nhà nước, <http://www.ssc.gov.vn>
7. Các thông tin trên trang web của Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, <http://www.vse.org.vn>

8. Các thông tin trên trang web của Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hà Nội, <http://www.hastc.org.vn>

### **Tài liệu tiếng Anh**

1. John C. Hull (2006), *Options, Futures, and other derivatives*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 07458.
2. Chicago Board Options Exchange, <http://www.cboe.com>
3. Euronext N.V., <http://www.euronext.com>
4. London International Financial Futures and Options Exchange, <http://www.liffe.com>
5. Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp>