



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

**NGUYỄN THỊ PHƯƠNG CHI**

**PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ OPTION  
TRÊN 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: TS. NGUYỄN NGỌC ẢNH**

**Thành phố Hồ Chí Minh – 2008**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan luận văn này là do chính tôi nghiên cứu và thực hiện. Các thông tin và số liệu được sử dụng trong luận văn được trích dẫn đầy đủ nguồn tài liệu tại danh mục tài liệu tham khảo và hoàn toàn trung thực.

## DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

CP	: Cổ phiếu
CTCK	: Công ty chứng khoán
CTCP	: Công ty cổ phần
DN	: Doanh nghiệp
DNNN	: Doanh nghiệp Nhà nước
HĐQT	: Hội đồng quản trị
NĐT	: Nhà đầu tư
NĐTNN	: Nhà đầu tư nước ngoài
NH	: Ngân hàng
NHTM	: Ngân hàng thương mại
OTC	: Thị trường chứng khoán phi tập trung
P/E	: Chỉ số giá trên thu nhập
SGDCK	: Sở giao dịch chứng khoán
SXKD	: Sản xuất kinh doanh
TTTC	: Thị trường Tài chính
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán
UBCKNN	: Ủy ban chứng khoán Nhà nước
VN-Index	: Chỉ số giá cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM
WTO	: Tổ chức thương mại thế giới

## DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ ĐỒ THỊ

<i>Biểu đồ 1:</i> Tỷ trọng của giao dịch phái sinh tiền tệ với giao dịch phái sinh tài chính khác (T6/2007) .....	42
<i>Biểu đồ 2:</i> Doanh số của HĐ phái sinh tiền tệ trên OTC (2000-2006) .....	43
<i>Biểu đồ 3:</i> Doanh số giao dịch của HĐ phái sinh tiền tệ trên các Sở giao dịch toàn cầu (2000-2006) .....	43

# MỤC LỤC

	Trang
<b>PHẦN MỞ ĐẦU</b> .....	1
<b>CHƯƠNG I</b>	
<b>NHỮNG LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CÁC CÔNG CỤ OPTION</b> .....	4
<b>1.1. Tổng quan về công cụ Option</b> .....	4
1.1.1. Khái niệm .....	4
1.1.2. Phân loại.....	4
<b>1.2. Tổng quan về Option chứng khoán</b> .....	6
1.2.1. Khái niệm .....	6
1.2.2. Mục đích sử dụng option và những yếu tố cấu thành một quyền chọn .....	7
1.2.3. Những mức giá liên quan đến một quyền chọn.....	9
1.2.4. Giao dịch quyền chọn.....	10
1.2.5. Ngày đáo hạn .....	10
1.2.6. Lợi nhuận và rủi ro của hợp đồng option .....	11
<b>1.3. Vai trò của các công cụ option tham gia vào TTCK</b> .....	13
<b>1.4. Những tác động vĩ mô khi phát triển công cụ option vào thị trường chứng khoán hiện nay</b> .....	13
<b>1.5. Chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng quyền chọn</b> .....	14
1.5.1. Giao dịch quyền chọn mua .....	16
1.5.2. Giao dịch quyền chọn bán .....	18
1.5.3. Quyền chọn mua và cổ phiếu.....	20
1.5.4. Quyền chọn bán và cổ phiếu.....	22
1.5.5. Quyền chọn mua và quyền chọn bán lai tạp .....	24
<b>1.6. Những bài học kinh nghiệm trong công cuộc xây dựng và phát triển TTCK - Thị trường phái sinh Việt Nam</b> .....	25
1.6.1. Thị trường chứng khoán Trung Quốc .....	25
1.6.2. Thị trường phái sinh ở Mỹ.....	28
1.6.3. Thị trường phái sinh Thái Lan.....	29
<b>Kết luận chương I</b> .....	28

## **CHƯƠNG II**

### **THỰC TRẠNG VỀ TTCK VIỆT NAM VÀ CÁC CÔNG CỤ OPTION**

<b>ĐANG CÓ TRÊN THỊ TRƯỜNG .....</b>	<b>31</b>
<b>2.1. Thực trạng về TTCK Việt Nam .....</b>	<b>31</b>
2.1.1. Phân tích TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ 7/2000-06/2008 ...	31
2.1.2. Nhận diện các rủi ro trên TTCK .....	40
<b>2.2. Thực trạng các công cụ Option đang có trên thị trường Việt Nam ...</b>	<b>47</b>
2.2.1. Option ngoại tệ .....	48
2.2.2. Option tiền đồng Việt Nam.....	51
2.2.3. Option vàng.....	54
2.3.4 Option lãi suất .....	56
<b>2.3. Bài học kinh nghiệm trong việc phát triển các loại Option .....</b>	<b>57</b>
2.3.1. Những thành quả đạt được sau một khoảng thời gian áp dụng các công cụ option vào thị trường tài chính Việt Nam.....	57
2.3.1. Một số các khó khăn còn tồn tại khi phát triển các option .....	59
<b>Kết luận chương II.....</b>	<b>63</b>

## **CHƯƠNG III**

### **CÁC GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ OPTION TRÊN TTCK**

<b>VIỆT NAM .....</b>	<b>64</b>
<b>3.1. Các giải pháp nhằm phát triển công cụ Option vào TTCK .....</b>	<b>64</b>
3.1.1. Giải pháp xây dựng và hoàn thiện thể chế, khung pháp lý.....	64
3.1.2. Giải pháp tuyên truyền, thông tin, tư vấn công cụ option đến các nhà đầu tư.....	71
3.1.3. Giải pháp phát triển hạ tầng công nghệ thông tin .....	73
3.1.4. Giải pháp phát triển và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực .....	75
3.1.5. Giải pháp phát triển thị trường chứng khoán .....	78
3.1.6. Giải pháp thu hút nguồn vốn đầu tư, tạo sức hấp dẫn cho thị trường	81
<b>3.1. Kiến nghị về việc hỗ trợ các giải pháp phát triển công cụ Option vào TTCK Việt Nam.....</b>	<b>86</b>
3.2.1. Kiến nghị với Chính phủ và Bộ Tài chính về việc nâng cao tính hiệu quả của TTTC Việt Nam.....	87
3.2.1. Kiến nghị với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam nhằm đẩy mạnh	

việc hiện đại hoá các NH TM.....	83
3.2.3. Kiến nghị với Chính phủ, UBCK Nhà nước về việc cải tiến và làm tăng tính cạnh tranh trên TTCK Việt Nam.....	89
<b>Kết luận chương III</b> .....	90
<b>PHẦN KẾT LUẬN</b> .....	91
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO</b>	
<b>PHỤ LỤC</b>	

# LỜI MỞ ĐẦU

## 1. LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI

Với tư cách là phương thức khơi thông dòng vốn đầu tư vào sản xuất kinh doanh, thị trường chứng khoán có vai trò cực kỳ quan trọng trong nền kinh tế. TTCK thúc đẩy việc tích lũy và tập trung vốn để đáp ứng nhu cầu xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật của nền kinh tế và tạo điều kiện thuận lợi cho việc thực hiện chính sách mở cửa, cải cách kinh tế thông qua việc phát hành chứng khoán ra nước ngoài, điều tiết hoạt động của thị trường, khống chế sự co giãn cung cầu tiền tệ, khống chế quy mô đầu tư, thúc đẩy phát triển kinh tế và giá trị đồng tiền.... Trong thời gian qua, TTCK Việt Nam đã có sự phát triển vượt bậc, được xem là thị trường chứng khoán hấp dẫn nhất năm 2006. Nhưng sự phát triển đó vẫn tiềm ẩn rất nhiều rủi ro. Lợi nhuận càng cao, rủi ro càng lớn, nhưng điều ngược lại thì chưa hẳn đã đúng: lợi nhuận có thể thấp, song rủi ro chưa chắc đã nhỏ đi. Việc chỉ số VN-Index tăng giảm hết sức thất thường dẫn đến một số nhà đầu tư thua lỗ nặng, không thể nào trụ vững trên thị trường nên ồ ạt bán tháo để bảo toàn vốn và sớm rút ra khỏi thị trường, làm cho thị trường càng trở nên trầm trọng hơn, dễ dẫn đến khủng hoảng, sụp đổ. Có biện pháp gì để giúp nhà đầu tư bảo toàn được vốn khi giá chứng khoán liên tục tăng giảm thất thường, có biện pháp gì giúp cho thị trường tránh được tình trạng khủng hoảng? Các công cụ hạn chế rủi ro hữu hiệu nhất hiện nay được áp dụng hầu hết ở các nước phát triển đó là các công cụ tài chính phái sinh mà chủ yếu là option chứng khoán hay còn được gọi là quyền chọn chứng khoán

Option 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. Bên cạnh đó, chúng cũng tạo ra môi trường đầu tư hấp dẫn song song với thị trường chứng khoán cơ sở, thúc đẩy tính năng động cho thị trường tài chính và ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế quốc gia. Việc nghiên cứu nhằm phát triển công cụ option vào thị trường chứng khoán là việc làm hết sức cần thiết và cấp bách hiện nay. Do đó tôi đã quyết định nghiên cứu và thực hiện luận văn thạc sĩ với đề tài: “ *Phát triển công cụ option trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”



## **2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU**

- Hệ thống hóa các lý luận cơ bản về thị trường chứng khoán và công cụ option, các chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng option.
- Điềm qua tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam sau 7 năm hoạt động qua đó nhận diện những rủi ro trên thị trường chứng khoán hiện nay. Phân tích tình hình triển khai các công cụ option, từ đó rút ra bài học kinh nghiệm trong việc phát triển công cụ option chứng khoán.
- Đề xuất các giải pháp và kiến nghị nhằm phát triển công cụ option trên thị trường chứng khoán Việt Nam..

## **3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU**

- Đối tượng nghiên cứu: Nghiên cứu các lý luận về Thị trường chứng khoán và công cụ option.
- Phạm vi nghiên cứu: Nghiên cứu quá trình hoạt động của thị trường chứng khoán và thực trạng triển khai các công cụ option như Option ngoại tệ, Option tiền đồng, Option vàng và Option lãi suất trên thị trường tài chính từ tháng 7/2000 đến tháng 12/2007.

## **4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

- Sử dụng phương pháp duy vật biện chứng, kết hợp với các phương pháp phân tích, thống kê, mô tả , so sánh , khái quát nhằm làm rõ vấn đề luận văn nghiên cứu .
- Phương pháp thu thập xử lý số liệu: Số liệu thứ cấp được lấy từ cơ quan thống kê, tạp chí ... và được xử lý trên máy tính.

## **5. Ý NGHĨA THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI**

Sự phát triển ổn định thị trường chứng khoán đòi hỏi quyền lợi của nhà đầu tư phải được đặt lên hàng đầu, option chứng khoán nhằm giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư, đồng thời cũng tạo điều kiện cho những người vốn ít tham gia thị trường .Vì vậy đề tài ***“Phát triển công cụ option trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*** nhằm giảm thiểu rủi ro và tránh những biến động lớn trên thị trường chứng khoán có thể dẫn đến những hậu quả xấu về mặt kinh tế và xã hội là có ý nghĩa lý luận và thực tiễn cao

## **6. KẾT CẤU LUẬN VĂN**

- Phần mở đầu

- Chương 1: Những lý luận cơ bản về các công cụ Option
- Chương 2: Thực trạng về thị trường chứng khoán Việt Nam và các công cụ option đang có trên thị trường
- Chương 3: Các giải pháp phát triển công cụ option trên thị trường chứng khoán Việt Nam
- Kết luận

# CHƯƠNG I

## NHỮNG LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CÔNG CỤ OPTION

### 1.1. TỔNG QUAN VỀ CÔNG CỤ OPTION

#### 1.1.1. *Khái niệm*

Option (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 một 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. 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 thoả 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. *Phân loại.*

##### *\* Phân loại theo quyền của người mua:*

- Quyền chọn mua: là hợp đồng quyền chọn trong đó bên mua quyền chọn mua có quyền mua (hoặc không mua) một đồng tiền, hàng hoá, chứng khoán ... (gọi chung là tài sản cơ sở ) theo mức giá được thoả thuận trong hợp đồng . Còn bên bán quyền chọn mua phải thực hiện nghĩa vụ bán loại tài sản cơ sở này khi bên mua quyết định thực hiện quyền của mình trong thời gian đáo hạn. Nếu giá tài sản cơ sở giảm, giá quyền chọn mua cũng sẽ giảm. Rõ ràng người mua quyền chọn mua có kỳ vọng về xu hướng tăng giá của tài sản đó.

- Quyền chọn bán: là hợp đồng quyền chọn trong đó người mua quyền chọn bán có quyền bán (hoặc không bán) một tài sản cơ sở theo mức giá được thoả thuận trong hợp đồng. Còn người mua quyền chọn bán phải thực hiện nghĩa vụ mua loại tài sản cơ sở này khi người mua quyết định thực hiện quyền của mình trong thời gian đáo hạn.

Cả hai đối tượng trong hợp đồng quyền chọn mua và quyền chọn bán là người mua và người bán đều sử dụng Option để phòng ngừa rủi ro vị thế đối với tài sản cơ sở.

**\* Phân loại 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): cho phép người nắm giữ thực hiện hợp đồng quyền chọn vào ngày đáo 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.

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 chủ yếu trên thị trường Mỹ. Tuy nhiên, quyền chọn kiểu châu Âu có đặc điểm dễ phân tích hơn quyền chọn kiểu Mỹ.

**\* Phân loại theo tài sản cơ sở ( Underlying Assets).**

Gồm có các loại như Option chứng khoán; Option chỉ số chứng khoán; Option tiền tệ; Option vàng; Option lãi suất; Option về hợp đồng Future; Option hàng hoá....

- Option chỉ số chứng khoán: Một chỉ số chứng khoán là một chỉ tiêu đo lường tổng giá trị của một nhóm các cổ phiếu được chỉ định. Như trong bất kỳ chỉ số nào, nó là một chỉ tiêu tương đối so với các giá trị trước đó. Đối với quyền chọn chỉ số, chúng ta hiểu các mức yết giá là giá trị thị trường của cổ phiếu so với một mức giá trị cơ sở, được thiết lập từ nhiều năm trước, khi chỉ số được khởi tạo. Một Option chỉ số chứng khoán là một hợp đồng quyền chọn với tài sản cơ sở là các chỉ số chứng khoán phổ biến. Một số chỉ số theo dõi sự biến động của từng ngành riêng biệt. Một hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán trao cho người nắm giữ nó quyền mua hoặc bán một khối lượng bằng 100 nhân với chỉ số ở mức giá thực hiện đã được nêu rõ và có hiệu lực trong một thời gian xác định. Các chỉ số chứng khoán thường gặp như chỉ số S&P 100; S&P 500; chỉ số Nasdaq trên thị trường NYSE; chỉ số Nikkei 225 trên TTCK Tokyo.

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

một hợp đồng quyền chọn với tài sản cơ sở là các loại tiền tệ, nó trao cho người nắm giữ option quyền mua hay bán một lượng ngoại tệ nhất định theo tỷ giá xác định trước trong một khoảng thời gian đáo hạn ở tương lai.

- Option lãi suất: Option về lãi suất là dạng option đặc biệt của option về hợp đồng Future. Tài sản cơ sở là các hợp đồng Future về lãi suất. Khi option lãi suất được thực hiện, cùng với thu nhập bằng tiền mặt, người nắm giữ option sẽ có vị thế dài hạn trên hợp đồng Future cơ sở; còn người phát hành option sẽ có vị thế ngắn hạn tương ứng. Trong những năm gần đây, option về lãi suất ngày càng trở nên phổ biến và được giao dịch sôi động trên thị trường OTC và các thị trường có tổ chức.

- Option chứng khoán: Option chứng khoán là một hợp đồng quyền chọn kiểu Mỹ với tài sản cơ sở là các loại chứng khoán; nó trao cho người nắm giữ option quyền mua hoặc bán 100 cổ phiếu với mức giá thực hiện xác định và có hiệu lực đến ngày đáo hạn. Các chi tiết của hợp đồng như: quy định về ngày đáo hạn, giá thực hiện, những thay đổi khi công bố cổ tức, chia cổ phiếu, nhà đầu tư nắm giữ vị thế trong bao lâu... thường được quy định rõ trên thị trường giao dịch option.

## **1.2. TỔNG QUAN VỀ OPTION CHỨNG KHOÁN.**

### ***1.2.1. Khái niệm.***

Quyền chọn là một hợp đồng được ký kết giữa một bên là “người ký phát” và một bên là người mua hợp đồng, trong đó cho phép người mua hợp đồng được quyền mua hoặc bán cho người ký phát hợp đồng một số lượng chứng khoán với một giá cả nhất định và trong một thời hạn quy định của tương lai.

Hợp đồng quyền lựa chọn cung cấp quyền cho người sở hữu nó chứ không phải là nghĩa vụ mua hoặc bán. Vì vậy người chủ quyền lựa chọn có thể thực hiện hoặc không thực hiện quyền trong thời hạn hiệu lực của hợp đồng quyền lựa chọn. Nếu không muốn thực hiện quyền, người chủ của quyền có thể bán quyền lựa chọn đó trên TTCK, nghĩa là chuyển quyền sở hữu cho người chủ khác. Vì vậy, hợp đồng quyền lựa chọn cũng được xem là một loại chứng khoán của TTCK. Trên thực tế người ta ít khi thực hiện hợp đồng call và put option. Thay vào đó, nhà đầu tư sẽ mua và bán hợp đồng option khi đáo hạn, mua bán dựa trên giá cả của giá phí mua option tăng hay giảm. Bởi vì người mua option chỉ bỏ ra một số tiền nhỏ (phí mua option) để khống chế một số lượng lớn CK, nên mua

bán option giúp họ có một đòn bẩy tài chính (leverage) rất lớn có thể kiếm lợi nhuận khổng lồ. Người mua bán option có thể bán (viết hợp đồng-writer) hợp đồng option có bảo kê, nghĩa là họ có chứng khoán cơ sở (chứng khoán làm cơ sở cho hợp đồng) trong tay, hợp đồng này có rủi ro rất lớn. Thông thường người mua bán option hay mất phí mua option trên số mua bán không thành công trước khi đạt nhiều lợi nhuận. Nhiều nhà mua bán(traders) khôn ngoan kết hợp nhiều loại hợp đồng call và put option theo cách “dàn trải” (spread) hay “hàng hai”, số lời hay lỗ của họ tùy thuộc vào mức chênh lệch rộng hay hẹp của giá cả giữa các hợp đồng options. Quyền lựa chọn có hai loại:

- *Quyền chọn mua* (Call option): Hợp đồng này cho người mua hợp đồng được quyền mua một số cổ phần chứng khoán cơ sở ấn định (thường 1 hợp đồng là 100 cổ phiếu) theo giá cố định trước một thời điểm trong tương lai- thường là 3,6 hay 9 tháng. Để được có quyền này, người mua trả cho người bán hợp đồng call option (gọi là người viết hợp đồng- writer) một lệ phí gọi là premium (phí option), phí này coi như mất nếu như người mua không thực hiện hợp đồng option trước thời hạn ấn định. Vì thế người mua suy đoán rằng giá cổ phiếu cơ sở sẽ tăng trong thời gian đã định.

- *Quyền chọn bán* (Put option): Hợp đồng này ngược với call option. Hợp đồng put option cho người mua hợp đồng được quyền bán một số lượng cổ phần ấn định với price ấn định trong khoảng thời gian ấn định. Trong trường hợp này người mua mong là giá CK sẽ hạ.

- Ngoài ra còn loại hợp đồng option thưởng CK (incentive stock options) được trao cho các nhân viên điều hành công ty nếu như công ty đạt được các mục tiêu tài chính nào đó, như mức số bán hay lợi nhuận tăng cao. Viên chức điều hành được hưởng loại option này có quyền mua cổ phần công ty với giá thấp hơn giá thị trường sau đó họ bán ra thị trường để kiếm lời.

### ***1.2.2. Mục đích sử dụng option và những yếu tố cấu thành một quyền lựa chọn.***

#### ***\* Mục đích sử dụng option.***

- *Sử dụng options để bảo hộ.* Hợp đồng option được dùng để bảo hiểm, chúng đưa ra cách thức cho nhà đầu tư tự bảo vệ trước sự thay đổi giá cả của tài sản trong tương lai trong khi vẫn cho phép họ có lợi từ việc thay đổi giá thích hợp. Ví dụ: nhà đầu tư sở hữu 500 cổ phiếu ABC vào tháng 8, giá hiện hành là \$102/cổ phiếu. Nhà đầu tư quan tâm việc

giá cổ phiếu có thể giảm mạnh trong 2 tháng tới và muốn bảo hộ, nhà đầu tư mua option chọn bán tháng 10 trên thị trường CBOE để bán 500 cổ phiếu với đơn giá là \$100/cổ phiếu. Mỗi hợp đồng quyền chọn bán 100 cổ phiếu, tổng cộng 5 hợp đồng được mua. Nếu giá phí option là \$4, lệ phí cho mỗi hợp đồng là  $100 * \$4 = \$400$  và tổng cộng lệ phí mà nhà đầu tư phải trả là :\$2000. Với phí là \$2000 nhưng đảm bảo rằng cổ phiếu có thể bán với đơn giá ít nhất là \$100/cổ phiếu trong suốt thời hạn của option. Nếu giá thị trường có thể giảm xuống dưới \$100/cổ phiếu thì nhờ bảo hộ option số cổ phiếu vẫn có thể bán được \$50,000- \$2000 = \$ 48000. Nếu giá thị trường vượt trên \$100/cổ phiếu thì option sẽ không được thực hiện. tuy nhiên trong trường hợp này giá trị của số cổ phiếu luôn ở mức \$50,000 hoặc trên \$48000 khi tính cả lệ phí option.

- *Sử dụng option để đầu cơ.* Giả sử nhà đầu cơ nghĩ rằng cổ phiếu của ABC sẽ tăng trong 3 tháng tới hiện tại là tháng 9 và mức giá được chào như sau: giá cổ phiếu hiện hành là 78 \$ giá quyền chọn cổ phiếu ABC tháng 12 ( có giá trị thực hiện là 80\$) là 3\$ chiến lược đầu cơ:

- Cách 1: mua 100 cổ phiếu ABC.

- Cách 2: mua 2600 quyền chọn (hay 26 hợp đồng) sẽ được thực hiện vào tháng 12 với giá thực hiện 80\$. Chi phí của mỗi chiến lược là 7.800\$, lợi ích có thể đạt được:

1. giá cổ phiếu ABC tăng đến 90 \$ vào tháng 12. Nhà đầu tư thu lợi được  $100 * (90\$ - 78\$) = 1.200\$$  khi sử dụng chiến lược thứ nhất. Với chiến lược thứ 2 nhà đầu tư sẽ được  $2.600 * 10\$ = 26000\$$ , trừ đi chi phí phải trả khi mua quyền chọn:  $26000\$ - 7800\$ = 18200\$$ . Vì vậy chiến lược quyền chọn thu lợi gấp 15 lần chiến lược mua cổ phiếu.

2. giá cổ phiếu ABC giảm xuống 70\$ vào tháng 12. Nhà đầu tư sẽ bị lỗ  $100 * (70\$ - 78\$) = - 800\$$  khi dùng chiến lược đầu tiên và 7.800 \$ với chiến lược thứ 2.

Giá chứng khoán tháng 12

Chiến lược của nhà đầu tư 70\$ 90\$

Mua cổ phiếu (800\$) 1200\$

Mua quyền chọn (7800\$) 18200\$

Kết quả là :Khi có lợi thì càng có lợi, nhưng khi bị thiệt hại thì sẽ càng trở nên tồi tệ hơn.

**\* Những yếu tố cấu thành một quyền lựa chọn.**

- Tên của loại chứng khoán và khối lượng được mua theo quyền.

- Loại quyền (chọn mua hay chọn bán).

- Thời hạn của quyền: tất cả các quyền lựa chọn được niêm yết đều có ngày hết hạn cố định. Người mua quyền có quyền bán hoặc mua cổ phiếu nguồn gốc tại một thời điểm bất kỳ trước ngày đáo hạn. Nếu nó không được thực hiện trước ngày đáo hạn, nó sẽ chấm dứt tồn tại.

- Mức giá thực hiện theo quyền: giá mà người mua quyền có thể mua cổ phiếu từ người viết quyền (trong trường hợp quyền lựa chọn mua) hoặc là bán cổ phiếu cho người viết quyền (trong trường hợp đối với quyền lựa chọn bán) tổng số tiền thực hiện bằng số lượng chứng khoán của hợp đồng nhân với giá thực hiện và được xác định trên sổ giao dịch mà tại đó các hợp đồng này được niêm yết.

**1.2.3. Những mức giá liên quan tới một quyền lựa chọn.**

- Giá thị trường hiện hành của loại chứng khoán.

- Giá chứng khoán thực hiện theo quyền.

- Giá quyền lựa chọn.

+ Đối với quyền chọn mua, nếu giá thực hiện thấp hơn giá hiện hành của chứng khoán cơ sở, thì quyền đó được gọi là đang được tiền (in the money), tức là người có quyền có thể có lợi từ việc thực hiện quyền. Nếu giá thực hiện bằng với giá thị trường, quyền đang ở trạng thái hoà vốn ( at the money), và nếu cao hơn, gọi là đang mất tiền (out of money).

+ Đối với quyền chọn bán thì ngược lại, người thực hiện quyền sẽ có lợi nếu giá bán thực hiện quyền cao hơn giá thị trường của chứng khoán và sẽ bị mất tiền nếu giá thực hiện quyền thấp hơn giá thị trường của chứng khoán. Giá trị mà người nắm giữ quyền lựa chọn sẽ nhận được bằng cách thực hiện quyền được gọi là giá trị nội tại (intrinsic value). Nếu quyền ở trạng thái bị mất tiền, giá trị nội tại bằng 0. Giá thị trường của một quyền thường ít nhất là bằng giá trị nội tại. Giá bán quyền được gọi là phần phụ trội, chênh lệch giữa giá bán quyền với giá trị nội tại (trong trường hợp quyền đang được tiền) được gọi là phần phụ trội giá trị theo thời gian. Nói cách khác, khi đó:

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



#### **1.2.4. Giao dịch quyền chọn.**

Các hợp đồng quyền chọn được giao dịch ở sở chứng khoán do các nhà tạo thị trường mua bán các hợp đồng quyền chọn bằng tài khoản của họ. Khách hàng sẽ mở một tài khoản để giao dịch quyền lựa chọn sau đó họ sẽ điền vào phiếu lệnh, các lệnh sẽ được chuyển đến quầy giao dịch bằng điện báo hay điện thoại. Sau khi lệnh được thực hiện, người môi giới của khách hàng phải thông báo và thanh toán với trung tâm thanh toán bù trừ quyền lựa chọn và thông báo cho khách hàng.

Vì giao dịch quyền chọn có rủi ro cao nên không phải ai cũng có thể giao dịch. Mọi thông tin giao dịch quyền chọn như yết giá hàng ngày tổng kết giao dịch hàng tuần về quyền lựa chọn được công bố trên báo chí và các loại bảng tổng kết.

##### Nhà đầu tư cần lựa chọn 3 chiến lược:

-*Hủy bỏ hợp đồng*: được thực hiện khi nhà đầu tư tham gia vào giao dịch đóng. Khi đó họ bán hợp đồng này cho người khác với giá bán lớn hơn số tiền đầu tư ban đầu, hoặc người viết quyền mua lại hợp đồng mà họ đã bán trên thị trường, họ sẽ có lãi nếu số tiền bán quyền lựa chọn ban đầu lớn hơn số tiền đã mua lại hợp đồng này.

-*Giữ lại hợp đồng khi đến hạn*: khi đó người mua quyền sẽ mất toàn bộ số tiền bỏ ra để có quyền này, người viết quyền sẽ có lãi là số tiền nhận được khi bán quyền lựa chọn.

-*Thực hiện quyền*: người mua quyền sẽ mua hay bán chứng khoán với người viết quyền. Khi đó người viết quyền phải thực hiện của hợp đồng.

#### **1.2.5. Ngày đáo hạn.**

Một trong những điều khoản được sử dụng để mô tả hợp đồng option về chứng khoán là tháng xảy ra ngày đáo hạn của hợp đồng. Ngày đáo hạn chính xác là vào lúc 22h 59ph ngày thứ bảy sau ngày thứ sáu của tuần lễ thứ ba của tháng đáo hạn. Ngày cuối cùng của giao dịch option là vào ngày thứ sáu của tuần lễ thứ ba của tháng đáo hạn. Theo thông lệ nhà đầu tư ở vị thế dài hạn trên option có thời gian đến 16h30 của ngày thứ 6 đó để chỉ thị cho nhà môi giới thực hiện option. Sau đó nhà môi giới còn thời gian đến 22h59 ngày hôm sau để hoàn thành các thủ tục.

Option chứng khoán có chu kỳ theo tháng giêng, tháng hai hoặc tháng ba. Chu kỳ tháng giêng bao gồm tháng giêng, tháng tư, tháng bảy và tháng mười. Chu kỳ tháng hai bao

gồm tháng hai, tháng năm, tháng tám và tháng mười một. Chu kỳ tháng ba bao gồm tháng ba, tháng sáu, tháng chín và tháng mười hai. Nếu ngày đáo hạn của tháng hiện tại vẫn chưa đến thì option được giao dịch với các ngày đáo hạn trong tháng hiện tại, tháng liền sau và hai tháng kế tiếp trong chu kỳ.

#### ***1.2.6. Lợi nhuận và rủi ro của hợp đồng option.***

##### ***\* Lợi nhuận và rủi ro của người mua option.***

Đối với người mua, hợp đồng option cho một đòn bẩy tài chính (leverage) với rủi ro có thể tính trước. Giá phí hợp đồng option là premium (phí hợp đồng option) và giá phí hợp đồng thường chỉ là một phần nhỏ so với giá thị trường của chứng khoán cơ sở (underlying stock- chứng khoán làm cơ sở cho hợp đồng). Vì thế người tham gia hợp đồng có thể tham gia vào bất cứ trường hợp chuyển giá chứng khoán mà không phải mua chính chứng khoán đó, nên không phải bỏ ra một số tiền lớn để đầu tư. Ngoài ra người mua option biết rằng sự thua lỗ tối đa chỉ bằng tổng số phí mua option.

Trên thực tế, người mua option đều mong muốn kiếm lợi nhuận từ số phí mua option tăng giá trị. Họ không quan tâm hợp đồng có chính chứng khoán, mà họ bị hấp dẫn bởi số đòn bẩy tài chính (một số tiền nhỏ) để đem lại tư bản kiếm được cao (capital gain) với số vốn đầu tư dài hạn.

##### ***\* Lợi nhuận và rủi ro của người bán option.***

Người bán hợp đồng Option được gọi là “writers”, nó xuất phát từ những ngày đầu tiên mua bán ngoài danh mục (OTC- Over The Counter) khi chi tiết của hợp đồng được viết cẩn thận bằng tay. Ngày nay từ ngữ được giữ nguyên thể. Mục tiêu của người bán hợp đồng là kiếm thêm tiền bằng phí mua Option do người mua trả. Số lợi tức này đôi khi cộng vào tổng số lợi nhuận trong danh mục đầu tư. Phí option cũng có thể là tấm đệm khichứng khoán chuyển biến nghịch- nhưng chỉ trong mức độ phí option.

Phí option cũng là phương tiện bảo hộ giá (hedges) cho chứng khoán khi sụt còn \$45. Nếu chứng khoán sụt hơn phí option, lúc đó nhà đầu tư (người bán hợp đồng) mới chịu lỗ. Dĩ nhiên viết hợp đồng call option có bảo kê sẽ tăng tỉ lệ lợi nhuận trong danh mục đầu tư chỉ khi nào chứng khoán cơ sở không tăng hay giảm hơn phí option. Trong khi mua option cần phải có đủ tiền mặt, còn bán option thì phức tạp hơn nhiều. Hầu hết

người bán đều dùng tài khoản Margin (tài khoản vay tiền để mua chứng khoán). Hợp đồng call option có thể có bảo kê (covered) hoặc không có bảo kê (uncovered) còn gọi là hợp đồng không (naked). Hợp đồng Call có bảo kê thì đơn giản nhất vì người bán chỉ cần kí thác với broker chính xác số cổ phần cơ sở của hợp đồng để bán khi hợp đồng được người mua hợp đồng thực hiện. Người viết (bán) hợp đồng Call option có bảo kê có thể chọn 2 cách để giao chứng khoán, hai là mua ở thị trường tự do để giao khi người mua thực hiện hợp đồng. Người bán có chứng khoán giá phí thấp sẽ chọn cách thứ hai để tránh trả phí cao về tư bản kiếm được vào thời điểm đó.

Hợp đồng Call option không chỉ có thể bán bằng tài khoản Margin. Broker yêu cầu phải có một ngân quỹ tương xứng sẵn trong tài khoản lúc nào để mua chứng khoán trong thị trường tự do nếu như người mua thực hiện hợp đồng Option. Các qui định về việc bán hợp đồng put và Call không có bảo kê tương tự như nhau. Khi nào sử dụng tài khoản Margin nhà đầu tư phải tính lợi nhuận sau cùng của giao dịch mua bán dựa trên số vốn đã kí thác. Bán hợp đồng call option không có nhiều rủi ro hợp đồng có bảo kê. Nếu chứng khoán đứng yên hay xuống giá hợp đồng Call đem lại nhiều lợi nhuận ròng số vốn kí thác trong tài khoản Margin. Nhưng nếu nó tăng cứ mỗi điểm (point) tăng được số phí option nó nhận được ban đầu sẽ làm cho người bán thua lỗ tiền túi khi hợp đồng Call thực hiện. Người bán hợp đồng Call không giống như người bán không (bán chứng khoán vay mượn- short sell) có thể thua lỗ không có giới hạn.

Một vài nhà đầu tư muốn tăng lợi tức từ phí có từ phí Option sẽ phối hợp từ hoạt động Call có bảo kê và Call không theo sách lược được gọi là "variable hedging" (bảo hộ giá theo biến đổi). Họ sẽ bán nhiều hợp đồng option cho mỗi đơn vị 100 cổ phần.

Cứ mỗi hợp đồng option thêm vào sẽ tăng điểm hòa vốn ở chiều xuống và hạ điểm hòa vốn ở chiều lên. Nhà đầu tư nhận được nhiều phí option hơn nhưng phải chịu rủi ro khi bán hợp đồng Call không. Rủi ro này cộng thêm sự khó khăn tiên đoán biến chuyển giá ngắn hạn làm cho việc bán hợp đồng Call không khó có lý do để đứng vững. Mặc dù có những biểu hiện chứng khoán sẽ sụp đổ, bán hợp đồng Call không không là phương pháp tốt nhất để khai thác giá chứng khoán giảm theo như dự đoán.

Tất cả người bán option có thể mua ngăn chặn (buy-in) hay mua chấm dứt (closing Purchase), đây là phương pháp nhằm chấm dứt trách nhiệm giao hay nhận chứng khoán,

nghĩa là người bán hợp đồng sẽ mua hợp đồng option tương tự như hợp đồng đã bán (nhưng chỉ có phí option và giá điểm là khác nhau). Hợp đồng thứ hai sẽ bù đắp cho hợp đồng thứ nhất. Người bán sẽ lời hay lỗ tùy theo chênh lệch giữa hai phí option.

### **1.3. VAI TRÒ CỦA CÁC CÔNG CỤ OPTION THAM GIA VÀO TTCK.**

- Quản lý rủi ro giá cả: cũng giống như hợp đồng future nhưng có nhiều ưu điểm hơn Future, option cung cấp một cơ chế hiệu quả cho phép phòng tránh rủi ro từ những người không thích rủi ro sang những người chấp nhận rủi ro tìm kiếm lợi nhuận

- Vai trò định giá: hợp đồng quyền chọn tuy không trực tiếp phản ánh dự đoán về giá giao ngay trong tương lai như hợp đồng Future, nhưng nó phản ánh sự biến động giá của các loại hàng hóa cơ sở hay nói cách khác, option phản ánh độ rủi ro gắn liền với mỗi tài sản cơ sở.

- Thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển: Thị trường quyền chọn và hợp đồng Future cho phép các nhà đầu tư kinh doanh đạt được một tỷ suất sinh lợi cao, chính điều này hấp dẫn mạnh các nguồn vốn đầu tư mạo hiểm từ đó hình thành các Quỹ mạo hiểm, góp phần giúp huy động thêm được nhiều nguồn lực tài chính xã hội. Bên cạnh đó, việc tham gia trên thị trường không đòi hỏi một chi phí quá lớn do đó cho phép các nhà đầu tư có thể dễ dàng tham gia hoặc rút lui ra khỏi thị trường một cách dễ dàng. Việc tham gia trên thị trường Future và Option sẽ khuyến khích, thu hút được nhiều nhà sản xuất, kinh doanh, doanh nghiệp xuất khẩu, các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia tích cực hơn trên thị trường chứng khoán, thúc đẩy thị trường chứng khoán ngày một phát triển và sôi động hơn với các lợi ích của công cụ chứng khoán phái sinh.

### **1.4. NHỮNG TÁC ĐỘNG VĨ MÔ KHI PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ OPTION VÀO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HIỆN NAY.**

- Sự phát triển của thị trường phái sinh nói chung và của công cụ option chứng khoán nói riêng là một yếu tố quan trọng, là yếu tố song hành cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường tài chính, giúp gia tăng nhiều lần giá trị các đối tượng đầu tư như cổ phiếu, trái phiếu...

- Option chứng khoán sẽ giúp đa dạng danh mục sản phẩm trên thị trường tài chính, giúp nhà đầu tư có nhiều lựa chọn và cân nhắc đầu tư có hiệu quả nhất vì đây là một công cụ đầu tư có chi phí thấp.

- Việc gia nhập WTO của Việt Nam yêu cầu các doanh nghiệp cần thêm các biện pháp và công cụ để phòng ngừa rủi ro trong việc tham gia vào một thị trường cạnh tranh, hoà nhập và kết nối toàn cầu. Đặc biệt là thị trường chứng khoán Việt Nam, một thị trường chứng khoán còn non trẻ, nhiều sai sót và đầy rủi ro. Option chứng khoán ra đời và phát triển sẽ giúp đáp ứng yêu cầu này với vai trò là rào chắn rủi ro cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.

### **1.5. CHIẾN LƯỢC PHÒNG NGỪA RỦI RO BẰNG QUYỀN CHỌN.**

Một trong những đặc tính hấp dẫn nhất của 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 mua sẽ đi mua cổ phiếu, nếu nó được kỳ vọng giảm xuống thì người ta sẽ bán không cổ phiếu. Tuy nhiên, để bán không 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 không 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 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.

#### ***Một số khái niệm và thuật ngữ***

Để hiểu rõ các nội dung sắp tới, chúng ta cần xem xét một số khái niệm và thuật ngữ sau:

- Cao giá ITM : Quyền chọn mua/quyền chọn bán được xem là Cao giá ITM nếu giá chứng khoán cao/thấp hơn giá thực hiện .

- Kiệt giá OTM : Quyền chọn mua/quyền chọn bán được xem là kiệt giá OTM khi giá chứng khoán thấp/cao hơn giá thực hiện.

- Ngang giá ATM : Khi giá cổ phiếu bằng giá thực hiện thì quyền chọn mua hay quyền chọn bán được xem là ngang giá ATM.

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

Để xác định lợi nhuận từ một chiến lược đặc biệt; chúng ta chỉ cần có bao nhiêu quyền chọn mua, quyền chọn bán và cổ phiếu được sử dụng, ví thể là dài hạn hay ngắn hạn, giá mà quyền chọn hay cổ phiếu được mua hoặc bán, và các mức giá khi vị thể 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:

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

Hãy xem dấu của  $N_c$  giúp cho phương trình tính ra kết quả của cả người mua và người bán quyền chọn như thế nào. 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 giả định***

Có rất nhiều giả định quan trọng làm nền tảng cho việc phân tích chiến lược quyền chọn. Thứ nhất, chúng ta giả định rằng cổ phiếu không trả cổ tức. Như chúng ta đã biết, cổ tức có thể làm quyết định về quyền chọn trở nên phức tạp hơn. Mặc dù xét luôn cả trường hợp này ở đây sẽ không phải là đặc biệt khó khăn, chúng ta sẽ qua nó một cách có dụng ý nhằm làm cho việc phân tích trở nên đơn giản. Ở những tình huống mà nó đặc biệt quan trọng, chúng ta sẽ quan tâm đến hiệu ứng cổ tức. Thứ hai, chúng ta giả định rằng không có thuế và chi phí giao dịch. Những điều này đã được trình bày và dĩ nhiên là cần quan tâm trong quyết định về quyền chọn nhưng chúng ta sẽ chỉ bổ sung chút ít cho phân tích ở đây. Ở những trường hợp có thuế và chi phí giao dịch đặc biệt, chúng ta sẽ tìm hiểu thêm về tác động của chúng

Để hiểu rõ hơn các chiến lược chúng ta hãy tìm hiểu qua một chút về các giao dịch cổ phiếu. Giao dịch cổ phiếu bao gồm :

- Mua cổ phiếu: là giao dịch đơn giản nhất. Khi đó phương trình lợi nhuận sẽ là :

$$\pi = N_s(S_t - S_0) \quad \text{với } N_s > 0$$

- Bán không cổ phiếu : là hình ảnh tương phản với mua cổ phiếu

Phương trình lợi nhuận sẽ là :

$$\pi = N_s(S_t - S_0) \quad \text{với } N_s < 0$$

#### ***1.5.1. Giao dịch quyền chọn mua:***

##### **\* Mua quyền chọn mua.**

Lợi nhuận từ việc mua quyền chọn mua là :

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

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 kiệt 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 gánh chịu một khoản lỗ bằng với phí quyền chọn.

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:

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

Giải tìm  $S_t^*$  ta được:

$$S_t^* = X + C$$

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. Ứng với mỗi đôla mà giá cổ phiếu khi đáo hạn vượt hơn giá thực hiện, người mua quyền chọn mua thu được 1 đôla. Vì vậy, giá cổ phiếu phải cao hơn giá thực hiện  $C$  đôla để người mua quyền chọn mua bù đắp được chi phí quyền chọn.

**Mua quyền chọn mua là một chiến lược tăng giá có mức lỗ có giới hạn và có mức lợi nhuận tiềm năng không giới hạn. Do đó mua quyền chọn mua là một chiến lược đặc biệt hấp dẫn đối với những người có nguồn vốn hạn chế muốn: cùng thử thách với thị trường” mà vẫn giới hạn mức lỗ của họ ở một mức không đến mức hủy diệt họ hoàn toàn.**

+ Về việc lựa chọn giá thực hiện : 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. Vì vậy, lựa chọn quyền chọn mua nào là không dễ dàng và phụ thuộc vào việc người mua quyền chọn tự tin bao nhiêu về triển vọng thị trường. Nếu một người linh cảm mạnh mẽ rằng giá cổ



phiếu sẽ tăng, quyền chọn với giá thực hiện thấp nhất sẽ được ưa thích hơn. Ngược lại, một quyền chọn có giá thực hiện cao hơn sẽ tối thiểu hoá các khoản lỗ.

+ Về việc lựa chọn thời gian sở hữu : 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.

#### **\* Bán quyền chọn mua.**

Một nhà kinh doanh quyền chọn bán một quyền chọn mua mà không đồng thời sở hữu cổ phiếu được gọi là bán một quyền chọn mua không được phòng ngừa. Đây là một lĩnh vực ưu tiên chỉ được thực hiện bởi một số ít là nhà kinh doanh có đủ vốn tương ứng với rủi ro. Tuy nhiên, bán một quyền chọn mua không được phòng ngừa có thể kết hợp được với các chiến lược khác để tạo thành một chiến lược với rủi ro rất thấp. Vì vậy, cần thiết phải thiết lập các kết quả đối với việc bán quyền chọn mua trước khi kết hợp nó với các chiến lược khác.

Vì Lợi nhuận của người mua và người bán trái chiều nhau nên phương trình lợi nhuận của chiến lược này cũng khá quen thuộc. Lợi nhuận của người bán sẽ 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 sẽ là :

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

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

**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.**

+ Về việc lựa chọn giá thực hiện: 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.

+ Về việc lựa chọn thời gian sở hữu : 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.

#### **1.5.2. Giao dịch quyền chọn bán.**

##### **\* Mua quyền chọn bán.**

Mua quyền chọn bán là một chiến lược dành cho thị trường giá xuống. Mức lỗ tiềm năng được giới hạn trong phí quyền chọn được chi trả. Lợi nhuận cũng bị giới hạn nhưng vẫn có thể rất lớn.

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 kết giá OTM hoặc ngang giá ATM. Lợi nhuận là :

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

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

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 :

$$S_t^* = X - P$$

**Mua quyền chọn bán là một chiếc 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.**

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 chiếc 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.

+ Về việc lựa chọn giá thực hiện: 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. 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 khi bán khống có mức lỗ giới hạn.

+ Về việc lựa chọn thời gian sở hữu: 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. Thời gian sở hữu ngắn hơn không nhất thiết tốt hơn hay kém hơn thời gian sở hữu dài hơn. Sự lựa chọn phụ thuộc vào dự báo của nhà kinh doanh về giá cổ phiếu, đặc biệt là mong đợi nó sẽ biến động bao nhiêu, hướng biến động và trong thời gian bao lâu.

**\* Bán quyền chọn bán.**

Phương trình lợi nhuận của người bán quyền chọn bán:

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

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:

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

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

**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.**

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

+ Về việc lựa chọn thời gian sở hữu : 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.

**1.5.3. Quyền chọn mua và cổ phiếu.**

Một chiến lược đơn giản nhưng có rủi ro thấp là bán một quyền chọn mua tương ứng với mỗi cổ phiếu đang sở hữu. Mặc dù chiến lược này không phải là phi rủi ro, nhưng nó cũng làm giảm rủi ro của việc chỉ sở hữu cổ phiếu. Nó cũng là một trong số các chiến lược phổ biến nhất của các nhà kinh doanh quyền chọn chuyên nghiệp. Một nhà đầu tư thực chiến lược này được gọi là Bán một quyền chọn mua được phòng ngừa. Nên nhớ rằng, chúng ta đã nghiên cứu quyền chọn mua không được phòng ngừa trong đó nhà đầu tư bán một quyền chọn mua đối với một cổ phiếu mà người đó không sở hữu. Với hợp đồng bán quyền chọn mua cổ phiếu, người bán phải chịu rủi ro không giới hạn, nếu kết hợp với việc sở hữu cổ phiếu, sẽ không còn rủi ro phải mua nó trên thị trường với mức giá cao. Khi quyền chọn mua được thực hiện, nhà đầu tư chỉ phải chuyển giao cổ phiếu. Đứng trên một quan điểm khác, người sở hữu cổ phiếu mà không bán quyền chọn gặp

phải rủi ro đáng kể của việc giá cổ phiếu giảm xuống. Bằng cách bán một quyền chọn mua 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 bù đắp một phần bởi phí quyền chọn từ việc bán quyền chọn mua.

Ta có phương trình lợi nhuận của việc mua cổ phiếu là (1.1) :

$$\pi = N_s(S_t - S_0) \quad \text{Nếu } N_s > 0$$

Mặc khác, phương trình của động tác bán quyền chọn mua cũng được biểu diễn như sau (1.2):

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

Với chiến lược mua cổ phiếu và bán quyền chọn mua tương ứng, đây là chiến lược thực hiện hai vị thế song song nên phương trình lợi nhuận của nhà đầu tư lúc này sẽ bằng tổng của hai phương trình lợi nhuận (1.1) và (1.2), ta được:

$$\pi = N_s(S_t - S_0) + N_c[\text{Max}(0, S_t - X) - C]$$

Với  $N_s > 0$  (mua cổ phiếu),  $N_c < 0$  (bán quyền) và  $N_s = -N_c$ .

Phương trình lợi nhuận lúc này là :

$$\pi = S_t - S_0 - \text{Max}(0, S_t - X) + C$$

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 chi phí sẽ được thực hiện và cổ phiếu sẽ được chuyển giao. Điều này sẽ làm giảm lợi nhuận của cổ phiếu.

Trong trường hợp quyền chọn mua kết thúc ở trạng thái kiệt giá OTM, lợi nhuận tăng theo mỗi đô la 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

$$S_t^* = S_0 - C$$

+ Về việc lựa chọn giá thực hiện: Bán một quyền chọn mua được phòng ngừa với mức giá thấp nhất là lựa chọn mang tính bảo thủ nhất, vì mức lỗ khi cổ phiếu giảm giá là thấp nhất. Tuy nhiên, mức tăng khi cổ phiếu tăng giá cũng thấp hơn. Bán một quyền chọn mua có phòng ngừa với mức giá thực hiện cao nhất là chiến lược mạo hiểm hơn, vì lợi nhuận tiềm năng khi giá cổ phiếu tăng lên là lớn hơn nhưng mức bảo vệ khi giá cổ phiếu giảm thì thấp hơn. Bất chấp mức giá thực được lựa chọn, bán một quyền chọn mua được phòng ngừa ít rủi ro hơn nhiều so với việc chỉ sở hữu cổ phiếu. Phí quyền chọn mua, bất kể là lớn hay nhỏ, làm giảm bớt mức lỗ của người sở hữu cổ phiếu khi giá thị trường xuống.

+ Về việc lựa chọn thời gian sở hữu: Với giá cổ phiếu cho trước, quyền chọn mua được phòng ngừa duy trì càng lâu càng tốt, giá trị thời gian mất đi càng nhiều và lợi nhuận càng lớn

#### ***1.5.4. Quyền chọn bán và cổ phiếu.***

Chiến lược để nhận được sự bảo vệ trước thị trường giá xuống vẫn có thể chia lợi nhuận trong một thị trường giá lên là mua một quyền chọn bán bảo vệ nghĩa là chỉ đơn giản mua cổ phiếu và mua một quyền chọn bán. Quyền chọn bán cung cấp một mức giá tối thiểu dành cho cổ phiếu.

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 ta được:

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

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, 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 một 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.

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 phần Quyền chọn mua và cổ phiếu, 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.

Giá cổ phiếu hoà 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 hoà vốn,  $S_t^*$  như sau :

$$\pi = S_t^* - S_0 - P = 0$$

$$\text{Suy ra } S_t^* = P + S_0$$

Ta thấy, điểm hoà 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 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.

+ Về việc lựa chọn giá thực hiện: Quyền chọn bán bảo vệ với giá thực hiện cao hơn tạo ra mức bảo vệ lớn hơn nhưng lợi nhuận do tăng giá thấp hơn.

+ Về việc lựa chọn thời gian sở hữu: Với giá cổ phiếu cho trước, quyền chọn bán được bảo vệ sở hữu càng lâu, giá trị thời gian mất đi càng lớn và lợi nhuận càng thấp. Đối với quyền chọn bán kiểu châu Âu, tác động này ngược lại khi giá cổ phiếu là thấp.

### 1.5.5. 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:

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

Cho số cổ phiếu và số quyền chọn mua đều bằng 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 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 bán 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:

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

Cho số cổ phiếu và số quyền chọn bán đều bằng 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 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”.

## **1.6. NHỮNG BÀI HỌC KINH NGHIỆM TRONG CÔNG CUỘC XÂY DỰNG & PHÁT TRIỂN TTCK – THỊ TRƯỜNG PHÁI SINH VIỆT NAM**

### **1.6.1. Thị trường chứng khoán Trung Quốc**

TTCK Trung Quốc được thành lập cuối những năm 1980. Vào đầu thập niên sau đó, CP lên giá rất nhanh nhưng rồi chững lại và đi xuống từ năm 2001. Con sốt lạnh này khiến nhiều NĐT – trong đó có những người vét sạch tài khoản tiết kiệm đổ vào CP và sau đó trắng tay. Khi không còn xu nào, họ quay ra đổ lỗi cho Chính phủ. Vì thế, trong những năm gần đây, giới chức Trung Quốc đã có nhiều biện pháp mạnh để lấy lại niềm tin vào thị trường.

Nhiều NĐT nước ngoài giờ đã được phép đầu tư nhiều hơn nữa vào TTCK Trung Quốc. Điều này khiến thị trường trở nên hấp dẫn hơn và lôi kéo lại một số NĐT nội địa. Tháng 4/2007, TTCK Trung Quốc ghi nhận con số NĐT mở tài khoản ở mức kỷ lục 4,79 triệu người. Người dân đổ xô vào CK đã khiến TTCK Trung Quốc nóng lên và trong tình trạng bong bóng. Trong năm 2006, chỉ số SSE 180 Index tại Thượng Hải đã tăng 110% lên 4.847 điểm và từ đầu năm 2007 đến nay tiếp tục tăng thêm 17% lên 5.673 điểm. Cùng với đó là hàng dài người đứng xếp hàng ở các ngân hàng để chờ được rút tiền đầu tư vào CK, một cảnh tượng chưa từng diễn ra từ trước tới nay. Việc giá nhiều loại CP tăng mạnh là nguyên nhân chính khiến nhiều người dân Trung Quốc tham gia và đổ tiền vào thị trường. Tuy nhiên, tại thời điểm này TTCK đã bắt đầu có những biểu hiện của tình trạng đầu cơ và đang tiềm ẩn nhiều rủi ro đối với các NĐT thiếu kinh nghiệm, nhất là những NĐT đã vay tiền hoặc bán nhà cửa để đầu tư vào CK. Một khi bong bóng vỡ tung thì hậu quả sẽ khốc liệt vì TTCK Trung Quốc thu hút một lượng lớn người về hưu, sinh viên, công chức, người buôn bán nhỏ,...

Đầu tư, đầu cơ và các hoạt động mạo hiểm trên TTCK đã trở nên phổ biến ở Trung Quốc. Các chuyên gia đầu tư luôn cảnh báo về những rắc rối, khó khăn có thể xảy ra tại TTCK Trung Quốc. Họ cho rằng dù TTCK Trung Quốc hiện có giá trị gấp 4 lần so với thời điểm tháng 6/2005 nhưng có khá nhiều công ty vẫn đang gặp rắc rối về các vấn đề tham nhũng và sự công khai, thực tế có nhiều công ty báo cáo sai về lợi nhuận để lôi kéo



các NĐT mua CP của họ. Vì vậy giới kiểm toán phải công khai những thông tin trên nhằm cố gắng điều chỉnh trật tự của TTCK.

Mặc dù có nhiều cảnh báo về sự tăng trưởng quá nóng của TTCK Trung Quốc nhưng NĐT vẫn quyết tâm bỏ tiền thêm vào thị trường bởi họ tin rằng xu thế thị trường mới là quyết định quan trọng nhất chứ không phải những lời nhận định từ bên ngoài và cả cảnh báo từ bên trong. Nhiều người Trung Quốc cho rằng đầu tư vào CK là con đường ngắn nhất dẫn đến sự giàu sang.

Bất chấp sự lạc quan và kỳ vọng lợi nhuận của một bộ phận lớn các NĐT trên thị trường, các cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK ở Trung Quốc đã tỏ ra thận trọng với sự mở rộng nhanh chóng của thị trường. Chính phủ Trung Quốc thông báo thành lập một lực lượng đặc nhiệm nhằm kiểm soát và ngăn chặn các hoạt động bất hợp pháp trên TTCK. Hơn nữa, các chỉ số CK cao ngất ngưỡng trong thời gian qua không nói lên được những vấn đề cốt lõi của TTCK Trung Quốc hiện nay.

Nhằm phòng chống rủi ro cho thị trường chứng khoán của mình, những ngày đầu tháng 4/2007, chính quyền Trung Quốc đã có một loạt động thái và những quy định mới áp dụng cho thị trường chứng khoán Trung Quốc.

Đầu tiên có thể kể đến việc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Trung Quốc vừa cho phép các hoạt động mua bán chứng khoán quyền chọn được diễn ra tại thị trường chứng khoán nước này. Theo quy định mới này, các tổ chức tài chính sẽ không bị ngăn cấm giao dịch chứng khoán quyền chọn cũng như không bị hạn chế huy động vốn cho công tác giao dịch kiểu này. Quy định mới sẽ cho phép thực hiện các giao dịch quyền chọn đối với các loại cổ phiếu, ngoại hối và chứng khoán phái sinh. Giới chuyên gia dự báo, quy định mới sẽ tạo điều kiện cho các nhà môi giới chứng khoán, các quỹ đầu tư và các ngân hàng thương mại được tham gia năng động hơn và mạnh mẽ hơn vào thị trường chứng khoán nước này.

Song song với những động thái cởi mở thì chính quyền Trung Quốc cũng không quên mối lo về sự tăng trưởng nóng tại nước này. Do vậy, những quy định có vẻ thắt chặt cũng đã được ban hành trong những ngày đầu tháng 4/2007 này.

Chẳng hạn như việc Ủy ban chứng khoán Nhà nước Trung Quốc hôm 11/4 đã ra quy định mới nhằm hạn chế việc lãnh đạo các công ty niêm yết bán cổ phiếu ra ngoài để

trục lợi và làm lũng đoạn thị trường. Theo quy định mới này, lãnh đạo các công ty đại chúng không được phép bán cổ phiếu của mình trước thời hạn 1 năm kể từ ngày công ty niêm yết trên sàn, và 6 tháng kể từ ngày nghỉ việc tại công ty niêm yết. Quy định mới sẽ có hiệu lực ngay lập tức từ bây giờ, nhằm nhanh chóng bình ổn thị trường, chống đầu cơ lũng đoạn.

Cùng lúc, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Trung Quốc cũng yêu cầu các nhà môi giới chứng khoán nước này phải tra danh tính khách hàng để tránh hiện tượng lợi dụng các sàn chứng khoán để rửa tiền và các hành vi phạm pháp khác. Theo đó, từ nay, các nhà môi giới chứng khoán nước này phải yêu cầu khách hàng cung cấp tên thật, số chứng minh thư và sau đó sẽ tiến hành xác minh các thông số này để đảm bảo cung cấp dịch vụ cho đúng người, đúng mục đích. Các nhà đầu tư không đảm bảo cung cấp đủ các thông tin chính xác về mình sẽ bị khoá tài khoản giao dịch chứng khoán cùng với số tiền nằm trong đó, đồng thời bị cấm các hoạt động giao dịch chứng khoán ngay lập tức. Thêm vào đó, những tài khoản giao dịch chứng khoán có số dư ít hơn 13USD hoặc ngừng giao dịch trong 3 năm liên cũng sẽ bị khoá tạm thời.

Bên cạnh đó, Ủy ban Giám quản chứng khoán Trung Quốc (CSRC) đã công bố rộng rãi các quy chế về tiết lộ thông tin trong đó yêu cầu các công ty dự định phát hành cổ phiếu phải công bố trên các tờ báo địa phương trước khi tiến hành niêm yết. Với các quy chế này, mục đích của CSRC là nhằm tăng cường việc giám sát của công chúng đối với các công ty niêm yết, giúp giải quyết các vấn đề tranh chấp trước khi các công ty này nộp các hồ sơ chính thức lên ủy ban để xin niêm yết, đồng thời CSRC buộc các ngân hàng trong nước, các công ty bảo hiểm và các công ty chứng khoán phải tiết lộ các thông tin về chất lượng tài sản, các tài sản không hoạt động và các thông lệ kế toán trong các bản cáo bạch của các công ty này. Hơn nữa, các công ty niêm yết sẽ phải lập các báo cáo tài chính và các báo cáo này phải được các công ty kiểm toán quốc tế cũng như các công ty kiểm toán trong nước kiểm toán trong ngành chứng khoán cho biết thì các quy chế mới này được ban hành để tạo một "bức tường lửa" phòng tránh rủi ro có hiệu quả. Với việc buộc các công ty này phải tiến hành kiểm toán theo các tiêu chuẩn kiểm toán quốc tế, mục đích của CSRC là bảo vệ cho các nhà đầu tư nhỏ và vừa, điều mà lâu nay vẫn được mọi người mong đợi.

Ngoài ra, Ủy ban giám quản chứng khoán Trung Quốc hiện cũng đang nghiên cứu kế hoạch sát nhập các cổ phiếu A (chỉ bán cho người dân Trung Quốc) và các cổ phiếu B (hiện nay chỉ bán cho người nước ngoài) nhằm kích thích tính thanh khoản trên các thị trường chứng khoán của Trung Quốc và kế hoạch sát nhập hai sở giao dịch chứng khoán Thâm Quyển và Thượng Hải.

Có thể dễ dàng nhận thấy, những động thái, những quy định mới của Nhà nước Trung Quốc nhằm mục tiêu kiên định là tiếp tục phát triển thị trường chứng khoán để TTCK trở thành một kênh huy động vốn chủ lực cho nền kinh tế Trung Quốc.

### **1.6.2. Thị trường phái sinh ở Mỹ:**

Thị trường tài chính phái sinh ở Mỹ xuất hiện và phát triển gắn liền và song hành cùng với sự ra đời và phát triển của những sở giao dịch, trung tâm giao dịch lớn của nước này như Hội đồng Mậu dịch Chicago (CBOT), Sở Thương mại Chicago (CME), Sàn giao dịch chứng khoán Chicago (CBOE), các thị trường chứng khoán NYSE, NASDAQ, AMEX.

Ở thời kỳ đầu, các sở giao dịch này thường chỉ giao dịch hàng hóa là nông sản (CBOT) hay các cổ phiếu niêm yết (NYSE), cổ phiếu OTC (NASDAQ, AMEX). Tuy nhiên, từ thập kỷ 80, CBOT và AMEX chuyển hướng kinh doanh chính sang các sản phẩm tài chính phái sinh. Việc giao dịch tại các sở giao dịch này thực hiện thông qua đấu giá mở với các công cụ tự động hóa và khớp lệnh liên tục. Điều này giúp tạo ra tính minh bạch của các hợp đồng phái sinh đối với các thành viên của sở (các cổ đông) và các khách hàng nhằm phòng ngừa, quản lý rủi ro hoặc đầu cơ.

Các ngân hàng và các công ty tài chính thường tham gia vào giao dịch với tư cách là thành viên của Sở giao dịch thông qua việc mua cổ phần của nó để đạt được một tư cách thành viên (một chỗ ngồi). Với tư cách đó, họ có thể vừa là môi giới để hưởng phí vừa tham gia với tư cách là nhà đầu tư thu lợi nhuận. Các nhà đầu tư, đầu cơ khác không phải là thành viên của Sở giao dịch muốn thực hiện giao dịch thì phải thông qua các công ty môi giới.

Còn sàn giao dịch chứng khoán Chicago (CBOE) được thành lập vào 1973. Ngay ngày giao dịch đầu tiên đã có 911 hợp đồng mua bán được ký kết. Tuy nhiên, thời gian đầu thì sàn giao dịch chưa được hiện đại hoá, chưa có hệ thống báo giá tự động, chưa có

các trung tâm thanh toán, mãi đến năm 1975, các dịch vụ này mới được hình thành. Đến năm 1984 thì khối lượng giao dịch thường niên qua sàn lần đầu tiên đạt đến con số 100 triệu hợp đồng, điều này chứng tỏ sự phát triển rất tốt của CBOE, từ đó kéo theo việc CBOE thành lập Viện Nghiên cứu quyền chọn; đưa vào giao dịch chỉ số Nasdaq và quyền chọn được niêm yết NYSE. Đến năm 1987 thì TTCK rơi vào khủng hoảng kéo theo sự sụp đổ của thị trường phái sinh. Tình trạng này kéo dài khoảng 02 năm thì CBOE mới khôi phục lại và từ đó đến nay thì CBOE đạt khối lượng giao dịch ở mức kỷ lục là 783 triệu hợp đồng với tổng giá trị ước tính lên đến 21.214 tỷ đô la Mỹ. ([www.cboe.com](http://www.cboe.com))

### **1.6.3. Thị trường phái sinh ở Thái Lan**

Sở giao dịch sản phẩm phái sinh Thái Lan (TFEX), một thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan (SET), được thành lập vào năm 2004 với 24 thành viên (cổ đông), hoạt động như một công ty đại chúng dưới sự giám sát của Ủy Ban Chứng khoán và giao dịch (SEC) theo Luật Công cụ phái sinh (2003). Luật này cho phép Sở được giao dịch các hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn với các sản phẩm chủ yếu là chứng khoán, chỉ số chứng khoán, các công cụ nợ, lãi suất, hàng hóa phi nông nghiệp và các chỉ số tài chính khác (như vàng, dầu thô, ngoại tệ...)

Sở giao dịch sản phẩm phái sinh Thái Lan là thị trường giao dịch các sản phẩm phái sinh, là rào chắn rủi ro hiệu quả cho các sản phẩm giao dịch, đảm bảo công bằng và minh bạch cho thị trường tài chính Thái Lan.

Bên cạnh hạ tầng giao dịch tự động, Thái Lan có một trung tâm thanh toán (Clearing) là Công ty trách nhiệm hữu hạn thanh toán bù trừ Thái Lan (The Thailand Clearing House Company Limited) thực hiện thanh toán bù trừ cho tất cả các giao dịch của Sở. Công ty này sẽ cung cấp đa dạng các giao dịch dịch vụ thanh toán từ việc đăng ký, thanh toán giao dịch, bảo lãnh hợp đồng, xử lý rủi ro cho các thành viên của nó. Vai trò quan trọng nhất của công ty này là hoạt động như một bên đối tác cho tất cả các giao dịch, nghĩa là khi người mua/ người bán thanh toán giao dịch thì công ty sẽ thực hiện nghĩa vụ của người bán/người mua trong hợp đồng; cả người mua, người bán hợp đồng chỉ giao dịch trực tiếp với công ty mà thôi (vai trò trung gian môi giới).

Khối lượng giao dịch bình quân trên ngày tại Sở giao dịch này tăng liên tục từ khoảng 3.000 hợp đồng vào quý I/2007 đến quý IV/2007 đạt bình quân 6.000 hợp

đồng/ngày, tương ứng với khối lượng giao dịch khoảng 6.000 triệu бат (150 triệu USD)/ngày. Kết quả này phản ánh xu thế phát triển tất yếu của thị trường phái sinh ở các nước đang phát triển.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG I**

Cùng với xu hướng mở cửa và hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng của Việt Nam trên lĩnh vực tài chính - tiền tệ thì việc phát triển thị trường chứng khoán và sản phẩm phái sinh đi theo nó - quyền chọn chứng khoán là rất cần thiết trong bối cảnh hiện nay.

Để nhận dạng, xây dựng và phát triển quyền chọn chứng khoán ở Việt Nam trong giai đoạn tới thì người viết đã tập trung trình bày những vấn đề lý luận cơ bản quan trọng về Option và đặc biệt là Option chứng khoán như Khái niệm; phân loại; mục đích sử dụng; giao dịch quyền chọn, lợi nhuận và rủi ro trong hợp đồng; Vai trò của các công cụ option tham gia vào thị trường chứng khoán.... Bên cạnh đó, người viết cũng đi sâu vào phân tích các chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng quyền chọn. Đồng thời cũng đưa ra kinh nghiệm ở sàn giao dịch chứng khoán Trung Quốc để chúng ta có cơ hội nghiên cứu và tìm hiểu.

## **CHƯƠNG II**

# **THỰC TRẠNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ CÁC CÔNG CỤ OPTION ĐANG CÓ TRÊN THỊ TRƯỜNG**

### **2.1. THỰC TRẠNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **2.1.1. PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN TỪ 07/2000-06/2008**

##### ***2.1.1.1. Thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2000-2006.***

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động vào ngày 20/07/2000. Trong những ngày đầu mới thành lập, mặc dù có rất nhiều khó khăn, TTCK Việt Nam vẫn chứng tỏ tiềm năng phát triển mạnh. VN Index tăng vọt từ 100 điểm ngày 28/07/2000 lên 571,04 điểm vào ngày 25/06/2001. Tuy nhiên, TTCK đã để lại nỗi ám ảnh cho nhà đầu tư tham gia thị trường khi thị trường suy thoái ở dưới 140 điểm (giai đoạn 1). Thời kỳ này kéo dài 04 năm. Một điều may mắn là sau một thời kỳ trầm lắng, TTCK lại vươn mình đi lên. VN Index tăng ngoạn mục từ 300 điểm cuối năm 2005 lên đến 632 điểm vào 25/04/2006 (giai đoạn 2). Thế nhưng, đến 01/08/2006, TTCK chỉ còn có 400 điểm (giai đoạn 3). Đến tháng 11/2006, thị trường tăng đạt mức kỷ lục 665,53 điểm. Và tiếp tục theo chiều thẳng đứng đi lên đến 1200 điểm vào giữa tháng 03/2007 (giai đoạn 4) và đi xuống chỉ còn 968 điểm vào cuối tháng 04/2007 (giai đoạn 5). Có thể tổng hợp nguyên nhân tăng trưởng và suy thoái của thị trường như sau:

**Giai đoạn 1:** Đây là giai đoạn đầu tiên hình thành thị trường. Tính bền vững của thị trường còn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố chính sách, cơ sở vật chất cũng như tính phổ cập của TTCK đến với dân chúng. Cung - cầu trên thị trường giai đoạn này còn yếu ớt. Hơn thế nữa, quá trình cổ phần hoá của doanh nghiệp diễn ra quá chậm không thể tạo ra lượng hàng hoá cho thị trường. Hầu như nhà đầu tư nước ngoài không được tham gia TTCK.

**Giai đoạn 2:** Giai đoạn này thị trường có nhiều khởi sắc, thể hiện sự chuyển biến về chất. Có thể tổng hợp một số nguyên nhân chính sau đây:

- Các yếu tố vĩ mô tích cực: như tình hình chính trị ổn định, kinh tế tăng trưởng khá, Việt Nam đang chuẩn bị hoàn tất thủ tục để gia nhập WTO.

- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết rất khả quan, các thông tin về cổ tức, phát hành thêm có tính hấp dẫn của nhà đầu tư.

- Sự mất cân đối cung cầu trên thị trường thể hiện qua số lượng doanh nghiệp niêm yết gia tăng không đủ nhanh so với sức cầu tăng ồ ạt của nhà đầu tư khi thấy khả năng kiếm lãi trên TTCK.

**Giai đoạn 3:** Giai đoạn này TTCK lại sụt giảm nghiêm trọng. Nhiều nhà đầu tư không chịu nổi sự suy giảm đã bán ra ồ ạt dần đến VN Index sụt giảm 37% so với mức tăng trước đây kể từ ngày 25/04/2006. Nguyên nhân chính là :

- Tác động của yếu tố báo chí : tháng 4, 5/2006, có rất nhiều luồng thông tin phản ánh là giá cổ phiếu tăng nóng vượt giá trị thực của doanh nghiệp, điều này tác động đến tâm lý nhà đầu tư.

- UBCK tăng cung chứng khoán, trong đó có một số doanh nghiệp có khối lượng giao dịch rất lớn như VSH và STB. Điều này làm giảm sức nóng của một số loại cổ phiếu niêm yết trước đó. Hơn thế nữa, đây là cơ hội để các nhà đầu tư bán ra để cơ cấu lại danh mục.

- Thông tin về một số ngành nghề trước thềm WTO đã tác động đến tâm lý nhà đầu tư : tăng cường nắm cổ phiếu của một số cổ phiếu của ngành nghề có lợi thế cạnh tranh, loại bỏ một số ngành nghề gặp khó khăn, kém hấp dẫn khi gia nhập WTO.

**Giai đoạn 4 :** Giai đoạn này TTCK đã có những trưởng thành về chất và về lượng thể hiện giá trị khớp lệnh bình quân của cổ phiếu qua mỗi phiên tăng lên rõ rệt và số lượng nhà đầu tư tham gia đạt mức kỷ lục. Nguyên nhân dẫn đến tăng trưởng này:

- Sự kiện Việt Nam gia nhập WTO, tổ chức thành công Hội nghị cấp cao APEC 14,...

- Những dự báo lạc quan về tình hình kinh tế và phát triển của các doanh nghiệp.

- Khả năng tăng cường vốn đầu tư của các quỹ nước ngoài thông qua việc tăng cường đặt lệnh mua một số cổ phiếu tốt của một số tổ chức, kế hoạch giải ngân của một số quỹ nước ngoài.

- Thông tin về việc mở room, phát hành cổ phiếu thưởng của các doanh nghiệp.

### **2.1.1.2. Thị trường chứng khoán năm 2007**

Năm 2007 được coi là năm có nhiều yếu tố tác động đến sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam như: Luật Chứng khoán có hiệu lực từ ngày 01/01/2007; Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM được nâng cấp thành Sở Giao dịch chứng khoán Tp.HCM; Luật thuế thu nhập cá nhân đã được Quốc hội thông qua vào ngày 20/11/2007, theo đó có quy định mức thu thuế đối với lãi đầu tư chứng khoán; thực hiện khớp lệnh liên tục tại sàn Tp.HCM từ ngày 30/07/2007 đã khắc phục được hạn chế của phương thức khớp lệnh định kỳ là bảng điện tử thể hiện hết cung cầu, nên khó bị làm giá hơn... Năm 2007, cũng là năm đánh dấu tiến trình cổ phần hóa nhiều tập đoàn, tổng công ty, doanh nghiệp lớn chủ chốt của nền kinh tế như: Tập đoàn Bảo Việt, Đạm Phú Mỹ, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) ... Trong đó, sự kiện phát hành cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) của Vietcombank có ảnh hưởng lớn và được giới đầu tư cả trong và ngoài nước quan tâm nhất.

Thêm vào đó, cùng với làn sóng đầu tư nước ngoài vào Việt Nam đã làm thay đổi diện mạo TTCK. Số lượng nhà đầu tư nước ngoài tham gia ngày càng nhiều, đặc biệt có sự gia tăng đáng kể của các nhà đầu tư nước ngoài có tổ chức đã làm cho thị trường thực sự bùng nổ, thể hiện số tài khoản tăng nhanh.

Sở Giao dịch chứng khoán Tp.HCM vẫn là tâm điểm chú ý của các nhà đầu tư, mặc dù bên cạnh sàn giao dịch này còn có sàn giao dịch của Trung Tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội. Các nhà đầu tư quan tâm các cổ phiếu niêm yết trên sàn giao dịch tại Tp.HCM.

Vì hiện nay khối lượng các công ty niêm yết ở trên sàn này là nhiều nhất, tính đến thời điểm ngày 31/12/2007, đã có 138 công ty cổ phần niêm yết tại SGDCK Tp.HCM, tăng 32 công ty so với năm 2006.

Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội đã đi vào hoạt động được hơn 2 năm. Phương thức giao dịch áp dụng đồng thời hai phương thức báo giá và giao dịch thỏa thuận, cho phép khách hàng có thể linh hoạt lựa chọn hình thức giao dịch thích hợp. Nhờ sự phát triển tương đối nhanh của TTCK hai năm vừa qua, số lượng công ty cổ phần đăng ký giao dịch tại trung tâm tăng khá nhanh. Tính đến ngày 31/12/2007 tổng số doanh nghiệp đăng ký giao dịch tại sàn Hà Nội là 113 đơn vị.



Có thể thấy TTCK năm 2007 diễn biến khó lường, không còn những giai đoạn tăng trưởng nóng kéo dài như thời điểm cuối năm 2006 đầu năm 2007. Hầu hết các nhà đầu tư mới tham gia thị trường vào năm 2007 đều bị thua lỗ.

Nhìn tổng thể, qua một năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã phát triển khá toàn diện trên các phương diện như: Quy mô thị trường, các tổ chức kinh doanh và dịch vụ chứng khoán, thể chế thị trường và khung pháp lý....Tuy nhiên, sự biến động về giá chứng khoán năm 2007 vẫn chưa thoát khỏi hiện tượng tâm lý “đám đông”, những đợt tăng giá hoặc giảm giá chứng khoán không mang tính quy luật thị trường mà chủ yếu đều do hiện tượng làm giá tạo nên. Chính vì vậy mà ngay từ đầu năm, hầu hết các nhà đầu tư dự đoán thị trường sẽ tăng mạnh về cuối năm. Nhưng cuối năm diễn biến thị trường lại suy giảm trái ngược với dự đoán của nhà đầu tư.

*Dưới đây là một số đánh giá chi tiết về toàn cảnh thị trường:*

*Thị trường cổ phiếu niêm yết:* Thị trường cổ phiếu niêm yết tăng trưởng mạnh mẽ, giá trị vốn hoá thị trường cả hai sàn đạt 468 ngàn tỷ đồng, tăng 115% so với năm 2006 và đạt khoảng 44% GDP. Sàn HOSE có thêm 23 công ty niêm yết trong năm 2007, trong đó có những công ty có vốn điều lệ lớn như SSI, DPM, HPG... làm quy mô vốn hoá thị trường đạt 352 ngàn tỷ đồng, tăng 144% so với cuối năm 2006. Tại sàn Hà Nội, hiện có 100 công ty niêm yết, tăng 15% so với năm 2006, giá trị vốn hóa đạt 115 ngàn tỷ đồng, tăng 58% trong các công ty lên sàn 2007 có PVS với vốn điều lệ là 1.000 tỷ đồng.

*Thị trường cổ phiếu OTC:* Hiện nay, trên thị trường OTC có khoảng 2.000 công ty cổ phần từ các doanh nghiệp nhà nước, và hàng ngàn công ty cổ phần được thành lập theo Luật Doanh nghiệp, ngoài ra, hiện đã có nhiều công ty FDI chuyển thành công ty cổ phần tạo ra một lượng hàng hóa lớn trên thị trường OTC. Theo ước tính thì giá trị vốn hoá thị trường của các cổ phiếu xuyên giao dịch trên thị trường OTC vào khoảng 5-6 tỷ USD và ngày càng gia tăng tốc độ tăng vốn của các doanh nghiệp này. Thị trường OTC thu hút được sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư cá nhân cũng như các tổ chức chuyên nghiệp trong và ngoài nước. Trong cơ cấu danh mục của các quỹ đầu tư chuyên nghiệp như VFMVF1, BF1, v.v... có tới 50-60% giá trị danh mục cổ phiếu đầu tư vào các cổ phiếu chưa niêm yết. Các công ty giao dịch trên thị trường chứng khoán OTC được quan tâm

nhất là các doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực Ngân hàng, Bảo hiểm, Tài chính, Dầu khí, Dịch vụ công cộng, Thủy sản, Dược phẩm...

*Các nhà đầu tư cá nhân:* Hiện nay, trên thị trường có hơn 250.000 ngàn tài khoản đầu tư cá nhân, trong đó có hơn 100.000 tài khoản nhà đầu tư tham gia từ đầu năm 2007. Đa số các nhà đầu tư mới tham gia từ năm 2007 còn thiếu kiến thức và kinh nghiệm thị trường, mua vào khi thị trường tăng mạnh và bán ra khi thị trường giảm. Đặc điểm của các nhà đầu tư cá nhân là không được trang bị kiến thức đầu tư đầy đủ, đầu tư theo phong trào do đó đa số bị thua lỗ. Trong năm 2007, thị trường chứng khoán suy giảm dài hạn, hầu hết các nhà đầu tư mới tham gia thị trường đều bị thua lỗ, tâm lý của các nhà đầu tư chán nản, nhiều nhà đầu tư rời bỏ thị trường.

*Các nhà đầu tư nước ngoài:* Tính đến cuối năm 2006, có tổng số 2100 tài khoản nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có 2003 tài khoản nhà đầu tư cá nhân, 97 nhà đầu tư tổ chức. Hiện tại, có 5.568 tài khoản giao dịch nhà đầu tư nước ngoài trong đó có 5.353 tài khoản cá nhân và 215 tài khoản tổ chức. Như vậy, so với thời điểm cuối năm 2006, số tài khoản nhà đầu tư nước ngoài tăng 154% so với năm 2006, trong đó tài khoản tổ chức tăng từ 97 lên 215 tài khoản. Trong số các tài khoản tổ chức, các tập đoàn tài chính toàn cầu cũng đã mở tài khoản tại Việt Nam như HSBC, Citi Global, Deutsche Bank, JP Morgan, Merrill Lynch... và đầu tư lâu dài vào Việt Nam. Lượng vốn của các nhà đầu tư nước ngoài đổ vào thị trường Việt Nam năm 2007 dự kiến đạt 5 tỷ USD, trong đó có khoảng 2-3 tỷ USD đang chờ giải ngân cho các đợt IPO lớn sắp tới.

*Thị trường IPO:* Trong 11 tháng đầu năm số lượng các công ty bán cổ phần lần đầu ra công chúng tuy không nhiều và rầm rộ như trong năm 2006, nhưng rất được nhà đầu tư quan tâm do có nhiều công ty lớn, có tên tuổi như vận tải dầu khí, Bảo hiểm bảo việt, Phân đạm và hóa chất dầu khí, Cổ phần Vincom, Vietcombank.... Đặc điểm chung của những đợt đấu giá này là khối lượng cổ phiếu bán ra nhiều, hút một lượng vốn lớn từ thị trường, đồng thời sự kỳ vọng và sự quan tâm của nhà đầu tư rất cao, nên có ảnh hưởng nhiều đến thị trường niêm yết và OTC. Tổng số lượng các đợt bán đấu giá qua sàn tính đến tháng 9 là 54 đợt, với tổng khối lượng phát hành là 466,568 triệu cổ phần tương đương 4.668 tỷ đồng, với tổng giá trị phát hành là 27.600 tỷ đồng tương đương 1,725 tỷ USD.

Đợt đấu giá cổ phần của công ty Phân đạm và hóa chất dầu khí, giá đấu bình quân chỉ cao hơn giá khởi điểm một chút, một phần vì thị trường đã trải qua nhiều cơn sốt giá, cụ thể có một số đợt bán đấu giá trước đó giá đấu bị đẩy lên rất cao, nhưng sau đó lại có hiện tượng nhiều nhà đầu tư bỏ cọc hàng loạt, do vậy, số lượng nhà đầu tư đăng ký mua lần này chỉ xấp xỉ bằng số lượng cổ phiếu chào bán.

Đợt đấu giá cổ phiếu Bảo Việt cũng không thành công như dự tính khi công ty không bán được hết cổ phần như dự tính và phải ghi giảm vốn điều lệ.

Đợt đấu giá Vietcombank vào tháng 12/2007 với giá trị IPO là 975 tỷ đồng và giá khởi điểm 100.000 đồng/cổ phần, đây là đợt đấu giá lớn nhất năm 2007 và được mong đợi nhất thị trường, thu hút một lượng vốn lớn của thị trường. Đợt đấu giá này đã làm cho thị trường niềm yết suy giảm trong thời gian qua khi nhà đầu tư phải bán bớt cổ phiếu niềm yết để dành tiền cho đợt đấu giá VCB.

### **2.1.1.3. Thị trường chứng khoán 06 tháng đầu năm 2008**

Trong 6 tháng đầu năm 2008 chỉ số VN- Index đã giảm hơn 56,6% so với thời điểm cuối năm 2007, khối lượng giao dịch qua khớp lệnh bình quân mỗi tháng đạt trên 137 triệu đơn vị. Do sự sụt giảm của TTCK, tổng số vốn huy động chỉ đạt gần 5.000 tỷ đồng trong tổng cộng 41 đợt chào bán chứng khoán ra công chúng (trung bình 122 tỷ đồng/đợt). Trong năm 2007 đã có gần 200 đợt phát hành được đăng ký với tổng lượng vốn huy động gần 60.000 tỷ đồng. Nhóm ngành có nhiều DN thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng là công nghiệp sản xuất và chế biến (13 DN), thương mại và dịch vụ (11 DN), xây dựng và bất động sản (11 DN). Các DN đang niêm yết trên Sở GDCK TP. HCM và TTGDCK Hà Nội huy động 48,1% tổng vốn huy động, các DN chưa niêm yết huy động được gần 2.600 tỷ đồng. Kết quả IPO của các DNNN thực hiện qua Sở/TTGDCK trong nửa đầu năm 2008 khá khiêm tốn. Có 15 DNNN thực hiện IPO, với tổng giá trị thu được là 6.033 tỷ đồng, số cổ phiếu bán được thông qua đấu giá chỉ đạt 51,87%, giá trị thu được không cao hơn so với giá trị dự kiến (khoảng 2%).

***\*Tại sàn chứng khoán TP Hồ Chí Minh.***

Trong 6 tháng đầu năm 2008 chỉ số VN- Index đã giảm hơn 56,6% so với thời điểm cuối năm 2007, khối lượng giao dịch qua khớp lệnh bình quân mỗi tháng đạt trên 137 triệu đơn vị. Diễn biến mua bán của nhà đầu tư ngoại trong 6 tháng qua vẫn rất cao, tuy nhiên chủ yếu là xu thế mua vào. Lượng mua vào trong 6 tháng đầu năm 2008 vẫn gấp đôi lượng bán ra.

**\*. *Tại sàn chứng khoán Hà Nội***

Trong 6 tháng đầu năm 2008 cũng với xu hướng sụt giảm như VN- Index chỉ số HASTC- Index cũng đã giảm tới 65% so với cuối năm 2007. Khối lượng giao dịch bình quân mỗi tháng đạt 66 triệu đơn vị, tương đương giá trị giao dịch đạt 3.360 tỷ đồng. Nhà đầu tư ngoại giao dịch mua bán tại sàn Hà Nội cũng khá sôi động, trong 6 tháng đầu năm 2008 họ mua vào 11.940.110 cổ phiếu, và chỉ bán ra 7.185.900 cổ phiếu.

**\*. *Nguyên nhân sụt giảm***

Thị trường chứng khoán sụt giảm trong những tháng qua chủ yếu xuất phát từ chính nội tại của nền kinh tế, bên cạnh đó là yếu tố bày đàn của các nhà đầu tư trong nước.

Lạm phát ở mức 2 con số đe dọa sự phát triển của nền kinh tế, trong khi đó các thành phần kinh tế từ ngân hàng, doanh nghiệp cho tới các nhà đầu tư đều rơi vào tình trạng thiếu tiền mặt. Trong những tháng đầu năm lạm phát đã tăng đột biến mà nguyên nhân chủ yếu do giá dầu, giá vàng, giá lương thực thế giới tăng cao. Sự lo ngại về khả năng thanh khoản và rủi ro từ hệ thống ngân hàng đã tạo áp lực đến TTCK.

Hệ quả của tình trạng mất cân đối cung - cầu do hậu quả của việc IPO, tăng vốn đồng loạt của các ngân hàng các công ty. Tuy rằng cũng có những công ty thực sự cần vốn, có những công ty chỉ đơn giản tăng cho đủ điều kiện trụ lại sàn, và đánh bóng thương hiệu. Điều này đã làm cho các cổ phiếu bị pha loãng, dẫn đến tính thanh khoản thấp.

Tác động tiêu cực từ TTCK Thế giới khi mà những ngày đầu năm 2008 hàng loạt các sàn chứng khoán hàng đầu Thế giới đã phải đối đầu với nguy cơ khủng hoảng kinh tế, tài chính của những nền kinh tế hàng đầu Thế giới như Mỹ, Nhật...

Thị trường tiền tệ nóng lên; lãi suất của hệ thống ngân hàng tăng cao; Ngân hàng Nhà nước điều hành chính sách tiền tệ thắt chặt.

Khách hàng vay cầm cố cổ phiếu tại các NHTM đến nay đến hạn phải trả nợ, hoặc chưa đến hạn nhưng do giá cổ phiếu giảm mạnh so với thời điểm cầm cố vay vốn, nên phải bổ sung tài sản hoặc rút giảm dư nợ, nên hầu như chỉ còn cách là bán cổ phiếu, bán chứng khoán ra thị trường.

Trong bối cảnh không mấy khả quan của nền kinh tế, chỉ số chứng khoán liên tục giảm, giá cổ phiếu xuống thấp. Hàng loạt nhà đầu tư thua lỗ, hụt vốn gây tâm lý chán nản cho các nhà đầu tư. Niềm tin của NĐT vào TTCK sụt giảm 1 cách nghiêm trọng. Đa phần các NĐT chuyển sang trữ vàng và USD. Trong khi đó TTCK lại không thu hút được nhà đầu tư mới. Đồng thời do những bất ổn của nền kinh tế các NĐT trở nên nghi ngờ đối với tính an toàn của hệ thống ngân hàng VN, và tính hiệu quả của các kênh đầu tư khác như chứng khoán, bất động sản.. Đồng thời vào trung tuần tháng 5 vừa qua, hàng loạt những nhận định của các tổ chức tài chính lớn và có uy tín lớn về sự bi quan của nền kinh tế nên đã khiến cho giới đầu tư càng thêm lo lắng. Tạo làn sóng bán cổ phiếu diễn ra ngày càng tăng làm cho TTCKVN trở thành một trong những thị trường sụt giảm nhiều nhất trên thế giới. Chỉ số VN-INDEX giảm từ 921,07 điểm (02/01/2008) xuống còn 399,04 điểm (30/06/2008) mất 521,67 điểm tương đương giảm 56,64%.

Với chủ trương “ Cứu cấp cho thị trường chứng khoán” chính phủ đã chỉ đạo các cơ quan chức năng trong việc thực hiện các biện pháp nhằm bình ổn thị trường và đã đạt được những thành công.

**Một số biện pháp nhằm bình ổn thị trường trong 6 tháng đầu năm 2008 cụ thể như sau :**

**Thứ 1 : SCIC mua vào cổ phiếu :**

Đây là giải pháp thứ 13 trong gói 19 giải pháp của chính phủ và bộ tài chính nhằm hỗ trợ thị trường chứng khoán, tiền tệ cũng như kiềm chế lạm phát được đưa ra vào ngày 04/03/2008. Theo đó với việc chỉ đạo của chính phủ, Tổng công ty Đầu Tư và Kinh Doanh Vốn Nhà Nước (SCIC) sẽ mua 1 số cổ phiếu có tính thanh khoản để ngăn chặn đà sụt giảm của TTCK. Kết quả với việc SCIC chính thức mua vào cổ phiếu từ phiên giao dịch ngày 07/03/2008 trên cả 2 sàn thị trường đã có những chuyển biến tích cực, lòng tin của NĐT đã hồi phục trở lại.

#### **Thứ 2 : Điều chỉnh biên độ giá lần 1 :**

Trước sự sụt giảm nghiêm trọng của TTCK ngày 25/03/2008 UBCK đã quyết định áp dụng biên độ dao động mới trên cả 2 sàn nhằm tạo tâm lý ổn định cho NĐT, giảm bớt hiện tượng lướt sóng khi tham gia thị trường. Theo đó biên độ dao động mới cho HOSE là 1% (thay vì 5%). Và tại HASTC là 2% (thay vì 10%). Tuy nhiên việc điều chỉnh biên độ giao dịch này đã làm cho tính thanh khoản của thị trường bị ảnh hưởng 1 cách nghiêm trọng. Cụ thể theo thống kê cho thấy trung bình giao dịch 1 tuần tại sàn TPHCM chỉ đạt 1,8 triệu đơn vị/phiên.

#### **Thứ 3 : Điều chỉnh biên độ giá lần 2 :**

Với sự điều chỉnh biên độ giá lần 1 đã làm cho tính thanh khoản của thị trường bị ảnh hưởng 1 cách nghiêm trọng. Từ những hạn chế đó ngày 03/04/2008, UBCKNN đã công bố điều chỉnh biên độ giao dịch tăng từ 1% lên 2% tại HOSE và 2% lên 3% ở HASTC. Một phép thử với thị trường trong bối cảnh thị trường vẫn chưa thực sự tìm được chỗ dựa vững chắc từ nền kinh tế Vĩ Mô. Việc điều chỉnh biên độ làm cho thị trường có 1 phiên tăng nhẹ tuy nhiên vào phiên giao dịch thứ 2 ngày 08/04/2008 khối lượng bán ra đạt mức kỷ lục là 25 triệu cổ phiếu và chứng chỉ quỹ. Lượng cung lớn hơn cầu đã làm cho TTCK bước vào thời kỳ “tâm tối” nhất trong hơn 7 năm thành lập.

#### **Thứ 4 : Điều chỉnh biên độ giá lần 3 :**

Vào trung tuần tháng 6, cụ thể là vào ngày 11/06/2008 chỉ số VN-INDEX chạm mốc 370,45 điểm. HASTC-INDEX chạm mốc 107,76 điểm mức điểm thấp nhất từ trước đến nay. Tuy nhiên với sự kỳ vọng vào sự khởi sắc của TTCK. Ngày 17/06/2008 UBCK đã ban công văn điều chỉnh biên độ dao động giá cổ phiếu. Theo đó biên độ giá dao động tại sàn HOSE tăng từ 2% lên 3%, tại HASTC tăng từ 3% lên 4%.

#### **Thứ 5 : Điều chỉnh biên độ giá lần 4 :**

Với sự tăng trưởng trở lại của TTCK vào trung tuần tháng 7. UBCK đã có công văn điều chỉnh biên độ giao động giá bắt đầu từ ngày 18/08/2008 biên độ giao động giá tại HOSE tăng từ 3% lên 5%. Tại HASTC tăng từ 4% lên 7%.

#### **Thứ 6 : Một số biện pháp khác của UBCK :**

Với đà sụt giảm của TTCK, vào ngày 26/03/2008 UBCK NN đã có công văn yêu cầu HASTC và HOSE tạo điều kiện cho các doanh nghiệp niêm yết mua lại cổ phiếu quỹ nhằm bình ổn thị trường.

*Tóm lại*, khôi phục sự ổn định của TTCK chính là cần khôi phục tính thanh khoản của thị trường. Để thực hiện điều này đòi hỏi chúng ta phải có những giải pháp mạnh mẽ nhanh chóng khôi phục niềm tin của nhà đầu tư, đồng thời gia tăng được sức cầu cho TTCK. Thị trường tuy là tụt giảm sâu, nhưng không phải không có các ngôi sao hy vọng ở phía xa. Nhìn xa hơn nữa, với khung đầu tư từ 1-3 năm, thời điểm hiện nay là thời điểm rất tốt cho việc lựa chọn các cổ phiếu tăng trưởng nhằm phục vụ hoạt động đầu tư trung hạn và dài hạn. Thị trường đã giảm rất mạnh, tuy nhiên chính quá trình giảm mạnh đó lại bộc lộ những cơ hội rất tốt cho những nhà đầu tư tinh táo

### **2.1.2. NHẬN DIỆN CÁC RỦI RO TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.**

#### ***2.1.2.1. Rủi ro đến từ các nhà đầu tư tham gia thị trường.***

TTCK Việt Nam vẫn do các nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế (đến 90%) và chủ yếu vẫn là các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Các nhà đầu tư cá nhân ở Việt Nam hiện nay vẫn chủ yếu mang tâm lý đầu cơ ngắn hạn, thiếu kinh nghiệm và tính chuyên nghiệp. Điều này dễ gây những biến động về giá và giảm độ tin cậy của thị trường, nhất là trong bối cảnh tính công khai, minh bạch chưa cao. Bên cạnh đó các nhà đầu tư nước ngoài cũng có tâm lý đầu cơ ngắn hạn. Bởi vậy, nếu không có cơ chế giám sát từ xa hữu hiệu đối với vốn nước ngoài vào có thể dẫn đến hệ quả xấu cho thị trường tài chính trong nước.

TTCK tăng trưởng quá nhanh trong thời gian ngắn, tăng trưởng nóng tất yếu sẽ dẫn đến sự điều chỉnh giảm với tốc độ tương tự như trường hợp Việt nam đang diễn ra tại thời điểm hiện nay và nên coi là hiện tượng bình thường. Tuy nhiên, sự sụt giảm nhanh và kéo dài có thể dẫn đến hệ quả là làm mất niềm tin của nhà đầu tư và kết cục là họ quay đầu lại với thị trường chứng khoán. Khi điều này xảy ra, sẽ mất nhiều thời gian mới lấy lại được

niềm tin của họ hay nói cách khác là sẽ mất nhiều nỗ lực mới lấy lại sự phục hồi của thị trường chứng khoán.

Một điểm nữa muốn nói đến ở đây là sự tăng lên rồi giảm xuống khá nhanh của thị trường chứng khoán Việt Nam vừa qua là do những quyết định đầu tư của phần lớn những nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm, thể hiện ở số lượng đăng ký tài khoản giao dịch chứng khoán tăng vọt trong thời gian ngắn và thể hiện ở hiện tượng giá tất cả các loại chứng khoán (bất kể công ty nào) đồng loạt tăng kéo dài trong nhiều phiên giao dịch liền. Như vậy, sự sụt giảm nhanh đang diễn ra hiện nay chắc chắn là bài học lớn cho các NĐT và sẽ góp phần không nhỏ cho sự phát triển và ổn định của TTCK trong thời gian tới.

#### ***2.1.2.2. Rủi ro đến từ tình hình kinh doanh của các công ty niêm yết***

Trong thời gian qua, có một hiện tượng trên TTCK Việt Nam là việc các công ty niêm yết đua nhau tăng vốn, tăng phát hành CP. Việc mở rộng qui mô và lĩnh vực kinh doanh bằng việc phát hành CP không phải lúc nào cũng đồng nghĩa với việc tự động mang lại những khoản lợi nhuận lớn như kỳ vọng của cả DN lẫn NĐT trong bối cảnh ngày càng cạnh tranh gay gắt hơn. Đặc biệt, rủi ro sẽ càng cao nếu công ty phát hành CP không chuẩn bị kỹ những phương án về nhân sự và tổ chức SXKD thích ứng với phần vốn huy động thêm. Và khi đó, DN có khả năng gặp phải những khó khăn lớn về trả lợi tức (nhất là duy trì mức lợi tức cao như trước khi phát hành bổ sung CP), thậm chí duy trì sự tồn tại của công ty. Điều này cũng có nghĩa là những rủi ro sẽ đến tức thời với những NĐT nắm trong tay CP của những công ty nói trên.

Chỉ số P/E bình quân trên TTCK Việt Nam năm 2007 khoảng 19 lần, chỉ số này căn cứ trên 20 công ty đứng đầu thị trường. Tuy nhiên, chỉ số này trung bình là 38,18 khi thị trường đạt đỉnh cao vào tháng 3/2007, nhiều công ty có chỉ số P/E lên tới 60-70. Trong khi đó P/E trung bình của các thị trường khác chỉ khoảng 10-17. Chỉ số này ở Việt Nam phản ánh mức kỳ vọng quá cao vào lợi nhuận đem lại của cổ phiếu hoặc là giá cổ phiếu bị đẩy quá cao. Điều này dẫn đến thị trường tăng trưởng nóng từ cuối năm 2006 đến sang quý I năm 2007 và VN-Index tăng kỷ lục 1170,67 điểm vào ngày 12/03/2007. Từ cuối tháng 4/2007 đến nay thị trường đã có những đợt điều chỉnh giảm, VN-Index giảm xuống còn 883,90 điểm vào ngày 06/08/2007, giá nhiều loại CP blue-chip giảm sâu và mạnh đến



50% như FPT, STB,... làm cho nhiều NĐT hoang mang, lo lắng thị trường sẽ xuống nữa nên đã bán tháo CP, chấp nhận một mức thua lỗ tương đối lớn.

### ***2.1.2.3. Rủi ro đến từ việc công bố thông tin, thông tin thị trường và các báo cáo nghiên cứu thị trường.***

*\* Tình hình công bố thông tin của các DN niêm yết trong thời gian qua.*

Ngày 18/04/2007 Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 38/2007/TT-BTC hướng dẫn việc công bố thông tin trên TTCK theo Luật Chứng khoán nhưng vẫn còn chung chung không bao quát hết lĩnh vực thông tin cần công bố. Vì thế, tình hình công bố thông tin của các công ty niêm yết trong thời gian qua chưa hoàn toàn đúng như các qui định. Hầu hết các vi phạm thường thấy là do thiếu kinh nghiệm, cung cấp thông tin không theo định kỳ, không công bố thông tin kịp thời trên các phương tiện thông tin đại chúng, đưa ra những nhận định không chính xác, thiếu độ tin cậy thị trường. Một quan điểm khá phổ biến của các công ty niêm yết hiện nay là việc công bố thông tin chủ yếu nhìn nhận dưới góc độ nghĩa vụ. Những bản cáo bạch, báo cáo tài chính vẫn còn thiếu sót và chưa chính xác, NĐT muốn có bản chi tiết phải tìm đến tận công ty để lấy là vô lý. Chính những điều này đã tạo nên sự bất công cho các NĐT, đã gây ra sự phản ứng gay gắt của NĐT, thậm chí nhiều NĐT cảm thấy không bình đẳng trong giao dịch và đã quay lưng lại với thị trường

Hiện nay, tình trạng “rò rỉ” thông tin vẫn còn tồn tại dẫn đến tình trạng tư lợi thông tin mà chúng ta thường gọi là “tin nội bộ”, “giao dịch nội gián” và một vài cá nhân đã sử dụng thông tin này để trục lợi cá nhân.

*\* Rủi ro từ thông tin chứng khoán và các báo cáo nghiên cứu thị trường.*

Hiếm có hoạt động kinh doanh nào mà sự thành bại của nhà đầu tư lại gắn bó mật thiết, thậm chí phụ thuộc vào sự đa dạng, hệ thống, toàn diện, cập nhật và chính xác các thông tin có liên quan trực tiếp và gián tiếp như đầu tư chứng khoán. NĐT phải trả giá khi không nắm được các thông tin chính xác nhất, đầy đủ và kịp thời nhất liên quan đến môi trường đầu tư, chất lượng chứng khoán và tình hình thị trường. Nắm được thông tin luôn là lợi thế kinh doanh trên TTCK. Hiện nay, không ít các NĐT vẫn thiếu kỹ năng tìm kiếm và phân tích thông tin. Tuy nhiên, điều đáng nói hơn là các kênh cung cấp thông tin liên

quan đến thị trường vẫn rất thiếu và việc công bố thông tin chưa được chú trọng đúng mức khi các đối tượng liên quan mới chỉ nhìn nhận dưới góc độ nghĩa vụ. Một báo cáo tài chính hoặc cáo bạch chưa được kiểm toán, thẩm định bởi các tổ chức độc lập, chuyên nghiệp, có uy tín và trình độ chuyên môn cao; một thông tin đến chậm hoặc bị cắt xén không đầy đủ, không chính xác về hoạt động kinh doanh của công ty phát hành cổ phiếu, về môi trường pháp lý và về các nhà đầu tư khác trên cùng “sân chơi”, hoặc đơn giản là về tình hình thời tiết hay dịch bệnh nào đó... đều có thể trở thành đầu mối trực tiếp gây ra các thiệt hại khôn lường cho nhà đầu tư chứng khoán. Các hoạt động đầu cơ, tung tin đồn thất thiệt, gây nhiễu thông tin và tự đánh bóng, thổi giá hoặc thậm chí lừa đảo và thông đồng có tổ chức của các NĐT chuyên nghiệp đủ sức gây biến động thị trường hòng trục lợi.

Những báo cáo nghiên cứu thị trường của các tổ chức đầy danh tiếng trong và ngoài nước trong thời gian gần đây như IMF, HSBC, Merrill Lynch, SSI, TSC có những tác động nhất định đến tâm lý thị trường. Điều đáng bàn luận ở đây là tính chính xác của các báo cáo nước ngoài này khi nêu lên những thống kê và những cảnh báo về TTCK Việt Nam, nhất là những kiến nghị mang tính nhạy cảm khiến cho các NĐT trong nước hoang mang và có những dự đoán tiêu cực về thị trường, thế là họ đẩy mạnh việc bán CP ra, khiến giá CP giảm xuống, trong khi các NĐT nước ngoài lại đẩy mạnh mua vào. Vấn đề đã được rõ ràng: ai được lợi và ai bị tổn thất từ các thông tin sai lệch trên.

#### ***2.1.2.4. Rủi ro về biến động giá, đầu tư hay đầu cơ trên TTCK? Giá thật hay giá ảo?***

Rủi ro biến động giá là một loại rủi ro đặc biệt. Nó đặc biệt bởi đây là một loại rủi ro có thể biến NĐT thành triệu phú thậm chí tỷ phú ngày hôm nay nhưng cũng có thể trở thành kẻ trắng tay ngày mai. Chứng khoán có thể là tờ giấy có giá trị rất lớn ngày hôm nay nhưng cũng có thể là tờ giấy không có giá trị ngày mai. Vì thế, những biến động lớn về giá chứng khoán thường tạo ra làn sóng gây chấn động thị trường.

TTCK đã nở bùng sau khi Việt Nam trở thành thành viên của WTO, với kỳ vọng doanh nghiệp nước ngoài tăng cường đổ vốn vào thị trường Việt Nam. Chỉ có điều nó nở bùng một cách đầy rủi ro. Giá trị cổ phiếu tăng vọt ở Việt Nam thời gian qua không phải

do sự phát triển của thị trường cổ phiếu mà do đầu cơ và tâm lý đánh bạc vì cầu tăng mạnh chạy đuổi mua số lượng chứng khoán hạn chế. Chính yếu tố tâm lý, cụ thể là tâm lý “bầy đàn” đã đẩy giá chứng khoán tăng vọt liên tục lên cái mà chúng ta gọi là “giá ảo”. Bên cạnh đó, tâm lý ưa thích đánh bạc ham muốn làm giàu nhanh và dễ dàng trong một bộ phận không nhỏ nhà đầu tư, lại được các phương tiện thông tin đại chúng trực tiếp hay gián tiếp cổ vũ, được các cơ quan quản lý “làm nơ” đã biến TTCK thành một sòng bạc lớn, ở đó có cả các đại gia, các nhà đầu cơ nước ngoài, những nhà môi giới và cò mồi, và đông hơn cả là những “thieu thân” với ước vọng đổi đời chỉ sau vài tháng sẵn sàng thế chấp tất cả tài sản, sẵn sàng vay nợ, sẵn sàng đầu tư toàn bộ thời gian, công sức, tâm trí vào những con số trên bảng điện tử, họ sẵn sàng đổ tiền vào bất chấp tình hình kinh doanh của các công ty niêm yết như thế nào mà họ trông chờ vào mức tăng cổ phiếu hàng ngày. Tính chất đầu cơ của các “nhà đầu tư chứng khoán” đã bộc lộ ngày càng rõ ràng.

Bên cạnh đó nguy cơ giá ảo còn nằm ở tảng băng ngầm là đại đa số trong gần 7000 công ty cổ phần chưa niêm yết nhưng cổ phiếu vẫn đang được giao dịch trên cái gọi là thị trường không chính thức với khối lượng giao dịch ước tính lớn gấp 3-6 lần so với lượng giao dịch trên TTGDCK và giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân mỗi ngày cũng lớn hơn 3 lần. Điều gì sẽ xảy ra khi TTCK, cả chính thức và không chính thức giảm giá kéo dài? Ước tính có ít nhất nửa triệu người/hộ gia đình lâm vào tình trạng thua lỗ kéo dài dẫn đến phá sản. Điều đó nếu xảy ra là bước ngoặt lớn đối với TTCK Việt Nam, đồng thời là bi kịch lớn đối với sự phát triển kinh tế và tác động xã hội trầm trọng.

#### ***2.1.2.5. Rủi ro từ tính thanh khoản thấp của chứng khoán đầu tư.***

Vấn đề khả năng thanh khoản của chứng khoán là vấn đề rất quan trọng trên TTCK. Rủi ro về khả năng thanh khoản của CP trên TTCK Việt Nam hiện nay là khá cao. Lựa chọn không đúng cơ cấu chứng khoán đầu tư. Nhà đầu tư chứng khoán có thể chịu rủi ro từ việc “bỏ hết trứng vào một giỏ”. Việc sở hữu thuần túy các cổ phiếu ưu đãi mà không được chuyển nhượng trong thời hạn nhất định (thường từ 3-5 năm) cũng có thể khiến nhà đầu tư gặp rủi ro liên quan đến tính thanh khoản thấp của các chứng khoán này, nhất là khi họ cần tiền để trả lãi vay ngân hàng hoặc muốn rút vốn về để đầu tư vào nơi khác có lãi hơn, an toàn hơn... Sự cạnh tranh khốc liệt và biến động khôn lường của thị

trường. Ngay cả những chứng khoán tốt nhất có sức hấp dẫn nhất, “hot” nhất thuộc dạng “blue-chip” cũng có thể không giữ vững được vị thế của mình một cách ổn định, lâu dài trước sự cạnh tranh và biến động tới chóng mặt của thị trường trong xu thế toàn cầu hóa. Điều này cũng đồng nghĩa với việc các nhà đầu tư chứng khoán có thể phải hứng chịu cả hai dạng thiệt hại “khấu hao hữu hình” và “khấu hao vô hình” giá trị và tính thanh khoản của các chứng khoán mà họ nắm giữ.

#### ***2.1.2.6. Rủi ro từ các quy định và chất lượng dịch vụ của các sàn, trung tâm giao dịch và công ty chứng khoán.***

Vì yêu cầu đặc thù đòi hỏi bắt buộc phải thông qua các tổ chức trung gian, môi giới trong kinh doanh chứng khoán, nên các nhà đầu tư chứng khoán có thể phải chịu những rủi ro liên quan đến các quy định, quy trình nghiệp vụ và chất lượng dịch vụ của các tổ chức trung gian này, như hình thức khớp lệnh định kỳ gây rủi ro cho nhà đầu tư vì họ không thể hủy ngang lệnh đã đặt mua, nó dễ gây tình trạng cung – cầu ảo trên thị trường và cả tình trạng nghẽn mạch, quá tải hoặc phân biệt đối xử theo kiểu bỏ rơi nhà đầu tư nhỏ ở các sàn, trung tâm và công ty chứng khoán. Còn khớp lệnh liên tục thì quyền ưu tiên luôn dành cho các lệnh mua có mức giá cao hơn và các lệnh bán có mức giá thấp hơn. Trường hợp các lệnh mua và bán có đồng mức giá thì quyền ưu tiên sẽ dành cho lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước. Rủi ro cho nhà đầu tư theo 2 cách: hoặc rủi ro vì lệnh mua – bán của họ bị nhập vào hệ thống chậm hơn so với các nhà đầu tư khác có lệnh tương tự nên không thực hiện được sớm hoặc hết các lệnh đã đặt; hoặc rủi ro vì họ buộc phải mua – bán bằng hết các chứng khoán đã đặt lệnh theo mức giá thị trường thời điểm hiện hành cao (khi mua vào) hoặc thấp hơn (khi bán ra) so với mức lệnh đã đặt.

Các nhà đầu tư nhỏ lẻ trên thị trường chứng khoán còn có thể phải đối diện với các rủi ro khi giao dịch từ 10 cổ phiếu trước đây, đã nâng lên tối thiểu 100 cổ phiếu mỗi lô giao dịch khiến cho các nhà đầu tư không thể xé nhỏ các khoản đầu tư như trước. Các NĐT cũng không có cơ hội mua các hàng - chứng khoán tốt vì chúng chỉ được giao dịch theo lô lớn. Chịu nhiều cảnh phân biệt đối xử khác khi thụ hưởng các dịch vụ chứng

khoán nếu vẫn muốn là người trực tiếp đầu tư, không muốn thông qua các quỹ đầu tư đại chúng, quỹ tín thác và các công ty chứng khoán...

Các tổ chức trung gian và hỗ trợ thị trường còn hạn chế về năng lực tài chính, quản trị công ty và chất lượng dịch vụ. Mạng lưới công ty còn hẹp, chỉ tập trung chủ yếu ở các thành phố lớn là Hà Nội và Tp.HCM nên đã hạn chế việc cung cấp dịch vụ cho nhà đầu tư rộng khắp trên toàn quốc. Hệ thống công nghệ thông tin lạc hậu, đội ngũ nhân viên hành nghề cả về số lượng và chất lượng, kiểm toán nội bộ còn yếu dẫn đến chất lượng dịch vụ chưa cao

Vừa qua, NĐT đã có những lời phàn nàn về việc sàn giao dịch để xảy ra tình trạng mất điện, nghẽn mạng khiến bảng điện tử không hoạt động được. Qua đó cho thấy, hệ thống CNTT ngày càng trở nên quan trọng hơn, tình trạng bị nghẽn lệnh giao dịch đã xảy ra nhiều lần với hầu hết CTCK. Do đó, nhiệm vụ hết sức quan trọng của CTCK là phải cung cấp dịch vụ một cách tốt nhất, kịp thời và hiệu quả.

Hiện nay, phiếu lệnh bắt buộc phải ghi thời gian đặt lệnh, nên CTCK sẽ kiểm soát được thời gian đặt lệnh của NĐT, nhưng không ai kiểm soát thời gian đặt lệnh của CTCK (đưa lệnh cuối phiên vẫn có thể ghi thời gian là đầu phiên). Để giải tỏa mâu thuẫn này, không có cách nào khác là phải tạo ra một thị trường giao dịch bình đẳng cho tất cả các chủ thể tham gia. Hơn ai hết, các CTCK là những người hiểu rất rõ những qui định của luật nhưng những hành vi vi phạm về việc đặt lệnh mua và bán một loại CK trong cùng một phiên giao dịch vẫn thường xuyên xảy ra.

#### ***2.1.2.7. Rủi ro về cơ chế chính sách của cơ quan quản lý.***

Đây là rủi ro tác động lớn nhất đến thu nhập của NĐT, bởi nó tác động đến toàn thị trường và hầu như NĐT không thể chống đỡ được. Quyết định 1141/QĐ-NHNN về tăng dự trữ bắt buộc lên gấp đôi (từ 5% lên 10%) và Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN về khống chế hạn mức cho vay đầu tư CK của NH không vượt quá 3% tổng dư nợ đã đẩy NĐT ra xa ngân hàng nói riêng và TTCK nói chung trong thời điểm thị trường có những đợt điều chỉnh giảm như hiện nay, làm cho TTCK Việt Nam thêm phần ảm đạm. Hiện nay, hầu hết các NHTM cổ phần đều có tỷ lệ cho vay đầu tư CK vượt quá tỷ lệ theo qui định của Chỉ

thị 03, vì vậy các NH đã nhanh chóng thu hồi nợ của NĐT để tránh vượt quá mức dư nợ theo qui định. Việc ngân hàng không gia hạn các khoản vay cho NĐT chứng khoán từ đầu tháng 7/2007 mà yêu cầu khoản nợ phải tất toán ngay khi đáo hạn khiến cho nhiều NĐT buộc phải nhanh chóng bán CP, rút vốn khỏi thị trường chấp nhận thua lỗ để trả nợ NH bất chấp giá CP đang xuống bởi họ không còn cách lựa chọn nào khác. Bên cạnh đó, cộng với các nguồn cung không nhỏ từ các đợt IPO lớn và các đợt phát hành thêm dồn dập làm cho cung – cầu mất cân đối, thị trường sụt giảm, thị giá CP mất đến 30% - 40% vào thời điểm đen tối nhất của thị trường. Nếu trong tháng 6/2007, tổng mức vốn hóa của cả 2 sàn Hà Nội và TP.HCM là 341.264 tỷ đồng thì đến tháng 7/2007 chỉ còn 315.271 tỷ đồng.

Vừa qua, Bộ Tài chính ban hành Luật thuế thu nhập cá nhân đưa các loại thu nhập từ đầu tư vốn, mua bán chứng khoán vào diện thu nhập chịu thuế nhằm thực hiện mục tiêu công bằng và kiểm soát thu nhập. Vẫn biết việc đánh thuế thu nhập cá nhân là hoàn toàn hợp lý, nhưng mức đánh thuế bao nhiêu để thu nhập thực tế mà NĐT nhận được bù đắp được rủi ro mà họ gặp phải là vấn đề cần phải quan tâm. Với một thị trường diễn biến không theo một quy luật nhất định, lên xuống thất thường như TTCK Việt Nam, cộng thêm một nguồn phí phải trả cho thuế thu nhập từ đầu tư CK trong thời điểm sắp tới thì việc đại chúng hóa đầu tư CK với tất cả người dân là rất khó xảy ra.

Ngoài ra, có rất nhiều văn bản pháp lý về chứng khoán và TTCK được ban hành mới chưa phù hợp với sự phát triển của thị trường, và cũng chưa đồng bộ với các văn bản pháp luật thể hiện ở tính pháp lý chưa cao, chưa điều chỉnh được toàn diện hoạt động của TTCK, do đó cần phải có một văn bản pháp lý cao hơn để tạo cơ sở pháp lý cho TTCK phát triển. Ngoài ra, các NĐT còn phải chịu các rủi ro liên quan đến các chính sách của Chính phủ, như: những thay đổi trong chính sách tỷ giá, lãi suất, lạm phát, tỷ lệ nắm giữ cổ phần trong CTCP của các NĐT chiến lược, các NĐTNN; chính sách xuất nhập khẩu, độc quyền hoặc các quan hệ quốc tế song phương, đa phương...

## **2.2. THỰC TRẠNG CÁC CÔNG CỤ OPTION ĐANG CÓ TRÊN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM.**

Với lộ trình hội nhập đã vạch ra thì con đường " từ sông ra biển" của các doanh nghiệp chỉ còn một quãng ngắn. Khi môi trường kinh doanh nhiều biến động và cạnh tranh hơn thì bảo hiểm cần phải trở thành một thói quen được quan tâm hàng đầu. Chính

vì vậy mà NH Nhà Nước đã chọn việc phát triển mạnh các công cụ phái sinh là một trong bốn mục tiêu cơ bản trong phát triển thị trường ngoại hối. Với việc cho phép các NHTM thực hiện dịch vụ option, NHNN đã mở đường cho một loại hình dịch vụ quan trọng, được sử dụng phổ biến trên thế giới. Còn việc các NHTM và các doanh nghiệp sử dụng con đường đó như thế nào thì lại phụ thuộc vào việc triển khai ở các đơn vị này. Dịch vụ option đòi hỏi các NHTM phải có khả năng phân tích và dự đoán tốt diễn biến thị trường, có chiến lược kinh doanh và phòng ngừa rủi ro cho chính mình. Bên cạnh đó, phí option, chi phí duy nhất cho các doanh nghiệp muốn bảo hiểm, cũng phải được tính toán hợp lý sao cho doanh nghiệp thực sự có lợi khi sử dụng dịch vụ. Chỉ khi nào cả doanh nghiệp và ngân hàng cùng gặp nhau về lợi ích thì option mới có thể phát triển mạnh như mong muốn của các nhà làm chính sách.

### **2.2.1.OPTION NGOẠI TỆ.**

Hiện nay, các NHTM Việt Nam thực hiện giao dịch quyền chọn ngoại tệ theo Quyết định số 1452/2004/QĐ – NHNN của Thống Đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Tại Quyết định này, giao dịch quyền chọn ngoại tệ chỉ bao gồm giao dịch giữa các ngoại tệ (không liên quan đến đồng Việt Nam). Đối tượng được tham gia giao dịch hối đoái bao gồm TCTD cho phép, tổ chức kinh tế, tổ chức khác và cá nhân, và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, TCTD được phép duy trì tổng giá trị hợp đồng quyền chọn không có giao dịch đối ứng tối đa là 10% so với vốn tự có. Cũng trong quyết định này, các TCTD được phép không được mua quyền chọn của tổ chức kinh tế, tổ chức khác và cá nhân mà họ chỉ được phép bán quyền chọn cho các đối tượng này mà thôi.

Giao dịch Option ngoại tệ cũng được coi là một công cụ hữu hiệu nhằm giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Loại nghiệp vụ này bắt đầu được triển khai thí điểm từ tháng 10/2005 tại Vietcombank, VIB, NHTMCP XNK – Eximbank, chi nhánh Ngân hàng Citibank; Tiếp đó, từ tháng 12/2005, tại các Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BIDV), Techcombank, Ngân hàng Quân đội, ACB và NH Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam cũng được triển khai nghiệp vụ này. Hiện nay các ngoại tệ được sử dụng nhiều trong giao dịch quyền chọn là USD, EUR, GBP, JPY, AUD, CHF... Tại các NHTM, quy mô tối thiểu của giao dịch ngoại tệ là 100.000 USD hoặc tương đương. Thời hạn hợp đồng là sự thỏa thuận giữa các TCTD được phép với khách hàng của mình.

Sau khi Ngân hàng Nhà nước cho phép triển khai đại trà nghiệp vụ quyền chọn ngoại tệ với ngoại tệ, nhiều doanh nhân và cá nhân đã đến Chi nhánh Ngân hàng Ngoại thương tại TPHCM (Vietcombank TPHCM) để tìm hiểu cách thực hiện options ngoại tệ này - chị Trịnh Hồng Hạnh, Trưởng Phòng Kinh doanh Ngoại tệ cho biết. Nhưng khả năng ký kết hợp đồng là rất thấp. Còn tại NHTM Cổ phần Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank) tình trạng options ngoại tệ cũng tương tự như Vietcombank TPHCM. Tuy nhiên, qua một thời gian thí điểm đã có một số kết quả bước đầu: trên 50 hợp đồng quyền chọn được ký kết giữa Eximbank và doanh nghiệp, trong đó quyền chọn mua ngoại tệ chiếm 65%. Riêng đối với Ngân hàng Á Châu thì đến nay, ACB cũng thu hút khá nhiều khách hàng sử dụng dịch vụ này. Tình hình trên cho thấy khách hàng dần dần làm quen với công cụ bảo hiểm ngoại tệ này nhưng mức độ sử dụng và sự hiểu biết không cao.

Để thực hiện nghiệp vụ option, bao giờ cũng cần phải có hai bên tham gia với tư cách là người phát hành option và người mua option. Khách hàng là người mua option phải trả một khoản phí quyền chọn để hưởng quyền chọn. Khách hàng thanh toán phí cho ngân hàng ngay từ lúc ký hợp đồng option ngoại tệ. Khoản phí này được các ngân hàng tính toán cho từng hợp đồng cụ thể. Trường hợp khách hàng yêu cầu ngân hàng thực hiện hợp đồng option, ngân hàng sẽ chuyển tiền vào tài khoản của khách hàng sau khi khách hàng xuất trình đầy đủ hồ sơ chứng từ chứng minh mục đích sử dụng theo yêu cầu và đã thanh toán đầy đủ cho ngân hàng. Nếu khách hàng muốn hưởng chênh lệch giá, ngân hàng sẽ thực hiện chi trả khoản tiền chênh lệch giá dựa trên tỷ giá thời điểm ngân hàng niêm yết (áp dụng với option ngoại tệ/ VNĐ), còn với option ngoại tệ/ ngoại tệ thì sẽ dựa trên chênh lệch giữa giá quốc tế tại thời điểm đóng hợp đồng và giá thực hiện ghi trong hợp đồng để bù trừ giao dịch option ngoại tệ cho khách hàng. Cái khó của Ngân hàng là ở chỗ ngân hàng là người gánh chịu rủi ro tỷ giá vì trong tương lai, nếu tỷ giá biến động theo hướng có lợi cho người mua option thì họ sẽ thực hiện hợp đồng. Nếu theo hướng không tốt cho người mua option thì họ sẽ không thực hiện hợp đồng và chịu mất khoản phí quyền chọn. Kết quả là ngân hàng là người gánh chịu rủi ro vì phải thực hiện hợp đồng, trong khi đó, nếu giao dịch bên ngoài thì có lợi hơn. Chính vì điều này mà khi phát hành một option, ngân hàng sẽ tìm mua một option đối ứng từ một khách hàng khác hoặc



từ một ngân hàng khác (thông thường là một ngân hàng) để phòng ngừa rủi ro cho chính mình theo mức tỷ giá và phí option lợi thế hơn so với mức tỷ giá và phí bán option cho khách hàng ban đầu. Mức chênh lệch tỷ giá và phí quyền chọn sẽ tạo nên thu nhập cho Ngân hàng. Bằng cách này, các ngân hàng khi tham gia option sẽ san sẻ được rủi ro tỷ giá cho nhau, mỗi ngân hàng chịu một ít, và mức chênh lệch ròng cuối cùng sẽ là thu nhập hoặc khoản lỗ mà ngân hàng thu được ở mức độ vừa phải.

Tuy nhiên, chúng ta thấy rằng: Option ngoại tệ là một công cụ bảo hiểm rủi ro tỷ giá, đứng trên giác độ là người bảo hiểm, các ngân hàng khi phát hành option rất cần có số đông khách hàng để có thể làm trung gian cân đối hay điều hòa rủi ro giữa những người ký kết hợp đồng option với ngân hàng. Qua 6 tháng thực hiện thí điểm nghiệp vụ option thì Eximbank mới chỉ có vài chục khách hàng và trên thực tế ngân hàng này buộc phải ký lại hợp đồng option nhận được với các ngân hàng nước ngoài giống như dạng tái bảo hiểm. Sở dĩ phải làm như vậy vì ngân hàng có số lượng khách hàng tham gia nghiệp vụ option quá ít và không đủ điều hòa rủi ro tỷ giá. Thêm vào đó, số lượng ngân hàng nội địa có khả năng tham gia nghiệp vụ option còn ít nên việc tham gia option với các ngân hàng nước ngoài là giải pháp tốt nhất. Tuy nhiên, làm như vậy thì Exim bank sẽ không có lãi vì phí quyền chọn thu được từ khách hàng lại phải đóng ở mức tương đương cho các đối tác nước ngoài.

Theo Quyết định 1452/2004/QĐ-NHNN thì các ngân hàng thương mại chỉ được phép thực hiện bán quyền chọn cho các tổ chức kinh tế và cá nhân mà không được mua quyền. Điều này sẽ giúp cho các NHTM chủ động hơn trong việc tìm mua một option đối ứng để hạn chế rủi ro. Tuy nhiên, nếu ngân hàng mua quyền chọn thì ngân hàng khó có thể chủ động trong việc bán quyền chọn đối ứng, vì chưa chắc đã tìm được một khách hàng nào đó mua quyền theo đúng ý đồ của ngân hàng, dẫn đến rủi ro có thể sẽ cao.

Để có quyền chọn ngoại tệ DN phải trả một mức phí cho các NHTM. Mức phí này tùy thuộc vào từng thời điểm mà xu hướng ngoại tệ có biến động mạnh hay không, thời gian thực hiện hợp đồng dài hay ngắn. Theo bảng giá công khai hiện tại của Eximbank, với thời gian hợp đồng trong vòng 1 tháng, nếu thực hiện quyền mua euro (thanh toán bằng USD) thì phí phải trả là 1,4% (ví dụ: mua 1 triệu euro mất phí 14.000 USD), còn

quyền bán euro phí là 1,42% (ví dụ: bán 1 triệu euro để lấy USD, phí trả là 14.200 USD). Trong thời gian đó nếu tỉ giá biến động có lợi cho DN thì DN thực hiện hợp đồng, còn nếu tỉ giá gây bất lợi thì DN được quyền hủy bỏ cam kết và họ đi mua, bán ngoại tệ bên ngoài cho hiệu quả hơn. Đương nhiên, tiền phí đã đóng DN phải chịu mất. Do chính sách tài chính quy định chưa đầy đủ nên khoản phí mất này DN rất khó hạch toán. Nếu bị kiểm tra DN sẽ được “hỏi thăm” về khoản tiền mất này nên options ngoại tệ chưa hấp dẫn DN. Vì vậy, nhiều doanh nghiệp hiện nay còn lúng túng không biết phải hạch toán phí option vào đâu thì coi là hợp lệ.

Bản thân các ngân hàng là người phát hành option cũng gặp vướng mắc: Khi thu phí option ngân hàng phải chịu khoản VAT là 10%, nhưng sau đó nếu ngân hàng tham gia tái bảo hiểm với ngân hàng nước ngoài thì không được khấu trừ khoản VAT 10% và vô hình chung đã làm cho ngân hàng bị lỗ ngay khoản VAT 10%.

Về phần mình, các ngân hàng cũng thừa nhận, việc doanh nghiệp không sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro cũng có lỗi của mình, vì đã không tư vấn đầy đủ cho khách hàng. Đa số các ngân hàng chỉ mới dừng ở khâu đáp ứng các nhu cầu mua bán ngoại tệ của khách hàng chứ chưa đồng hành với doanh nghiệp bên bàn đàm phán ký kết hợp đồng xuất khẩu.. Ông Đào Hồng Châu, Phó Tổng Giám đốc Eximbank, nhận định vài năm trở lại đây tỉ giá USD so với tiền đồng khá ổn định (năm 2007 tăng chưa tới 1%) nên đa số các DN đều chọn USD làm đồng tiền thanh toán quốc tế. Được biết, tỉ trọng thanh toán bằng USD chiếm khoảng 80% kim ngạch xuất nhập khẩu cả nước, còn lại 20% là các ngoại tệ khác. Khi tỉ giá ổn định sẽ giúp DN chủ động hạch toán kinh doanh xuất nhập khẩu, vì vậy hiếm có đơn vị tìm giải pháp options ngoại tệ. khi DN nhập khẩu thiết bị, vật tư trả chậm, việc thanh toán thường kéo dài nhiều năm, nhưng mua options ngoại tệ thời gian giới hạn rất ngắn nên DN rất khó thực hiện. Cho nên công cụ options ngoại tệ hiện tại rất hiếm DN lựa chọn.

### **2.2.2.OPTION TIỀN ĐỒNG VIỆT NAM**

Đầu năm 2005, NHNN đã bắt đầu cho phép thực hiện thí điểm option tiền đồng ở ba ngân hàng là Ngân hàng Đầu tư - Phát triển Việt Nam (BIDV); ACB và NHTM cổ

phần Kỹ thương (Techcombank). Đầu tháng 9, NHNN cho phép thêm hai ngân hàng được triển khai dịch vụ này là Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) và NHTM cổ phần Quốc tế (VIB Bank). Đây là bước đột phá mới của NHNN nhằm cung cấp thêm công cụ tài chính phái sinh cho thị trường tiền tệ mà cũng là một công cụ phòng ngừa rủi ro hiện đại cho chính bản thân đồng nội tệ Việt Nam. Nguyên tắc chính của loại option này là các doanh nghiệp (DN) và cá nhân được quyền đặt mua hay đặt bán USD với VND hoặc một ngoại tệ khác với tiền đồng Việt Nam thông qua một tỷ giá do khách hàng tự chọn, được gọi là tỷ giá thực hiện. (Tỷ giá thực hiện được quy định là tỷ giá không được vượt quá tỷ giá kỳ hạn USD/VND cùng thời hạn hoặc tỷ giá giữa ngoại tệ khác với tiền đồng Việt Nam do khách hàng và ngân hàng tự thoả thuận) Đồng tiền giao dịch là VND và USD hoặc các ngoại tệ tự do chuyển đổi khác (EUR, JPY, CHF, GBP, AUD, CAD...).

Đây là một bước ngoặt quan trọng trong việc đưa cơ chế hình thành tỷ giá ở nước ta theo hướng linh hoạt và uyển chuyển hơn. Đặc biệt, option USD với VND đáp ứng nhu cầu cho cả nhà nhập khẩu (NK) và nhà xuất khẩu (XK), trong đó quyền chọn mua áp dụng cho nhà NK và quyền chọn bán dành cho nhà XK. Nghiệp vụ này cũng hỗ trợ tích cực cho việc xác định giá mua, bán ngoại tệ tối ưu cho khách hàng; giúp phòng ngừa rủi ro hiệu quả; đồng thời đánh giá chính xác hơn kỳ vọng của thị trường về tỷ giá thông qua cơ chế cạnh tranh lành mạnh giữa các ngân hàng. Đồng thời, nó cũng là một công cụ thiết thực để đáp ứng mong mỏi của giới đầu tư và kinh doanh mà thu nhập và lợi nhuận của họ có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến sự bất ổn tỷ giá hối đoái giữa đồng Việt Nam với các ngoại tệ.

Tuy nhiên dịch vụ option tiền đồng có đặc thù là không có vé đối ứng (ngân hàng không thể tái bảo hiểm sản phẩm của mình ở một đơn vị thứ 3, vì vậy rủi ro đối với bên bán là rất lớn). Điều này khiến các NH phải tự tính toán cân đối thu nhập, chi phí và tự bảo hiểm bằng đồng tiền nào cho phù hợp. Khảo sát mới đây của Vietcombank cho biết dịch vụ này cũng chỉ tập trung chủ yếu phục vụ các DN kinh doanh XNK và phần lớn là các DN có vốn ĐTNN. Bên cạnh đó, quy mô hợp đồng tối thiểu đối với ngoại tệ khác là 100.000 USD hoặc tương đương là quá cao. Đây là một bất lợi khiến các cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ có nhu cầu bảo hiểm tỷ giá cho một lượng ngoại tệ nhỏ hơn không thể tham gia nghiệp vụ này.

Thực tế tỷ giá giao ngay giữa USD và VND trong thời gian qua biến động rất ít làm cho các hình thức bảo hiểm tỷ giá cho đồng Việt Nam như option tiền đồng Việt Nam rất khó phát triển, bởi các doanh nghiệp và ngay cả giới ngân hàng phần lớn không có nhu cầu cũng như chưa quen sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá trước thực trạng thị trường chẳng có gì là tiềm ẩn về rủi ro tỷ giá cả.

Thị trường tiền tệ Việt Nam chưa gặp những biến động lớn cho nên các doanh nghiệp chưa quan tâm đến vấn đề phòng ngừa rủi ro. Họ quan niệm rằng tỷ giá thì có Nhà nước ổn định; lãi suất thì Ngân hàng Trung ương cũng không cho biến động mạnh và vì thế họ an tâm kinh doanh mà bỏ qua các chiếc lược phòng ngừa rủi ro tiền tệ.

Mức phí quyền chọn mà các NHTM đưa ra cho doanh nghiệp thời gian qua còn cao, chưa hợp lý và không mang tính khuyến khích sử dụng. Vì thế, các doanh nghiệp tính toán không có lợi nên không muốn tham gia vào nghiệp vụ này, vì tham gia thì sẽ mất một khoản tiền trước mắt (khoản phí) mà không thấy rủi ro gì đáng kể.

Hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam chưa có người chuyên lo, tính toán và dự báo biến động của thị trường, biến động về tỷ giá, lãi suất... Chúng ta vẫn còn làm theo lối kinh doanh truyền thống là khi nào cần thì mới mua và khi nào có nhu cầu thì mới bán. Bên cạnh đó, trở ngại về sức ý tâm lý của giới lãnh đạo nhất là các doanh nghiệp Nhà nước trong vấn đề quản lý phòng ngừa rủi ro còn quá lớn. Nhiều doanh nghiệp cho hay họ biết sẽ gặp rủi ro nhưng do công ty chưa có chính sách sử dụng nghiệp vụ này nên họ không dám làm. Như vậy, chính thói quen trước nay các doanh nghiệp chưa từng sử dụng đến công cụ option nên họ chưa nhận thức được lợi ích của việc phòng ngừa là đúng đắn và vô cùng cần thiết ngay cả khi chưa xảy ra rủi ro. Công cụ này sẽ thực sự phát huy tác dụng khi tỷ giá thị trường biến động theo hướng không có lợi; nhưng ngay cả khi thị trường đang trong xu hướng tốt, vẫn là sai lầm nếu cho rằng các khoản phí option bỏ ra là lãng phí bởi thật khó để lường hết các rủi ro tiềm ẩn sẽ xảy ra với mức độ nghiêm trọng như thế nào trên thị trường ngoại hối trong tương lai. Và chính tính thụ động, thờ ơ của giới doanh nghiệp về vấn đề này là một trở ngại lớn cho việc phát triển option tiền đồng Việt Nam.

### 2.2.3. OPTION VÀNG

Ở Việt Nam, vàng chiếm vị trí không kém phần quan trọng so với các nước khác trong khu vực và các quốc gia khác trên thế giới. Vàng được sử dụng làm công cụ tính toán, dự trữ và đơn vị tính cho những tài sản có giá trị lớn, chẳng hạn như vàng được xem là đơn vị tính để mua Bất động sản. Trong điều kiện nhu cầu nhà ở của người dân đang ngày càng tăng, đồng thời giá vàng liên tục có những biến động mạnh và khó dự báo như hiện nay, chúng ta thấy rằng sản phẩm options Vàng sẽ đáp ứng được nhu cầu của mọi tầng lớp nhân dân và mọi thành phần kinh tế, bao gồm cả các ngân hàng như một công cụ giúp các khách hàng vay vốn bằng vàng nâng cao khả năng chi trả. Sử dụng sản phẩm Options Vàng, người mua bất động sản có thể đảm bảo khả năng chi trả và tránh thua lỗ trước những biến động tăng của giá vàng mà vẫn có lợi khi giá vàng xuống, còn người bán thì một mặt luôn đảm bảo lợi nhuận dự kiến khi giá vàng xuống, mặt khác sẽ có lãi nhiều hơn khi giá vàng tăng.

Các NH đã đưa ra sản phẩm option từ cuối năm 2004 như option ngoại tệ, option tiền đồng, nhưng chưa có option vàng. Do trong năm 2005, giá vàng liên tục biến động khiến các DN kinh doanh vàng bạc đá quý mới thực sự quan tâm. Vì thế, các NHTM, sau khi trình và được phép của Ngân hàng Nhà nước, đã phải rất tích cực chuẩn bị cả về nhân lực, vật lực lẫn đào tạo chuyên môn... để có thể đưa ra thị trường sản phẩm Options Vàng phục vụ khách hàng. Cho tới thời điểm này, ngoài 3 NHTM nhà nước thực hiện option bằng vàng là Vietcombank, Agribank và BIDV thì một số NHTM cổ phần đã triển khai mạnh dịch vụ option, trong đó ACB là ngân hàng triển khai sớm nhất từ năm 2004, tiếp đến là Techcombank, VIB Bank, Sacombank...

Về đối tượng giao dịch thì quyền chọn vàng được áp dụng đối với các cá nhân và các tổ chức có nhu cầu muốn bảo hiểm rủi ro sự biến động của vàng. Tuy nhiên thì khách hàng chỉ là người mua option chứ không phải là người bán option. Hiện nay, mỗi ngân hàng cung cấp quyền chọn vàng đều có quy định cụ thể và riêng biệt cho sản phẩm của mình chẳng hạn như quy định loại vàng giao dịch; đồng tiền giao dịch; thời gian giao dịch cũng như quy mô giao dịch tối thiểu của mỗi hợp đồng quyền chọn...

Thực tế cho thấy lượng khách hàng giao dịch quyền chọn vàng tại các Ngân hàng hiện nay chủ yếu là các doanh nghiệp kinh doanh vàng, sử dụng quyền chọn vàng để phòng ngừa rủi ro cho hoạt động nhập vàng hoặc mua bán vàng của mình trên thị trường là chính nhưng có kết hợp với việc tìm kiếm cơ hội sinh lợi bằng sự am hiểu nhất định của mình về hình hình thị trường vàng thế giới và trong nước cũng như khả năng phân tích, dự đoán về biến động giá vàng tương lai.

Lượng khách hàng giao dịch quyền chọn vàng tại NHTMCP Á Châu (ACB) chủ yếu là các khách hàng cá nhân có nhu cầu phòng ngừa rủi ro biến động giá vàng cho các khoản thanh toán bằng vàng trong tương lai, nhiều nhất là phục vụ cho khoản đặt cọc vàng hoặc thanh toán vàng trong mua bán nhà đất và trả nợ vay cho nên họ chủ yếu giao dịch các quyền chọn mua và một ít quyền chọn bán có quy mô tương đối nhỏ, dưới 200 lượng, trong đó có những quyền chọn có quy mô khá nhỏ, chỉ 50 lượng cho một quyền chọn. Tuy nhiên lợi nhuận mang lại từ nghiệp vụ này tại ACB không cao vì khi ký hợp đồng với khách hàng, ACB đều phải thực hiện giao dịch đối ứng với các đối tác nước ngoài mà không duy trì trạng thái mở, do đó thu nhập nhận được chỉ là khoản chênh lệch giữa phí thu được của khách hàng và khoản phí mà ACB phải trả cho đối tác nước ngoài.

Đối với NHTMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank), mặc dù giao dịch quyền chọn triển khai từ đầu năm 2006 nhưng cho đến cuối năm 2007 chỉ có 2 hợp đồng quyền chọn mua được ký kết giữa khách hàng trong nước với ngân hàng, trị giá là 200 lượng vàng. Trong khi đó, nghiệp vụ kỳ hạn lại thu hút đến 65 ngàn lượng vàng với 338 hợp đồng được ký kết dù nghiệp vụ này cũng mới được ngân hàng này áp dụng và cho phép khách hàng của mình thực hiện vào đầu năm 2006.

Đối với NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (Sacombank) sau một thời gian cung cấp đã tạm ngưng sản phẩm này từ cuối tháng 12/2005 cho đến nay vì quy mô giao dịch quyền chọn vàng tại ngân hàng này khá cao, tối thiểu 100 lượng vàng nhưng tại một số thời điểm đã lên đến 800 lượng vàng và mức phí phải trả rất cao vì khi bán nghiệp vụ này Sacombank phải mua đối ứng lại với ngân hàng nước ngoài và điều kiện của ngân hàng nước ngoài phải có từ 800 lượng vàng trở lên và mức phí được tính theo giá vàng thế giới

, ở một số thời điểm lên đến 2,5%/doanh số, gần 30%/năm cho hợp đồng quyền chọn kỳ hạn 01 tháng. Dẫn đến tình trạng có rất ít khách hàng giao dịch tại ngân hàng, lợi nhuận có được không bao nhiêu so với chi phí đầu tư cho sản phẩm. Do đó, ngân hàng đã tạm thời ngưng cung cấp sản phẩm quyền chọn cho đến nay.

Quyền chọn vàng được các ngân hàng triển khai thực hiện từ cuối năm 2004 cho đến nay. Mặc dù đã đạt được những kết quả nhất định nhưng vẫn chưa đạt được gì mà thị trường mong muốn. Về phía ngân hàng thì vẫn thiếu công tác tuyên truyền quảng cáo, tiếp thị chưa sâu rộng; chưa cung cấp hướng dẫn chi tiết và dễ hiểu về cho khách hàng; quy mô hợp đồng chưa phù hợp.... Còn về phía khách hàng thì gặp khó khăn trong việc hạch toán kế toán vì chưa có hướng dẫn cụ thể đối với phí quyền chọn; chưa có kinh nghiệm sử dụng; còn tâm lý e ngại khi sử dụng vì chưa hiểu....

Như vậy, quyền chọn vàng vẫn còn khá mới mẻ, chưa đem lại kết quả kinh doanh như bản thân những lợi ích có được từ giao dịch này cho bản thân các ngân hàng cung cấp và ngay cả các nhà đầu tư tại thị trường Việt Nam.

#### **2.2.4. OPTION LÃI SUẤT**

Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BIDV) là ngân hàng đầu tiên được phép thực hiện giao dịch quyền chọn lãi suất. Các giao dịch quyền chọn lãi suất được phép thực hiện đối với những khoản cho vay và đi vay trung hạn (dưới 5 năm) bằng USD hoặc bằng EUR. Đối tác thực hiện giao dịch quyền chọn lãi suất là các doanh nghiệp hoạt động tại Việt Nam, các NHTM hoạt động tại VN được NHNN cho phép thực hiện thí điểm giao dịch quyền chọn lãi suất và các NH nước ngoài. Số vốn gốc của hợp đồng quyền chọn lãi suất tối đa bằng 15% vốn tự có của NHĐT&PT. Tổng số vốn gốc tối đa của tất cả các hợp đồng option lãi suất trong thời gian thí điểm không vượt quá 50% mức vốn tự có của NH. Thời hạn hợp đồng không quá 5 năm; thực hiện nghiệp vụ tiền gửi kết hợp quyền chọn tiền tệ- Dual currency Deposit; thực hiện hoán đổi tiền tệ chéo. Đó là việc trao đổi các dòng tiền trong tương lai bằng các đồng tiền khác nhau. Trong các giao dịch hoán đổi chéo thường có việc hoán đổi thanh toán lãi (cố định hoặc thả nổi) bằng một đồng tiền sang thanh toán lãi (cố định hoặc thả nổi) bằng một đồng tiền khác. Số tiền gốc trong giao

dịch có thể được hoán đổi vào kỳ đầu (nếu có) và kỳ cuối, hoặc nhiều kỳ trong thời gian hiệu lực của giao dịch. Sau BIDV là hàng loạt các NHTM khác, bao gồm cả NHTM cổ phần cũng được cho phép thực hiện nghiệp vụ này.

Kiến thức hiểu biết của doanh nghiệp về quyền chọn lãi suất và phòng chống rủi ro lãi suất còn quá thấp. Phần lớn nguồn vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp là nguồn vay nợ từ bên ngoài, đặc biệt từ ngân hàng. Đối với các doanh nghiệp có các hợp đồng tín dụng trung, dài hạn với giá trị lớn và lãi suất cố định cũng như các doanh nghiệp tham gia hoạt động xuất nhập khẩu thường xuyên ở vào các vị thế mở của ngoại tệ luôn phải đối mặt với nguy cơ rủi ro thị trường rất lớn như rủi ro lãi suất, rủi ro hối đoái. Tuy nhiên, hiện tại các doanh nghiệp Việt Nam rất ít nhận thức về vấn đề này. Những hiểu biết về kỹ thuật phòng chống rủi ro lãi suất bằng các giao dịch phái sinh, đặc biệt là quyền chọn lãi suất càng khá xa lạ. Chính vì vậy mà các doanh nghiệp không sẵn lòng tham gia vào các nghiệp vụ này dẫn đến khó khăn cho các NHTM trong việc phát triển các nghiệp vụ phái sinh. Điều này cũng cho thấy rằng tại các NHTM Việt Nam công tác Marketing ngân hàng với các hoạt động tuyên truyền, tư vấn cho khách hàng về các sản phẩm dịch vụ mới còn nhiều hạn chế.

## **2.3. BÀI HỌC KINH NGHIỆM TRONG VIỆC PHÁT TRIỂN CÁC LOẠI OPTION**

### **2.3.1. NHỮNG THÀNH QUẢ ĐẠT ĐƯỢC SAU MỘT KHOẢNG THỜI GIAN ÁP DỤNG CÁC CÔNG CỤ OPTION VÀO THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM.**

*\* Tạo đà phát triển cho kinh tế Việt Nam, ngày càng thu hút được nhiều nhà đầu tư nước ngoài, càng có cơ hội học hỏi kinh nghiệm để phát triển TTCK và quyền chọn chứng khoán.*

Với sự hội nhập ngày càng sâu rộng, cùng với sự tham gia tích cực vào thị trường tài chính quốc tế, Việt Nam ngày càng phát triển và ứng dụng các sản phẩm tài chính phái sinh như Hợp đồng giao sau, hợp đồng quyền chọn như quyền chọn ngoại tệ, quyền chọn vàng... nhằm giúp cho các doanh nghiệp trong lẫn ngoài nước càng có nhiều cơ hội,



nhiều lựa chọn kinh doanh, đầu tư và phòng ngừa rủi ro. Trong những năm gần đây, Việt Nam là được đánh giá là một những nền kinh tế năng động nhất Châu Á – Thái Bình Dương. Năm 2007 là năm kinh tế Việt Nam đạt mức cao, tăng trưởng GDP đạt 8,5%. Đây là mức tăng trưởng GDP cao nhất trong 10 năm qua. Các định chế tài chính hàng đầu như Ngân hàng Phát triển Châu Á dự đoán nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới. Đây cũng chính là thị trường đầy hấp dẫn lôi cuốn các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường. Sự xuất hiện các tập đoàn tài chính, các công ty đa quốc gia sẽ giúp cho Việt Nam phát triển thị trường tài chính của mình và cả thị trường tài chính phái sinh đi theo nó rất nhiều về kiến thức, kinh nghiệm và cả về nhân lực...mà đặc biệt ở trong lĩnh vực chứng khoán vì đây là một thị trường còn non trẻ ở Việt Nam hiện nay.

*\* Thông qua việc phát triển các công cụ tài chính phái sinh, Nhà nước Việt Nam đã ban hành và cải cách nhiều chính sách để phù hợp sự phát triển trong nước và thông lệ quốc tế.*

Nhà nước đã ban hành nhiều chính sách, thay đổi những luật lệ đã lỗi thời không còn phù hợp với xu thế hoà nhập toàn cầu, nhằm hoàn chỉnh khung pháp lý cho thị trường phái sinh hiện nay chẳng hạn như Quyết định số 29/2006/QĐ-NHNN ngày 10/07/2006 của Thống đốc NHNN về chế độ kế toán nghiệp vụ phái sinh tiền tệ ở các NHTM; Quyết định số 16/2007/QĐ-NHNN, ngày 18/04/2007 của Thống đốc NHNN về Chế độ báo cáo tài chính đối với các TCTD, việc công bố thông tin về công cụ tài chính phái sinh trên báo cáo tài chính đối với các TCTD đã ở mức đầy đủ, chi tiết cần thiết cho những ai quan tâm; Quyết định 15/2006/QĐ-BTC ngày 20/03/2006 của Bộ trưởng Bộ Tài Chính về việc Ban hành Chế độ kế toán doanh nghiệp hiện hành trong đó có phần ghi nhận nghiệp vụ mua/bán công cụ phái sinh của các doanh nghiệp thì sẽ được ghi nhận như thế nào ....

*\* Phát triển option tiền đồng Việt Nam là sự tích cực trong vấn đề điều hành chính sách tiền tệ trên thị trường tài chính Việt Nam.*

Việc NHNN cho phép triển khai option USD/VND là một bước đột phá mới trong việc cung ứng thêm các công cụ phòng ngừa rủi ro hiện đại trên thị trường tiền tệ ở nước ta và cho chính bản thân đồng nội tệ. Mặc dù tỷ giá giữa USD và VND trong thời gian

qua là khá ổn định, nhưng việc mở ra thêm một khả năng nữa trong việc phòng chống rủi ro giữa USD và VND đã tạo ra một tín hiệu cho thị trường niềm tin vào những thay đổi tích cực trong việc mở cửa các dịch vụ tài chính ngân hàng hiện đại trên con đường hội nhập vào WTO. Nhìn rộng hơn nữa, việc cho phép triển khai quyền lựa chọn mua hoặc bán USD/VND còn là một tín hiệu cho thấy những diễn biến tích cực trong điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam.

*\* Cơ hội phát triển cho nền kinh tế Việt Nam khi hòa nhập vào nền kinh tế thế giới.*

Tình hình thị trường đang chuyển biến và có chiều hướng sẽ thay đổi rất nhanh trong thời gian tới khi Việt Nam đã vào WTO và nền kinh tế nước ta bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi các tác động bên ngoài. Cùng với tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước diễn ra khá mạnh mẽ, những rủi ro về tỷ giá, lãi suất dài hạn sẽ có ảnh hưởng lớn tới hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp nay phải tự đứng vững trên thương trường bằng chính nội lực của mình mà không trông chờ nhiều vào sự trợ cấp từ phía chính phủ. Vì vậy, cơ hội phát triển các sản phẩm option trong một môi trường Việt Nam đang hội nhập là rất lớn.

### **2.3.1. MỘT SỐ CÁC KHÓ KHĂN CÒN TỒN TẠI KHI PHÁT TRIỂN CÁC CÔNG CỤ OPTION.**

*\* Trở ngại về vấn đề nhận thức, về sự hiểu biết từ phía khách hàng trong việc sử dụng các quyền chọn.*

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

*\* Kết cấu trong các hợp đồng quyền chọn chưa phù hợp với nhu cầu sử dụng của khách hàng.*

Một số quy định trong hợp đồng quyền chọn chưa phù hợp với khách hàng, chẳng hạn như: Mức quy định về quy mô giao dịch tối thiểu, thời gian giao dịch quyền chọn.... không phù hợp với nhiều thành phần kinh tế, từ các doanh nghiệp đến khách hàng cá nhân. Đơn cử như quyền chọn vàng. Đối với nghiệp vụ Option giá vàng, mức quy định giao dịch tối thiểu cũng cao. Đối với thể nhân tối thiểu là 100 lượng vàng và pháp nhân tối thiểu là 1 nghìn lượng vàng là quá cao, dù chỉ có NHTMCP Á Châu trong tháng 04/2006 đã có sự thay đổi quy định về quy mô giao dịch tối thiểu là 50 lượng, 80 lượng, 100 lượng nhưng nhìn chung nếu vẫn giữ mức quy mô giao dịch tối thiểu là 100 lượng thì khó có thể đáp ứng cho nhu cầu đa dạng của phần đông khách hàng cá nhân trong thanh toán và tiết kiệm vàng, đặc biệt khi mà việc sử dụng vàng trong giao dịch nhà đất vẫn còn là một thói quen khá phổ biến từ trước đến nay. Bên cạnh đó, khách hàng chỉ được bán quyền mua chứ chưa được bán quyền bán. Hơn nữa, tới khi triển khai nghiệp vụ Option về giao dịch vàng, giá vàng trên thị trường thế giới và thị trường nước ta có xu hướng giảm nhanh, nên khách hàng chưa thấy cần thiết chấp nhận nghiệp vụ Option vàng.

*\* Trở ngại cho việc sử dụng công cụ option vì ngân hàng xác định mức phí còn khá cao.*

Mức phí giao dịch Option các NHTM Việt Nam đưa ra cho các DN còn cao và chưa phù hợp. Cụ thể mức phí quyền lựa chọn trong giao dịch tỷ giá loại kỳ hạn 1 tháng tới 1,3%, kỳ hạn 2 tháng tới 2,2% và kỳ hạn 3 tháng tới 2,8%; trong khi tỷ giá VND/USD biến động thấp, năm 2004 chỉ tăng tới 1%. Bởi vậy các DN tính toán thấy không có lợi nên không chấp nhận nghiệp vụ này. Bên cạnh đó, các ngân hàng hiện nay đều phải mua lại phía đối tác từ các ngân hàng nước ngoài các hợp đồng quyền chọn nên về phía Ngân hàng, cũng để phòng rủi ro cho mình nên xác định mức phí còn khá cao khi cung cấp dịch vụ cho khách hàng của mình.

*\* Khả năng marketing và triển khai ứng dụng công cụ option của các ngân hàng Việt Nam còn yếu kém.*

Thay đổi nhận thức của doanh nghiệp vốn chưa quen với các sản phẩm mới là tương đối khó khăn và cần nhiều thời gian, tuy nhiên, rõ ràng thực tế cho thấy các ngân hàng Việt Nam còn yếu trong khâu tiếp cận khách hàng, marketing sản phẩm tới khách hàng. Điều quan trọng đó là ngân hàng phải chỉ cho doanh nghiệp thấy họ được lợi những gì khi thực hiện các giao dịch này. Thực tế cho thấy việc ứng dụng các quyền chọn của các NHTM Việt Nam còn rất hạn chế và manh mún. Hầu hết các ngân hàng chưa dám triển khai mạnh áp dụng các công cụ này, một phần là do trình độ hiểu biết của cán bộ nhân viên ngân hàng về các quyền chọn vẫn còn hạn chế. Ngân hàng chưa có đội ngũ am hiểu về những kiến thức tài chính, pháp lý, về thị trường giao dịch, đặc biệt là kỹ thuật đánh giá và giao dịch các công cụ option, một phần chưa mạnh dạn và đặc biệt đối với các ngân hàng thương mại quốc doanh, chưa thực sự nhận thức được sức ép cạnh tranh của các ngân hàng nước ngoài. Khi Việt Nam ngày càng mở cửa hội nhập sâu rộng vào thị trường tài chính thì sức ép cạnh tranh lớn từ phía các ngân hàng nước ngoài là không thể tránh khỏi, trong bối cảnh đó các NHTM trong nước cần phải nỗ lực đa dạng hóa các loại hình cung cấp sản phẩm dịch vụ cho khách hàng, trong khi đó các công cụ tài chính phái sinh nói chung và công cụ option nói riêng là thị trường còn rất mới mẻ và tiềm năng tại Việt Nam.

*\* Trở ngại từ việc Nhà nước chưa hoàn thiện khung thể chế, pháp lý cho các công cụ option.*

Đứng về phía chính sách, vẫn còn những lực cản với nghiệp vụ phái sinh. Đó là cơ sở pháp lý cho các nghiệp vụ option chưa đầy đủ; Đó là việc hạch toán kế toán tại các doanh nghiệp ra làm sao; Đó là chuyện dài kỳ về các quy định thuế chưa rõ ràng.... Trong khi các nước khác không đánh thuế với sản phẩm phái sinh vì đó mới là công cụ phòng chống rủi ro cho DN, chứ không phải một kênh kinh doanh của ngân hàng, còn Việt Nam thì sao?... Chính phủ vẫn chưa có một hệ thống pháp lý hoàn chỉnh cho nó, và vì thế gây trở ngại cho việc phát triển các loại công cụ này ở nước ta.

*\* Khó khăn về mặt nhân sự, định hướng phát triển của các Doanh nghiệp Việt Nam hiện nay.*

Hầu hết các DN Việt Nam chưa có giám đốc tài chính như thông lệ các DN trên thế giới. Tức là chưa có người chuyên lo, tính toán và dự báo biến động của thị trường, biến động của lãi suất, tỷ giá và giá cả để xử lý trong hoạt động kinh doanh. Các DN Việt Nam vẫn làm theo lối kinh doanh truyền thống, khi nào cần USD, vàng thì mua, khi nào có nhu cầu thì bán. Thời gian qua chỉ có các DN có vốn đầu tư nước ngoài, một số DN tư nhân và Công ty cổ phần của Việt Nam thực hiện nghiệp vụ option ngoại tệ, còn các DNNN thì hầu như chưa thực hiện.

*\* Trở ngại từ văn hóa trách nhiệm trong các doanh nghiệp.*

Một cản trở với các nghiệp vụ phái sinh, đó là văn hoá trách nhiệm trong các DN. Điều này từ sâu xa là do việc phân định trách nhiệm trong DN. Đa số các DN Việt Nam hiện không cho người lãnh đạo quyền và chính sách thoả đáng, rõ ràng. Một số công ty đa quốc gia họ có chính sách quản lý rủi ro rất cụ thể. Họ luôn khoanh vùng cho một vị trí lãnh đạo được chịu rủi ro tài chính đến mức bao nhiêu và nếu tới bao nhiêu thì lãnh đạo phải làm các giao dịch phòng chống. Còn ở Việt Nam thì chưa có. Những DN thường xuyên có các dự án tính bằng vài trăm triệu USD và chỉ với những biến động nhỏ của thị trường tiền tệ, họ sẽ phải chịu những tổn thất không nhỏ về vốn. Tuy nhiên, hầu hết các DN trên đều "thô lộ" rằng, biết là sẽ gặp rủi ro, nhưng do công ty họ chưa có chính sách nên họ không dám làm. Đa số họ có thói quen chấp nhận rủi ro hơn là sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro.

*\* Các Doanh nghiệp Việt Nam đã “ngủ quên” trong một nền kinh tế yên ổn và bình lặng.*

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

*Tóm lại*, các công cụ option đã hình thành ở Việt Nam, tuy nhiên còn rất nhỏ bé và chưa phổ biến. Sự kém phát triển của nó là một thách thức không nhỏ trong quá trình hội nhập và mở cửa thị trường tài chính ở Việt Nam. Khi mà rủi ro luôn là bạn đường của các nhà đầu tư và ngày càng gia tăng trong quá trình hội nhập, thì phát triển thị trường các nghiệp vụ option được xem như là là chặn quan trọng để hạn chế rủi ro của thị trường đối với những nhà đầu tư. Vì vậy phát triển thị trường này là rất cần thiết hiện nay.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG II**

Ở chương 2, tác giả trình bày khái quát về tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam từ những ngày đầu thành lập đến nay và nhận diện những rủi ro mà NĐT phải đối mặt khi tham gia thị trường. Qua 7 năm hoạt động, mặc dù trải qua những thăng trầm nhưng TTCK Việt Nam đã thực sự có những bước phát triển rất khả quan về nhiều mặt như: qui mô thị trường, số lượng công ty niêm yết, giá trị vốn hóa thị trường,... Tuy nhiên, bất kỳ thị trường nào cũng có rủi ro và bất kỳ hoạt động nào mang lại lợi nhuận cũng đều tiềm ẩn rủi ro, mà NĐT thì luôn mong muốn rủi ro được giới hạn ở mức có thể chấp nhận được. Bên cạnh đó, người viết cũng phân tích thực trạng các loại option đang phát triển ở Việt Nam hiện nay như option ngoại tệ, option tiền đồng và option vàng. Thực trạng triển khai và sử dụng các công cụ tài chính phái sinh ở nước ta thời gian qua còn nhiều tồn tại và gặp nhiều trở ngại khách quan lẫn chủ quan. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là chúng ta không có những thuận lợi trong quá trình triển khai. Tất cả các điều này đã được phân tích rất chi tiết trong chương 2 nhằm rút ra kinh nghiệm quý báu để làm nền tảng cho sự xây dựng và phát triển option chứng khoán trong thời gian sắp tới.

## **CHƯƠNG III**

# **CÁC GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ OPTION TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **3.1. GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ OPTION VÀO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

#### **3.1.1. GIẢI PHÁP XÂY DỰNG VÀ HOÀN THIỆN THỂ CHẾ, KHUNG PHÁP LÝ**

##### ***3.1.1.1. Hoàn thiện khung pháp lý và hệ thống quản lý cho TTCK.***

TTCK muốn thu hút được nhiều NĐT, trước hết phải tạo cho NĐT 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, có nguồn hàng hoá dồi dào, thông tin minh bạch và các nhà đầu tư được đối xử như nhau. Để có được điều này cần phải xây dựng TTCK trên một cơ sở có một hệ thống pháp luật hoàn thiện. Còn rất nhiều việc phải làm để xây dựng hành lang pháp lý nhằm tăng cường tính minh bạch, giảm rủi ro cho thị trường và tính cấp bách của vấn đề này không cho phép kéo dài hơn nữa. Các hoạt động kiểm tra, thanh tra phát hiện vi phạm của cá nhân và doanh nghiệp phải được xử phạt thật nặng để làm gương, chắc chắn sẽ tác động tích cực đến thị trường, vì thế chúng ta cần phải ngay một kiện toàn hệ thống pháp luật hiện nay. Chẳng hạn như:

- Đẩy mạnh việc triển khai thực thi Luật Chứng khoán thông qua việc ban hành và triển khai các văn bản dưới luật hướng dẫn; hoàn thiện cơ chế đấu giá theo hướng ngày càng công khai và minh bạch hơn.

- Ban hành quy chế quản trị công ty áp dụng cho các công ty niêm yết, CTCK và công ty quản lý quỹ đầu tư. Áp dụng các chuẩn mực quốc tế trên cơ sở hệ thống kế toán và kiểm toán tốt.

- Cải cách thủ tục hành chính, ban hành và thực thi quy trình cấp phép thành lập và hoạt động của các CTCK, công ty quản lý quỹ. Minh bạch hoạt động quản lý, giám sát thị trường của các cơ quan quản lý.

- Cải tiến phương thức phát hành trái phiếu theo lô lớn, tăng cường hình thức phát hành thông qua đấu thầu, bảo lãnh để niêm yết trên TTCK.

- Thực hiện hoạt động lưu ký, thanh toán chứng khoán tập trung để giảm thiểu rủi ro trên thị trường. Tiêu chuẩn hóa hoạt động của Trung tâm lưu ký chứng khoán và các thành viên lưu ký. Từng bước phát triển và hoàn thiện các hoạt động nghiệp vụ của Trung tâm lưu ký chứng khoán theo các chuẩn mực quốc tế.

- Tái cấu trúc và phát triển thị trường có tổ chức: Thực hiện việc phân định chức năng giữa hai trung tâm giao dịch chứng khoán: Trung tâm thành phố Hồ Chí Minh thành SGDCK cho các công ty niêm yết. Trung tâm Hà Nội hoạt động như thị trường OTC. Xây dựng thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Để thu hẹp thị trường tự do, cần tổ chức địa điểm giao dịch (có thể là trang WEB của Ủy ban chứng khoán) các cổ phiếu của công ty thông thường khác chưa đủ điều kiện niêm yết hoặc đăng ký nếu doanh nghiệp và NĐT có nhu cầu.

- Chuyển đổi các trung tâm giao dịch chứng khoán từ tổ chức sự nghiệp có thu thành doanh nghiệp với hình thức pháp lý trước mắt là công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên và tiến tới cổ phần hoá sau một thời gian hoạt động. Sửa đổi các quy định về thuế, phí, lệ phí đối với các đơn vị này tương ứng với sự thay đổi về hình thức tổ chức.

- Để hạn chế tình trạng giao dịch nội gián, lạm dụng thông tin từ việc cổ phần hoá doanh nghiệp do khép kín quá trình cổ phần hoá, từ định giá đến xác định NĐT, cần xem xét chuyển Ủy ban chứng khoán thành một cơ quan nhà nước độc lập, tách các sàn giao dịch chứng khoán khỏi Ủy ban chứng khoán. Trong trường hợp các trung tâm giao dịch tách khỏi Ủy ban chứng khoán nhưng vẫn là doanh nghiệp nhà nước thì các vấn đề tổ chức, cán bộ vẫn do bộ chủ quản quyết định. Khi đó tác dụng không như mong đợi.

- Hoàn thành việc xây dựng đề án thành lập cơ quan giám sát tài chính tiền tệ độc lập.

### ***3.1.1.2. Xây dựng cơ sở pháp lý cho hoạt động option chứng khoán.***

Điều quan trọng nhất để phát triển thị trường option chứng khoán là hệ thống pháp lý đầy đủ, đồng bộ. Bởi giao dịch công cụ tài chính phái sinh này không thể là việc hình thành cung - cầu một cách bản năng tự nhiên của các chủ thể trong nền kinh tế. Thị trường dịch vụ tài chính – là một trong những bộ phận quan trọng bậc nhất trong nền kinh tế, cần phải được phát triển lành mạnh, hoạt động có hiệu quả và trong khuôn khổ pháp luật cho phép vì lợi ích vĩ mô và toàn cục. Như vậy, môi trường pháp lý đầy đủ, đồng bộ,



hiệu lực pháp lý cao là điều kiện cần cho sự hình thành và phát triển của thị trường option chứng khoán.

Phải nhìn nhận rằng, option chứng khoán là một công cụ phái sinh và là công cụ phái sinh phức tạp nhất trong số các sản phẩm phái sinh hiện nay. Vì vậy để phát triển được sản phẩm này, Chính phủ và các ban ngành có liên quan cần phải chuẩn bị xây dựng một cơ sở pháp lý chặt chẽ và hợp lý. Hệ thống khung pháp lý là cơ sở quan trọng nhất quy định nguyên tắc tổ chức và hoạt động của thị trường phái sinh và tạo nên những rào chắn bảo vệ sự lành mạnh của thị trường tài chính, đồng thời các văn bản pháp luật cũng là cơ sở quan trọng cho dịch vụ mới ra đời. Xây dựng được khung pháp lý mang tính thực tiễn, thống nhất và khoa học. Hệ thống văn bản pháp luật phải được xây dựng trên cơ sở thực tế, căn cứ vào hoạt động của TTCK và có thể điều chỉnh được thị trường theo hướng bao quát, toàn diện và kịp thời.

Từ tính chất phức tạp của các hợp đồng quyền chọn, ngoài việc ban hành mới và bổ sung hoàn thiện các văn bản pháp luật để quy định nguyên tắc và tổ chức hoạt động của thị trường này, thì việc điều hành và giám sát hoạt động của thị trường cũng rất cần thiết để đảm bảo được tính hiệu quả, công bằng, lành mạnh, bảo vệ được quyền lợi chính đáng của NĐT, dung hòa lợi ích của tất cả những chủ thể tham gia thị trường. Một hệ thống pháp luật hoàn thiện, hiệu lực pháp lý cao và có tính tiên liệu sẽ là nền tảng vững chắc để mọi tác nhân có thể an tâm tham gia vào các giao dịch trên thị trường.

Cần phải xây dựng những nền tảng cốt lõi và cần thiết về bộ máy điều hành TTCK và thị trường quyền chọn tương lai nhằm có thể kiểm soát và dự báo được các tình thế trước khi đưa quyền chọn chứng khoán ra thị trường. Cần phải có các văn bản pháp luật, các quy định cho các đối tượng tham gia vào thị trường này điển hình như: người mua, người bán, người môi giới, các chứng khoán cơ sở, các công ty thanh toán bù trừ... nhằm giúp cho TTCK hoạt động hiệu quả hơn.

Hơn nữa, do tính chất phức tạp của giao dịch, khiến hoạt động của công cụ option chứng khoán càng nhạy cảm với những hành vi gian lận, tiêu cực. Trên thị trường này có nhiều đối tượng tham gia như : NĐT, nhà đầu cơ, nhà môi giới... Mỗi người tham gia trên thị trường đều vì những mục đích, lợi ích và sự hiểu biết khác nhau, thậm chí trái ngược nhau. Vì vậy, nguy cơ rủi ro cũng như khả năng thu lợi trên hợp đồng option là rất

lớn. Đặc tính đó khiến cho thị trường phái sinh dễ xảy ra các hoạt động kiếm lời không chính đáng thông qua các hoạt động gian lận, mua bán tay trong, gây thiệt hại các NĐT, thậm chí cho các nhà môi giới – làm trung gian trong các hợp đồng quyền chọn. Bên cạnh đó, để thị trường quyền chọn chứng khoán phát huy vai trò là một trong những công cụ phòng ngừa rủi ro, tránh các hành vi tiêu cực từ mặt trái của sản phẩm phái sinh như lừa đảo, trốn thuế, làm sai lệch thông tin, thao túng TTCK... trong quá trình xây dựng khung pháp lý cho hoạt động giao dịch này, Chính phủ, Bộ Tài chính, UBCK Nhà nước cần xây dựng cho được các quy định ràng buộc, các yêu cầu về: Nội dung của Hợp đồng quyền chọn; Điều kiện đối với các chứng khoán cơ sở; Quy định về giới hạn giá và số lượng hợp đồng quyền chọn giao dịch để tránh tình trạng thao túng thị trường; Điều kiện về công bố thông tin, đảm bảo tính chuẩn xác và minh bạch trên thị trường... Qua đó, nhằm mở cửa thị trường cho tất cả các NĐT, các định chế trung gian triển khai các hợp đồng quyền chọn chứng khoán nhằm đảm bảo sự phát triển lành mạnh của thị trường. Song song với việc phát triển thị trường, Chính phủ cần nghiên cứu bổ sung các chuẩn mực kế toán phù hợp để hướng dẫn, điều chỉnh thực hiện những nghiệp vụ kế toán có liên quan và thể hiện đúng trên báo cáo tài chính.

### ***3.1.1.3. Xây dựng việc tổ chức và quản lý sàn giao dịch quyền chọn.***

Nhằm phát triển, áp dụng được công cụ option vào TTCK ở Việt Nam hiện nay, chúng ta cần phải xây dựng hình thức tổ chức và quản lý của sàn giao dịch. Cơ cấu tổ chức này bao gồm SGDCK; Các công ty môi giới (CTCK); Các cơ quan quản lý và giám sát; trung tâm lưu ký, thanh toán bù trừ và các đối tượng tham gia thị trường. Bên cạnh đó cũng phải xây dựng cho được các nguyên tắc hoạt động ; quy trình thực hiện giao dịch; và các quy định cho từng đối tượng tham gia thị trường một cách rõ ràng.

Ủy ban chứng khoán Nhà nước 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 thành viên của sàn giao dịch. Đồng thời, UBCK NN có trách nhiệm soạn thảo điều lệ và chuẩn mực chung cho thị trường quyền chọn, từ đó, các SGDCK, trung tâm lưu ký – thanh toán bù trừ sẽ ban hành các quy định cho các hoạt động giao dịch trên sàn, bao gồm các biểu mẫu, các quy định trong hợp đồng, giá thực hiện, hạn mức thực hiện, phương thức đặt lệnh, ký quỹ, và thanh toán hợp đồng....

SGDCK là một tập thể chịu trách nhiệm quản lý và điều hành Sàn giao dịch và được giám sát bởi UBCK Nhà nước. Nó đáp ứng được chiến lược được đề ra của sàn giao dịch, đồng thời đặt ra được những tiêu chuẩn và thi hành những quyết định liên quan đến phát triển thị trường. Bên cạnh đó, Sở giao dịch sẽ quy định các điều kiện cho các loại cổ phiếu mà giao dịch quyền chọn được phép, trước tiên là những cổ phiếu của các công ty lớn, có tỷ suất sinh lợi cao, khối lượng giao dịch đáng kể và đạt được tính thanh khoản theo yêu cầu để duy trì việc niêm yết quyền chọn. Ngoài ra Sở giao dịch cũng quyết định CTCK nào được phép tham gia vào thị trường quyền chọn này dựa theo năng lực và uy tín của công ty đó.

Các CTCK đóng vai trò là các công ty môi giới làm nhiệm vụ thực hiện các yêu cầu của NĐT. Công ty môi giới có trách nhiệm giao dịch các lệnh nhận được ở mức giá tốt nhất có thể và đặt lệnh trực tiếp hay chuyển lệnh về cho các nhân viên nhập lệnh tại Sở giao dịch để thực hiện giao dịch. Doanh thu của các CTCK là phần hoa hồng nhận được cho mỗi giao dịch thành công.

Cơ quan quản lý và 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 của các CTCK thành viên, có nhiệm vụ theo dõi và phát hiện các sai phạm liên quan đến các CTCK thành viên, kiểm tra và thông báo đến Sở giao dịch những giao dịch có dấu hiệu bất thường. Đồng thời, cơ quan quản lý và giám sát sẽ kiểm tra tính chính xác của những thông tin được đưa lên thị trường thông qua các CTCK nhằm đảm bảo tính trung thực, minh bạch của thông tin cho thị trường. Cơ cấu tổ chức của cơ quan này bao gồm có các bộ phận như Bộ phận điều hành thị trường; bộ phận giám sát giao dịch; bộ phận giám sát thành viên; bộ phận giám sát thông tin... với mục đích chính là quản lý và giám sát các giao dịch trên sàn nhằm bảo vệ các NĐT, đảm bảo cho thị trường phát triển đúng theo định hướng mà Nhà nước và Chính phủ đã đề ra.

Trung tâm lưu ký, thanh toán bù trừ là nơi nhận lưu giữ các chứng khoán, nhận ký quỹ và tiến hành các nghiệp vụ thanh toán bù trừ cho các giao dịch quyền chọn. Các Ngân hàng thương mại đáp ứng đủ các điều kiện của UBCKNN sẽ thực hiện dịch vụ lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán và quyền chọn. Mọi giao dịch thành công trên sàn đều được thông báo đến Trung tâm lưu ký, thanh toán bù trừ, sau đó trung tâm sẽ tiến hành

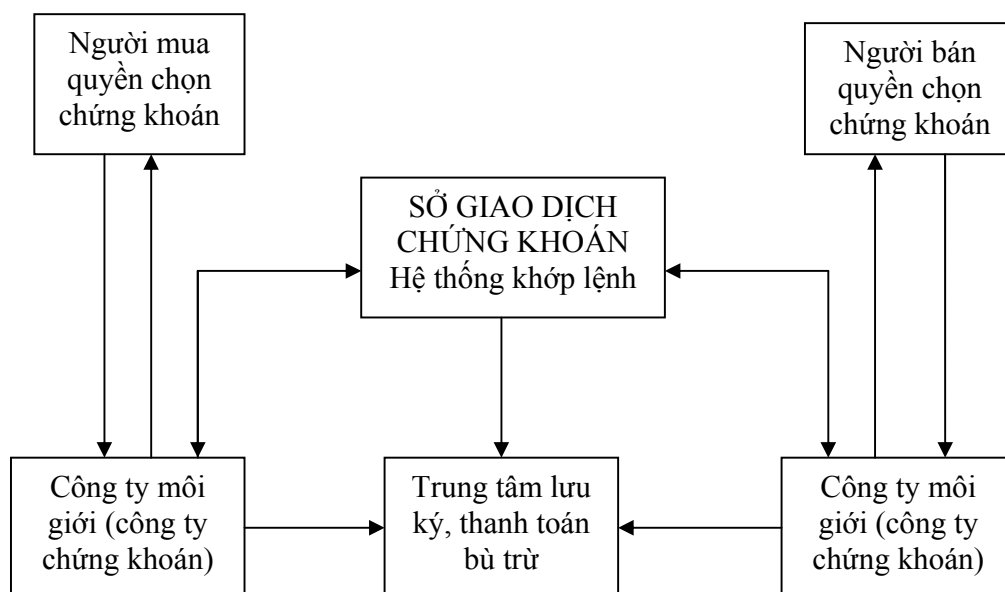
thanh toán và thực hiện hợp đồng theo nguyên tắc giao dịch của Sở giao dịch đề ra cùng với các CTCK thành viên.

Vì lợi ích của các đối tác trong giao dịch, lợi ích chung của nền kinh tế những giao dịch phức tạp của thị trường phải đi đôi với khả năng quản lý của bộ máy điều hành, giám sát thị trường và hệ thống pháp luật điều chỉnh tương xứng với sự phát triển của thị trường qua từng giai đoạn.

Các lệnh đặt mua, đặt bán phải xác định 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 và được gửi đến Sở giao dịch thông qua các CTCK.

#### **3.1.1.4. Xây dựng quy trình thực hiện giao dịch option chứng khoán.**

##### **Mô hình tổ chức giao dịch option chứng khoán dự kiến**



Một cá nhân muốn thực hiện giao dịch quyền chọn, đầu tiên phải mở một tài khoản tại CTCK. Để thực hiện được giao dịch, người này phải tiến hành ký quỹ hay nộp tiền mặt vào tài khoản của mình để đảm bảo cho việc giao dịch. Sau đó cá nhân này sẽ chỉ thị cho CTCK mua hoặc bán một quyền chọn cụ thể và được thực hiện thông qua hợp đồng

quyền chọn. Đồng thời CTCK cũng tính phí quyền chọn bằng cách cắt tiền trên tài khoản của NĐT.

Việc thực hiện giao dịch cũng giống như việc thực hiện giao dịch chứng khoán nghĩa là các CTCK sau khi nhận được lệnh từ NĐT sẽ nhập lệnh trực tiếp hoặc gọi điện thoại cho các nhân viên tại Sở giao dịch để chuyển lệnh. Khi lệnh được khớp, thông tin về giao dịch sẽ được báo cáo đến trung tâm lưu ký – thanh toán bù trừ. Nguyên tắc khớp lệnh được ưu tiên cho giá tốt nhất, nếu các lệnh cùng giá thì ưu tiên cho lệnh đặt trước.

Việc giao dịch và khớp lệnh luôn được giám sát và xác nhận của các nhân viên điều hành sàn giao dịch. Thời gian giao dịch phải được bảo đảm song song với TTCK cơ sở. Trình tự giao dịch phải được sắp xếp thứ tự theo nguyên tắc ưu tiên thời gian đáo hạn gần nhất của hợp đồng quyền chọn.

Sau khi giao dịch được thành công, các công ty môi giới sẽ tiến hành thông báo đến người mua hay bán quyền chọn tương ứng, và tiếp tục tiến hành ký gởi phí quyền chọn và tiền ký quỹ cho trung tâm lưu ký – thanh toán bù trừ

Đến hạn, nếu người mua quyền thực hiện hợp đồng thì người mua sẽ thông báo đến cho CTCK thành viên, đồng thời nộp tiền hay chứng khoán tương ứng với hợp đồng. Nếu người mua không thực hiện hợp đồng thì cũng thông báo cho CTCK để thanh lý hợp đồng. Trường hợp khi người mua muốn thanh lý hợp đồng trước hạn thì chỉ cần báo cho CTCK biết để công ty thông báo cho bên bán biết và tiến hành chấp dứt hợp đồng cho cả hai bên.

Ngay sau đó, CTCK sẽ tiến hành thông báo đến trung tâm lưu ký – thanh toán bù trừ để thực hiện các giao dịch thông qua tài khoản của CTCK mở tại đây bằng các nghiệp vụ thanh toán của trung tâm.

### ***3.1.1.5. Phát triển các nhà tạo lập thị trường:***

Nhà tạo lập thị trường có vai trò rất quan trọng, có ảnh hưởng to lớn đến tính thanh khoản của quyền chọn, yếu tố góp phần quan trọng vào tính thành công của thị trường giao dịch quyền chọn tập trung. Nhà tạo lập thị trường có thể có các tổ chức như Công ty chứng khoán, các Ngân hàng hay các công ty tài chính... và có thể là các cá nhân khi thị trường phát triển đến một mức độ nhất định. Điều quan trọng nhất là các Nhà tạo lập thị trường để chuẩn hoá hoạt động và là cơ sở để thị trường nhìn nhận đối tượng này.

### **3.1.2. GIẢI PHÁP TUYÊN TRUYỀN, THÔNG TIN, TƯ VẤN CÔNG CỤ OPTION ĐẾN CÁC NHÀ ĐẦU TƯ.**

#### ***3.1.2.1. Đưa vào các chương trình giảng dạy ở các trường cao đẳng, đại học, các trung tâm đào tạo.... Tạo sân chơi cho sinh viên, học viên thực hành.***

Nhằm đáp ứng nhu cầu về tuyên truyền, quảng bá cho việc sử dụng công cụ option chứng khoán đến cho mọi người. Điều cần làm đầu tiên là phải phổ biến kiến thức, hình thức sử dụng cũng như lợi ích của công cụ này vào các bạn sinh viên học viên ở các trường cao đẳng, đại học, các trung tâm đào tạo. Cần phải có chương trình giảng dạy quy mô và chuyên sâu trong các trường cao đẳng, đại học như Đại học Kinh tế, Đại học ngân hàng, Đại học Marketing... mục đích chính là nhằm tiếp cận một loại hình đầu tư mới vào trong dân chúng mà bắt nguồn từ tầng lớp trẻ, mặc khác cũng là đào tạo nguồn nhân lực để phát triển thị trường quyền chọn sau này. Các trường Đại học tiếp tục hình thành và phát triển hơn nữa bộ môn chứng khoán, quyền chọn chứng khoán cũng như đưa các môn học chuyên sâu vào chương trình để vừa phục vụ công tác đào tạo tại trường vừa đáp ứng nhu cầu học hỏi nâng cao trình độ của những người làm việc trong lĩnh vực này. Bên cạnh đó, khuyến khích các bạn sinh viên thực hành những kiến thức đã học vào thực tế bằng cách giao cho các chi hội, chi đoàn trường thường xuyên tổ chức các sân chơi, các mô hình thực tế như các cuộc thi tìm hiểu kiến thức về chứng khoán, về quyền chọn chứng khoán; cuộc thi có chủ đề về “Người Quản Lý Thị Trường Quyền Chọn Tương Lai”... Thực hiện cho được việc tổ chức một sàn giao dịch quyền chọn vào một ngày cố định trong kỳ để các bạn có thể thực tập và làm quen với việc giao dịch, bên cạnh đó cũng kích thích, tạo sự hứng khởi cho các bạn trong môi trường kinh doanh. Mô hình này phải đầy đủ giống như một sàn giao dịch thực thụ và giao cho các bạn sinh viên tự đóng vai vào các vị trí như quản lý sàn, môi giới, người bán, người mua....

#### ***3.1.2.2. Giải pháp tuyên truyền thông qua các phương tiện truyền thông đại chúng như đài truyền hình, truyền thanh, báo chí.***

Để phát triển sản phẩm quyền chọn chứng khoán, UBCK NN cần có chiến lược quảng bá sản phẩm trong thời gian tới sau cho tất cả các NĐT, các tổ chức kinh doanh, các đơn vị quản lý TTCK hiện nay đều hiểu biết về lợi ích, cách thức sử dụng sản phẩm trong việc chủ động đối phó rủi ro biến động của thị trường và cũng đồng thời tìm kiếm

một cơ hội đầu tư sinh lợi với tỷ suất cao trên khả năng dự báo về sự biến động giá chứng khoán trong tương lai.

Để nâng cao hiệu quả của công tác quảng bá, tuyên truyền sản phẩm quyền chọn còn khá mới mẻ này đến được mọi thành phần kinh tế, đặc biệt là các NĐT chứng khoán hiện nay, cần lưu ý đến việc phổ biến kiến thức về sản phẩm thông qua các bài viết giới thiệu lợi ích của sản phẩm và cách thức sử dụng sản phẩm một cách dễ hiểu nhất trên báo và tạp chí phổ thông hay các phương tiện thông tin đại chúng, đặc biệt là các tạp chí về chứng khoán và TTCK.

Mở rộng tuyên truyền, phổ cập kiến thức cho công chúng trên các phương tiện thông tin đại chúng như: báo chí, đài phát thanh, đài truyền hình, mạng Internet, các khóa đào tạo miễn phí, xây dựng các bản tin, các chuyên mục về chứng khoán và quyền chọn.

### ***3.1.2.3. Phổ biến kiến thức về quyền chọn thông qua các CTCK, các định chế trung gian triển khai đến người dân.***

Các CTCK thường tiếp cận và hiểu biết hơn về công cụ option chứng khoán so với các thành phần khác trong xã hội. Để phát triển công cụ này, các CTCK, các định chế trung gian cần thành thạo trong lĩnh vực rồi phổ biến đến các khách hàng của mình cũng như các thành phần khác trong xã hội hiểu về chúng, để họ có thể sử dụng được các công cụ này. Bởi vì, thị trường quyền chọn muốn phát triển không chỉ phát triển thị trường này vào giữa các CTCK, các định chế trung gian mà cần được phát triển đến tất cả các thành phần kinh tế, đến các NĐT. Các CTCK cần phải công khai thông tin và trung thực trong hoạt động kinh doanh kinh doanh công cụ phái sinh này với khách hàng, phân tích để khách hàng hiểu và tự quyết định. Nhu cầu được tư vấn của NĐT cá nhân rất cao. Nhất là thời điểm hiện nay, khi thị trường không còn cảnh mua đầu, thắng đó nên NĐT rất cần có nhiều thông tin, có người trao đổi trước khi đưa ra quyết định cuối cùng.

Trung tâm nghiên cứu đào tạo UBCKNN cần thiết phải mở các lớp học mẫu ngắn hạn, tổ chức các buổi nói chuyện chuyên đề về chứng khoán và công cụ tài chính phái sinh tại các Trung tâm văn hóa quận, huyện hay Nhà văn hóa thanh niên cho các đối tượng đang sinh hoạt tại đây để vừa có dịp vui chơi, giải trí vừa có dịp học tập bổ ích bởi vì nhu cầu tìm hiểu và tham gia TTCK trong công chúng là rất lớn.

#### ***3.1.2.4. Tạo nhận thức về sản phẩm, thay đổi quan điểm, nhận thức của NĐT về rủi ro, về thị trường các công cụ phái sinh.***

Muốn hình thành thị trường quyền chọn trước hết tạo nhận thức cho NĐT, tức là NĐT phải biết về những đặc tính và công dụng của sản phẩm quyền chọn là gì từ đó mới mong kích thích nhu cầu của họ. Cần phải tạo nhận thức của NĐT về quyền chọn chứng khoán, tạo cho được ý định dùng thử sản phẩm mới, tạo nhu cầu và khát vọng về sản phẩm.

Nâng cao trình độ hiểu biết của người đầu tư về công cụ option chứng khoán. Nhận thức chưa đúng và đầy đủ về công dụng của các công cụ tài chính phái sinh trong đó có quyền chọn chứng khoán. Do các công cụ tài chính phái sinh chưa phát triển ở Việt Nam nên rất nhiều người chưa nhận thức hết công dụng của nó, từ đó, dẫn đến hiểu và sử dụng sai công dụng và sớm qui kết các công cụ tài chính phái sinh chỉ phục vụ cho đầu cơ. Thật ra, các công cụ này có thể sử dụng cho cả hai mục đích đầu cơ và phòng ngừa rủi ro.

Nhận thức về sự đầu cơ và quan niệm cờ bạc: Thực ra, đầu cơ với ý nghĩa của nó là sử dụng thông tin trên thị trường, phân tích và dự báo sự biến động giá trong tương lai, từ đó ra quyết định mua hoặc bán nhằm tìm kiếm lợi nhuận đồng thời chấp nhận rủi ro nếu dự báo sai lệch so với thực tế. Khái niệm đầu cơ không có ý nghĩa như là hành động đầu cơ lũng đoạn như chúng ta thường hiểu trong thời kỳ bao cấp. Hơn nữa nếu thị trường tài chính hoạt động hiệu quả thì dù có muốn đầu cơ lũng đoạn thị trường cũng không có thể làm được. Do vậy không nên lo ngại quá đáng về đầu cơ. Nếu xét về một góc độ nào đó, nhiều quyết định trong tài chính rất giống tính chất cờ bạc. Vì nhà quản lý thường xuyên ra quyết định trước khi sự việc xảy ra, đặc biệt là trên TTCK. Sự giống nhau này dễ dẫn người ta liên tưởng đến và đồng nhất hoạt động của thị trường tài chính phái sinh với hoạt động cờ bạc. Tuy nhiên, hành động này cũng mang ý nghĩa là phòng ngừa rủi ro hơn chứ không mang ý nghĩa là thử thời vận để kiếm lời.

### **3.1.3. GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG CÔNG NGHỆ THÔNG TIN.**

#### ***3.1.3.1. Hoàn thiện và đồng bộ hoá công nghệ thông tin trên TTCK.***

Hệ thống kỹ thuật giao dịch tại Sở giao dịch và TTGDCK hiện nay còn mang tính thủ công và chậm chạp. Đây cũng là nguyên nhân làm cho tính thanh khoản của CP kém



đi. TTGDCK chưa xây dựng một chương trình phần mềm thống nhất, hệ thống còn mang tính lắp ghép, rời rạc, dễ phát sinh sự cố trong giao dịch. Trung tâm chưa trang bị một hệ thống phòng ngừa rủi ro trong giao dịch, thanh toán điện tử. Một khi khối lượng niêm yết và các lệnh giao dịch, thanh toán gia tăng sẽ tạo ra một áp lực rất lớn đối với hệ thống giao dịch, thanh toán hiện nay.

Do đó, để khắc phục tình trạng quá tải lệnh giao dịch của NĐT, Sở giao dịch và TTGDCK cần phải đầu tư thiết bị công nghệ hiện đại để cải tiến hệ thống kỹ thuật giao dịch. Phát triển đồng bộ hệ thống giao dịch kết nối Sở, Trung tâm với các CTCK, trước hết là giải quyết được tình trạng quá tải tại sàn giao dịch, thứ hai là với hệ thống giao dịch hoàn hảo sẽ tự động sàng lọc những lệnh được chấp nhận để chuyển thẳng vào Sở và Trung tâm. Hoàn thiện, nâng cấp công nghệ thông tin hiện có tại các trung tâm giao dịch chứng khoán. Cải tiến phương thức giao dịch, tiến tới giao dịch từ xa. Tích cực triển khai thực hiện đề án hiện đại hoá công nghệ thông tin ngành chứng khoán, tiến tới tự động hóa toàn bộ các hoạt động giao dịch, thanh toán, công bố thông tin, giám sát thị trường theo chuẩn mực quốc tế vào năm 2008. Bên cạnh đó, cần sớm đầu tư nâng cao năng lực cho TTGDCK để giảm thời gian thanh toán từ T+3 xuống còn T+2 hoặc T+1, tạo vòng quay tiền, hàng nhanh hơn góp phần hạn chế phần nào rủi ro cho NĐT.

### ***3.1.3.1. Ứng dụng các công nghệ, kỹ thuật tiên tiến vào TTCK.***

Ngày 30/07/2007, TTGDCK TP.HCM đã chính thức thực hiện phiên giao dịch khớp lệnh liên tục đầu tiên Với TTCK Việt Nam hiện nay, giao dịch khớp lệnh liên tục được xem như một phương thức giao dịch hiện đại, khắc phục được tình trạng nghẽn lệnh, giảm bớt nguy cơ làm giá, tăng khả năng phán đoán và phản ứng của NĐT.

Để nâng cấp và phát triển hệ thống giao dịch, đáp ứng khả năng mở rộng về số lượng thành viên giao dịch, triển khai các mô hình giao dịch mới nhằm tiến tới giao dịch không sàn, đồng thời định hướng phát triển đồng bộ về công nghệ thông tin cho toàn thị trường, SGDCK TP.HCM đã xây dựng lộ trình như sau:

- *Giai đoạn 1:* Từ tháng 10/2007 đến quý I/2008, triển khai Remote DCTerm, nghĩa là đưa màn hình nhập lệnh DCTerm về tại địa điểm CTCK - bắt đầu triển khai thí điểm từ 1 - 2 CTCK, sau đó mở rộng đến các công ty khác.

- *Giai đoạn 2:* Từ quý I/2008, cho phép hệ thống front-office của CTCK chuyển lệnh và nhận thông tin giao dịch trực tuyến (gateways) với máy chủ của Sở giao dịch, tiếp tục duy trì sàn giao dịch cho các CTCK chưa có hệ thống front-office.

Theo kế hoạch, SGDCK TP.HCM sẽ lựa chọn CTCK thực hiện thí điểm giao dịch Remote DCTerm, ban hành các quy định liên quan đến Remote DCTerm. Từ ngày 14/01/2008 đến 15/05/2008, phối hợp với CTCK thử nghiệm giao dịch trực tuyến. Ngày 17/03/2008 bắt đầu triển khai giao dịch trực tuyến với một số CTCK. Do đó, SGDCK TP.HCM yêu cầu CTCK thành viên nâng cấp hệ thống mạng, tự trang bị hệ thống front-office.

Lợi ích của việc nâng cấp hệ thống công nghệ thông tin trên nhằm giảm tải những thao tác thủ công và giúp việc đặt lệnh vào hệ thống được nhanh chóng hơn, làm tăng lượng giao dịch thành công cho NĐT.

#### ***3.1.3.2. Xây dựng hệ thống kỹ thuật cho sàn giao dịch option.***

Nhằm xây dựng hệ thống kỹ thuật cho sàn giao dịch option thì chúng ta cần phải hoàn thiện và đồng bộ hoá việc áp dụng hạ tầng công nghệ thông tin cho TTCK. Hoàn chỉnh vai trò của trung tâm lưu ký chứng khoán nhằm tạo sự đồng bộ về kết cấu hạ tầng cho thị trường, đồng thời giảm thiểu được rủi ro và chi phí liên quan đến việc thanh toán các giao dịch. Ứng dụng và hoàn thiện hệ thống giao dịch tự động hiện đại. Tự động hoá 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. Kết nối mạng diện rộng giữa hệ thống giao dịch của SGDCK Tp.HCM, sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội với các CTCK 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 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 NĐT. Mở rộng phạm vi thông tin cần công bố trên cơ sở xây dựng dữ liệu thông tin đầy đủ.

#### **3.1.4. GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN VÀ NÂNG CAO CHẤT LƯỢNG NGUỒN NHÂN LỰC.**

##### ***3.1.4.1. Tăng cường công tác đào tạo và nghiên cứu.***

Hiện nay thực tế cho thấy, có rất nhiều các NĐT tại TTCK Việt Nam đầu tư chứng khoán theo cảm tính. Họ không cần tính toán, suy nghĩ về tầm nhìn dài hạn và quyết định ồ ạt mua bán theo đám đông. Một trong những hạn chế lớn nhất của NĐT trên TTCK Việt Nam là thiếu kiến thức hiểu biết về chứng khoán và TTCK và đây cũng là một trong những nguyên nhân khiến họ phải chịu nhiều thua lỗ trong thời gian qua. Vì vậy, chúng ta phải tăng cường công tác đào tạo, huấn luyện, phổ biến kiến thức đến cho mọi người. Để làm được như vậy, chúng ta cần phải đi từng bước, từ cái cơ bản nhất là đầu tư, đào tạo con người vì con người đóng vai trò quyết định trong mọi hoạt động. Đào tạo và đào tạo lại là nhiệm vụ thường xuyên, liên tục và phải kết hợp với với những yêu cầu thực tiễn ở mỗi giai đoạn phát triển của thị trường. Quá trình đào tạo không chỉ cho những nhà quản lý, nhà môi giới, nhà phân tích mà cho quảng đại quần chúng. Nhằm đáp ứng được yêu cầu về nhân lực cho TTCK và cả cho thị trường quyền chọn sau này thì chương trình đào tạo phải sâu rộng và mang tính cách quyết liệt. Phải đầu tư đào tạo ngay bây giờ, phổ biến vào các trường đại học, các trung tâm kinh tế, các viện, các học viện kinh tế... với các môn học về TTCK và quyền chọn, đồng thời phải thường xuyên cập nhật, phổ biến những thông tin mới, những tiêu chuẩn tiên tiến nhất.

#### ***3.1.4.2. Nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với đội ngũ cán bộ.***

TTCK Việt Nam hoạt động hơn 7 năm và là một thị trường còn khá mới mẻ, non trẻ. Vì thế đội ngũ quản lý cũng chưa có nhiều kinh nghiệm trong việc quản lý và điều hành. Chúng ta cần đầu tư để nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với đội ngũ cán bộ quản lý vì đây chính là những con người vận hành thị trường, phải là những người có tài, có đức, có kiến thức và tầm nhìn chiến lược để giúp cho thị trường phát triển ổn định và bền vững. Hiện nay, đội ngũ quản lý thị trường giỏi, có kinh nghiệm không nhiều, cộng với sự lôi kéo từ các CTCK làm cho đội ngũ quản lý của chúng ta ngày càng thưa thớt. Vì vậy chúng ta cần phải có chính sách, có các chế độ nhằm nâng cao năng lực và trình độ quản lý cũng như tuyển chọn được các nhân tài, thông qua các hình thức như tổ chức các lớp huấn luyện nghiệp vụ, tổ chức các cuộc sát hạch công chức cho các cán bộ nghiệp vụ để gạn lọc những người giỏi, loại bỏ những người yếu kém. Có chương trình, kế hoạch đào tạo dài hạn cả trong và ngoài nước cho các cán bộ, công nhân viên. Đầu tư vào nhân lực cho đội ngũ quản lý trẻ thông qua việc cử đi tu nghiệp, tập huấn tại các nước tiên tiến.

Sử dụng các chính sách về tiền lương, các phúc lợi xã hội thoả đáng nhằm gìn giữ và chiêu mộ người tài.

### ***3.1.4.3. Phát triển đội ngũ hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán và các công cụ tài chính phái sinh.***

Các CTCK, các ngân hàng cần lựa chọn các cá nhân để làm việc trong lĩnh vực này dựa trên: Nền tảng đào tạo, nền tảng cá nhân và khả năng phát triển.

- Nền tảng đào tạo: Người ta thường cho rằng người có học vị cao phù hợp với công việc này. Tất nhiên, có được bằng cấp đó là rất tốt nhưng chưa hẳn là đủ và cũng chưa hẳn là chỉ những người đó mới phù hợp. Thực tế, một trực giác tốt để nhận biết nhanh còn quan trọng hơn nền tảng đào tạo, đôi khi tài sản quan trọng nhất của một chuyên gia là “giác quan đường phố” nhạy bén, hay có thể nói là họ có sở trường trong lĩnh vực này. Thực tế cho thấy nhiều người thành công trên lĩnh vực này là những người biết nắm bắt, xử lý thông tin, biết phân tích và ra quyết định đúng lúc. Một bộ phận kinh doanh quyền chọn tốt cần có những con người có các nền tảng khác nhau với thế mạnh của họ có thể bổ sung cho nhau và những điểm yếu của mỗi người được người khác bù đắp.

- Nền tảng cá nhân: Cá tính mỗi con người cũng đóng góp đáng kể cho nghề nghiệp kinh doanh công cụ phái sinh. Đây là hoạt động chịu nhiều áp lực, những người kinh doanh trong lĩnh vực này thường rất muốn kiếm được nhiều lợi nhuận, nhưng nếu họ qua đề cao chủ nghĩa cá nhân có thể dẫn đến những sai lầm lớn. Việc cư xử công bằng, không độc đoán và không quá dựa trên lợi nhuận sẽ tạo được môi trường làm việc lành mạnh để các giao dịch viên có thể đạt kết quả tốt.

- Khả năng phát triển: Đây là vấn đề rất khó đánh giá khi bắt đầu lựa chọn một nhân viên giao dịch vì không biết người đó có đủ năng lực, kinh nghiệm, đủ minh mẫn để cạnh tranh khi thị trường phát triển hay không. Vì vậy, ngoài khả năng của người đó, các tổ chức này phải thường xuyên tổ chức các buổi huấn luyện, đào tạo về nghiệp vụ, thi sát hạch cho các nhân viên của mình nhằm nâng cao tay nghề và cập nhật kiến thức cho họ.

Các CTCK phải chủ động tuyển dụng có chọn lọc một đội ngũ nhân viên tư vấn có năng lực thực sự, có ý thức, tác phong năng động, hoạt bát, có đạo đức nghề nghiệp tốt. Đây là một trong những vấn đề khó khăn đối với các CTCK hiện nay khi mà vấn đề

nhân sự trong lĩnh vực tài chính trở nên khan hiếm trong thời gian qua. Định kỳ, các CTCK nên tổ chức các buổi hội thảo, tọa đàm về nghiệp vụ chuyên môn, để các nhân viên nghiệp vụ học hỏi kinh nghiệm lẫn nhau, tức là không chỉ đào tạo theo hướng chuyên nghiệp, mà còn phải đào tạo song phương theo hướng đào tạo và tự đào tạo. Bên cạnh đó, các CTCK cần phải tổ chức các buổi tư vấn, thuyết trình, giải đáp những thắc mắc để nâng cao kiến thức và kinh nghiệm cho các NĐT. Các CTCK cũng cần có chế độ đãi ngộ xứng đáng đối với các nhân viên tư vấn làm tốt chuyên môn, nhằm khuyến khích họ phát huy hơn nữa năng lực của mình.

### **3.1.5. GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.**

#### ***3.1.5.1. Cung cấp hàng hóa có chất lượng cao cho thị trường.***

Việc tăng hàng hóa có chất lượng cao là rất cần thiết cho TTCK. Tuy nhiên, việc tăng này cần diễn ra một cách thận trọng, từng bước. Bản chất thị trường là nơi gặp gỡ cung - cầu. Giá cả hàng hoá do quan hệ cung - cầu quyết định, việc vội vã tăng cung trong khi không có một lượng cầu tương ứng có thể làm TTCK sụp đổ hoặc trầm lắng kéo dài. Ngoài ra, ngay cả khi đã có một lượng cầu tương ứng, thì lượng cầu này cũng chỉ tập trung vào những CP tốt. Việc nhiều CP đã đăng ký niêm yết 3, 4 năm nay mà vẫn chỉ có lượng giao dịch nhỏ bé, không hề được quan tâm, có mặt trên TTCK chỉ để... tượng trưng là bài học cần rút kinh nghiệm. Chính những doanh nghiệp yếu kém này đã và đang làm xấu đi hình ảnh TTCK Việt Nam. Như vậy, khái niệm tăng cung cần được hiểu là tăng cung có chất lượng. Những doanh nghiệp được xem xét niêm yết phải là những doanh nghiệp tốt nhất có thể. Những doanh nghiệp đủ điều kiện niêm yết, nhưng có chất lượng kém hơn sẽ được xem xét đưa lên niêm yết sau. Việc vội vã phát triển TTCK quá nhanh không chọn lọc có thể làm “ô nhiễm” TTCK ngay từ đầu, trong khi với tiềm năng của nền kinh tế hiện tại, Việt Nam hoàn toàn có thể tạo ra một thị trường với những doanh nghiệp rất tốt làm nền tảng.

#### ***3.1.5.2. Xây dựng lộ trình cổ phần hoá và niêm yết các Tổng công ty nhà nước, khuyến khích các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài niêm yết.***

Với nguyên tắc hoạt động trung gian, đấu giá, công khai và là nơi mà hoạt động mua bán chứng khoán diễn ra hàng ngày, hàng giờ. TTCK chính là cơ sở làm cho quá

trình cổ phần hóa theo đúng pháp luật và phù hợp với tâm lý của NĐT. Chỉ có thông qua TTCK, Nhà nước mới có thể thực hiện được cổ phần hóa đối với bất kỳ loại hình doanh nghiệp nào. Mặt khác, nếu không có TTCK thì vốn đầu tư qua chứng khoán sẽ bị bất động và như vậy sẽ rất khó khăn trong việc phát hành. Mục tiêu chủ yếu của cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước và các loại hình doanh nghiệp khác là thu hút mọi nguồn vốn nhỏ lẻ trong dân chúng vào đầu tư.

Để nâng cao chất lượng chứng khoán niêm yết, chương trình cải cách các doanh nghiệp nhà nước cần được đẩy mạnh, UBCKNN phối hợp với Cục Tài chính Doanh nghiệp xây dựng kế hoạch đưa các Tổng công ty Nhà nước, doanh nghiệp nhà nước có quy mô lớn, làm ăn có hiệu quả trình Thủ tướng Chính phủ cho thí điểm thực hiện cổ phần hóa gắn với niêm yết. 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.

Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần và hướng dẫn các công ty đó niêm yết trên TTCK. Chính phủ cần có chính sách mở rộng thí điểm việc chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần kết hợp với việc chào bán ra công chúng; tỷ lệ NĐT nước ngoài được nắm giữ trong doanh nghiệp này tương tự như tỉ lệ liên doanh. Tạo thuận lợi để các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chuyển nhượng cổ phần cho các quỹ đầu tư. Các công ty nhà nước cổ phần hóa đã niêm yết và đăng ký trên TTCK chuẩn bị phương án bán bớt một tỷ lệ hợp lý cổ phần nhà nước. Mở rộng bán cổ phiếu qua TTCK, chào bán cổ phiếu của tất cả các doanh nghiệp cổ phần hóa ra công chúng qua TTCK.

### ***3.1.5.3. Cải tiến các phương thức phát hành trái phiếu, tạo sức hấp dẫn cho trái phiếu.***

Thị trường cổ phiếu phát triển đến đâu thì Chính phủ cũng nên quan tâm đến sự phát triển của thị trường trái phiếu. Điều này đáp ứng phần lớn nhu cầu của các NĐT muốn tham gia thị trường nhưng ngại rủi ro, xem mức độ an toàn của chứng khoán là yếu tố quyết định sự lựa chọn của chính mình. Do đó, cần cải tiến phương pháp phát hành trái

phiếu Chính phủ, tăng cường phát hành theo phương pháp đấu thầu, đa dạng hóa các kỳ hạn của trái phiếu Chính phủ, triển khai phát hành trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển, trái phiếu địa phương, trái phiếu công trình, đô thị lên niên yết và giao dịch trên TTCK. Xây dựng và thực hiện kế hoạch phát hành theo lịch biểu nhằm cung cấp đều đặn khối lượng trái phiếu cho TTCK.

#### ***3.1.5.4. Sử dụng các công cụ về thuế, chính sách ưu đãi để khuyến khích các công ty tham gia niêm yết trên TTCK.***

Áp dụng các ưu đãi cho cho các đối tượng sắp tham gia vào thị trường bằng công cụ về thuế, về các chính sách ưu đãi khác nhằm tạo sự thuận lợi cho các doanh nghiệp này tham gia thị trường Tiếp tục khuyến khích các doanh nghiệp tư nhân nói riêng và các doanh nghiệp niêm yết nói chung bằng cách gia hạn ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp khi niêm yết Nhà nước muốn có nguồn thu ngân sách lớn thì phải kích thích cho TTCK phát triển vì đây là nơi tạo ra nguồn thu lớn cho Ngân sách Nhà nước. Bên cạnh đó, UBCK Nhà nước cũng tạo môi trường thông thoáng cho các doanh nghiệp sắp niêm yết trên sàn, hạn chế tối đa các thủ tục rườm rà, không cần thiết nhằm giúp các doanh nghiệp tham vào thị trường một cách dễ dàng hơn. Áp dụng các chính sách ưu đãi cho tất cả các NĐT, không phân biệt là tổ chức hay cá nhân, doanh nghiệp nhà nước hay các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác với mục đích là làm cho thị trường ngày càng phát triển.

#### ***3.1.5.5. Giải pháp kích thích TTCK phát triển ổn định.***

Nhằm kích thích cho thị trường chứng khoán phát triển ổn định, chúng ta cần thực hiện các giải pháp sau:

- Chính phủ cần phát hành chứng khoán thời hạn dài từ 10 năm trở lên, nhưng lãi suất quy định theo từng giai đoạn mỗi 2 năm một lần theo nguyên tắc đảm bảo cho NĐT không bị thiệt thòi hơn gửi tiết kiệm 24 tháng cùng giai đoạn. Tiền huy động được từ trái phiếu dài hạn (định lượng mỗi năm huy động một tổng giá trị tương đương với tổng giá trị trả nợ đến hạn trong nước hàng năm) chỉ tập trung vào đầu tư các công trình và dự án trọng điểm cấp quốc gia, được xác định có hiệu quả cao trong các lĩnh vực: phát triển các dự án chế tạo máy móc, công nghệ cao, phát triển kết cấu hạ tầng thành phố, giao thông quốc gia, phát triển giáo dục, đào tạo và phát triển hệ thống y tế từ cơ sở đến trung ương.

- Tiến hành IPO các doanh nghiệp nhà nước lớn với giá chủ yếu do thị trường quyết định.

- Có chính sách bắt buộc tất cả các ngân hàng thương mại phải dành một tỷ lệ nguồn huy động đủ cần thiết để đầu tư vào trái phiếu dài hạn của Chính phủ lưu ký tại Ngân hàng Nhà nước vừa để góp phần định hướng sử dụng nguồn đúng hiệu quả, vừa làm công cụ an toàn để tiếp cận thị trường mở của Ngân hàng Nhà nước trong các trường hợp bị báo động về rủi ro thanh khoản...

- Có chính sách thoả đáng để khuyến khích các CTCK mở tài khoản tiền gửi lưu ký kinh doanh tại các ngân hàng thương mại. Tiền gửi gồm tiền tự doanh và tiền của NĐT tại CTCK.

- Có chính sách để khu vực sản xuất, dịch vụ có sử dụng thiết bị nhập khẩu giá trị lớn được xét theo một cơ chế chặt chẽ cho phép phát hành trái phiếu ngoại tệ trong nước kết hợp với chính sách loại bỏ dần tín dụng ngoại tệ.

- Có danh mục xếp hạng để hầu hết các chủ sở hữu của các chứng khoán nợ trong danh mục chuẩn được phép sử dụng chứng khoán đó trong việc chiết khấu, tái chiết khấu tại các ngân hàng thương mại để các ngân hàng thương mại bằng nghiệp vụ tín dụng ngắn hạn của mình tạo ra tính thanh khoản cho TTCK

### **3.1.6. GIẢI PHÁP THU HÚT NGUỒN VỐN ĐẦU TƯ, TẠO SỨC HẤP DẪN CHO THỊ TRƯỜNG**

#### ***3.1.6.1. Giải pháp thu hút nguồn vốn đầu tư thông qua việc nâng cao hiệu quả kinh doanh và công tác quản trị của các công ty niêm yết.***

Thời gian qua niềm tin của NĐT ít nhiều bị giảm sút khi thị trường có những đợt điều chỉnh sâu và mạnh. Muốn lấy lại sự quan tâm của NĐT, ngoài các biện pháp khắc phục thị trường như thực thi các giải pháp phát triển TTCK có tổ chức, hạn chế rủi ro của thị trường tự do. Đổi mới cơ chế quản lý vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp khác; cơ chế góp vốn, mua cổ phần của NĐT nước ngoài trong các doanh nghiệp VN; tổ chức kiểm tra, giám sát chặt chẽ và đánh giá hiệu quả hoạt động tài chính của các tập đoàn kinh tế, các tổng công ty và doanh nghiệp nhà nước nhằm kịp thời phát hiện, chấn chỉnh để báo cáo và đề xuất với Thủ tướng Chính phủ các biện pháp tăng cường quản lý và hướng dẫn



hoàn thiện về tổ chức, hoạt động của các tập đoàn kinh tế. Bên cạnh đó các doanh nghiệp cần phải nâng cao chất lượng của các CP niêm yết. Muốn được như vậy, các công ty niêm yết phải chính mình nâng cao hiệu quả hoạt động SXKD, phải có một chiến lược kinh doanh rõ ràng, đầu tư hiện đại hóa công nghệ, mở rộng thị trường, đào tạo nhân lực có chất lượng cao, lành mạnh và minh bạch hóa trong công tác tài chính – kế toán.

Các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam cần thiết phải xây dựng cho mình một thông lệ quản trị công ty vì TTCK và quản trị công ty có mối liên hệ mật thiết, tương hỗ và thúc đẩy lẫn nhau. Quản trị công ty tốt giúp TTCK phát huy được tính hiệu quả, công khai, minh bạch, góp phần bảo vệ NĐT tốt hơn. Quản trị công ty tốt định nghĩa một cách rõ ràng các qui trình và trách nhiệm, tạo điều kiện cho việc ra quyết định được thực hiện trên cơ sở thông tin đầy đủ và khách quan hơn. Tuy nhiên, mục tiêu này phải được thực hiện trong một môi trường doanh nghiệp hoạt động vì lợi nhuận, đồng thời tuân theo một loạt các qui định rõ ràng đảm bảo trung thực và công bằng.

Ngược lại, niêm yết trên TTCK tạo ra cơ hội thúc đẩy quản trị công ty tốt nhất thông qua cơ chế công bố thông tin thường xuyên và tạo môi trường minh bạch cho hoạt động thu tóm và sáp nhập. Cơ chế này tạo ra sự cạnh tranh có hiệu quả giữa những nhà quản trị công ty, những nhà quản trị kém sẽ nhanh chóng thay thế bởi những nhà quản trị tốt hơn. Vì vậy, việc cổ phần hóa và niêm yết trên TTCK sẽ góp phần cải thiện sức cạnh tranh của doanh nghiệp Việt Nam cũng như môi trường đầu tư Việt Nam.

### ***3.1.6.2. Các ưu đãi dành cho các CTCK – nơi NĐT tiếp xúc với chứng khoán.***

CTCK là một trong những định chế tài chính trung gian quan trọng tham gia hoạt động trên TTCK. Từ khi thành lập đến nay TTCK Việt Nam đã thu hút trên 60 CTCK được thành lập. Đây cũng là thành công mà TTCK đem lại sau 8 năm đi vào hoạt động. UBCK Nhà nước cần sửa đổi và ban hành các chính sách ưu đãi về thuế, cải cách thủ tục hành chính cho các CTCK sao cho thông thoáng hơn, ưu đãi nhiều hơn nữa để các CTCK thu hút được nhiều NĐT. Cho phép các CTCK 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 NĐT nước ngoài. Thực hiện chính sách khuyến khích và tạo điều kiện để cho các tổ chức tín

dụng, các tổ chức và cá nhân tham gia vào TTCK. Cho phép các tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài góp vốn, mua cổ phần hoặc thành lập các CTCK liên doanh.

### ***3.1.6.3. Cải tiến cơ sở vật chất kỹ thuật, phát triển và nâng cao chất lượng dịch vụ cung cấp cho NĐT của các CTCK.***

Một trong những giải pháp chiến lược để nâng cao hoạt động đầu tư, giảm thiểu rủi ro trong đầu tư CK, tạo cầu nối cho cung cầu CK gặp nhau là phải hoàn thiện cơ sở vật chất hạ tầng kỹ thuật, mở rộng phát triển qui mô và nâng cao chất lượng dịch vụ hoạt động của các CTCK, đặc biệt chú trọng đến việc nâng cao nghiệp vụ và tính chuyên nghiệp trong việc cung cấp dịch vụ. Khi quy mô TTCK gia tăng cả về hàng hoá và NĐT, các CTCK đã không đủ khả năng đáp ứng của cơ sở hạ tầng công nghệ và thiết bị khiến cho tình trạng nghẽn lệnh và quá tải không nhập hết lệnh thường xuyên xảy ra. Chính điều này cho thấy hệ thống CNTT của một số CTCK còn rất yếu kém, đặc biệt là khả năng bảo mật hệ thống. Vì vậy, đầu tư công nghệ là một yêu cầu cấp bách hiện nay của các CTCK. Những lỗi như chậm và sai sót khi nhập lệnh hay từ chối khách hàng vì quá đông,... sẽ là điều không còn được chấp nhận trong một thị trường phát triển ổn định. Thời gian vừa qua, chúng ta đã thấy nhiều vụ việc nhân viên CTCK bị cảnh cáo vì can thiệp trái pháp luật vào các lệnh giao dịch. Do đó, để hạn chế điều này, chúng ta cần nhanh chóng triển khai đồng bộ hệ thống giao dịch mà con người không thể can thiệp được. Có như vậy, TTCK mới trở nên công bằng hơn và quyền lợi NĐT mới ít bị ảnh hưởng.

Giao dịch CK qua mạng Internet là một hình thức phổ biến trên thế giới hiện nay, nhưng ở nước ta hình thức này chỉ mới xuất hiện, còn mới mẻ trong công chúng và các NĐT. Ngoài ra, các CTCK cũng chưa chú trọng nhiều vào việc triển khai dịch vụ này. Hiện nay, khi muốn đặt lệnh, hầu hết các NĐT đều đi đến CTCK để thực hiện. Để giúp các NĐT có thể tiếp cận một cách nhanh chóng và thuận tiện với TTCK mọi lúc, mọi nơi thì các CTCK cần hiện đại hóa hệ thống giao dịch, mở rộng giao dịch qua mạng Internet, tin nhắn, điện thoại, fax,... Bên cạnh đó, các CTCK cũng cần phải mở rộng phạm vi hoạt động, các chi nhánh, phòng giao dịch và các đại lý nhận lệnh để tạo điều kiện cho tất cả các NĐT ở các tỉnh, thành phố không có sàn giao dịch được tiếp cận với TTCK.

Bên cạnh đó, các CTCK không ngừng đào tạo, nâng cao kiến thức, tinh thần trách nhiệm và đạo đức nghề nghiệp cho các nhân viên, đặc biệt là các nhân viên công bố thông tin, hiện đại hóa hệ thống công bố thông tin, thường xuyên cập nhật thông tin trên website để NĐT dễ tìm kiếm và thu thập thông tin khi cần thiết. Việc làm này góp phần nâng cao uy tín, tên tuổi và quảng bá hình ảnh các CTCK đến các NĐT.

Hiện nay, phí giao dịch mà CTCK thu của khách hàng dao động trung bình khoảng 0,5%. Ngoài các thao tác giao dịch, họ không còn dịch vụ tiện ích nào khác cho khách hàng. Đây là một mức phí quá cao. Cho dù thị trường có tốt hay xấu đến như thế nào đi nữa thì mức phí đó vẫn không thay đổi, thậm chí nếu càng tốt thì CTCK càng lợi. Nên chẳng các CTCK cần điều chỉnh lại mức phí giao dịch hợp lý hơn, đa dạng hóa các dịch vụ tiện ích khác cho khách hàng, hỗ trợ hơn nữa về chiến lược cho các nhà quản lý, thể hiện cao hơn nữa vai trò trung gian tích cực trên TTCK Việt Nam.

Ngoài ra, để tạo môi trường cạnh tranh nhằm nâng cao chất lượng phục vụ khách hàng thì nên khuyến khích các định chế tài chính trung gian nước ngoài tham gia vào việc cung cấp các dịch vụ cho NĐT. Sự ra đời của các thành viên mới sẽ tạo thêm cơ hội lựa chọn cho NĐT, tạo áp lực cạnh tranh để các thành viên không ngừng phát triển hơn, tiến sâu hơn theo định hướng mở rộng hoạt động và chuyên sâu trong nghiệp vụ, thậm chí nếu có đào thải, đó cũng là qui luật chung của thị trường. Với chất lượng dịch vụ ngày càng nâng cao thì các NĐT phần nào hạn chế được những rủi ro không đáng có của mình.

#### ***3.1.6.4. Tạo niềm tin cho NĐT bằng các thông tin minh bạch trên thị trường.***

Công khai hóa và minh bạch hóa thông tin là yếu tố bắt buộc đối với mọi chủ thể phát hành CK. Đây là một trong những điều kiện tiên quyết cho một TTCK minh bạch, NĐT chỉ thực sự yên tâm khi thông tin trên thị trường có tính hoàn hảo cao.

Nhằm tạo sự minh bạch và công khai hóa thông tin và tăng tính hiệu quả của thị trường thì chúng ta cần thiết hình thành trung tâm giao dịch thông tin, tạo điều kiện bình đẳng cho tất cả các bên giao dịch đều có cơ hội như nhau về thông tin và nắm bắt những thông tin có ảnh hưởng đến sự hình thành tỷ giá trên thị trường.

Bên cạnh đó, cải thiện hơn mức độ hiệu quả thị trường là yêu cầu cần thiết và là mục tiêu của tất cả thị trường, từ đó khuyến khích hơn nữa nhu cầu giao dịch của các bên.

Các doanh nghiệp niêm yết và cả các công ty đại chúng nên đầu tư nhiều hơn cho bộ phận công bố thông tin để hình thành văn hóa quan hệ với NĐT. Các doanh nghiệp niêm yết cần xây dựng qui trình công bố thông tin trong nội bộ công ty trên cơ sở qui trình công bố thông tin mẫu của TTGDCK. Đồng thời, để nâng cao chất lượng công bố thông tin, các công ty cần lập ra bộ phận chuyên trách theo dõi và kiểm tra việc công bố thông tin của bộ phận trên, tiến tới chuẩn hóa chức vụ, tiêu chuẩn của người chịu trách nhiệm công bố thông tin như: phải có kiến thức nhất định về kinh tế tài chính, luật pháp và công nghệ thông tin. Khi có những sự kiện xảy ra có khả năng ảnh hưởng đến SXKD, giá CP trên thị trường thì các công ty niêm yết cần phải báo cáo công khai ngay lập tức. UBCKNN cần chủ động xác minh tính chính xác của thông tin để đề phòng trường hợp các thông tin gây nhiễu thị trường và công bố kết quả trên website của UBCKNN, TTGDCK được cập nhật liên tục. NĐT có thể dùng bất cứ biện pháp gì như email, điện thoại, fax... để tìm hiểu thông tin về doanh nghiệp, tránh mua bán dựa theo tin đồn. Có như vậy, NĐT mới dễ dàng tiếp cận thông tin hơn. Ngoài ra, Trung tâm giao dịch và Sở giao dịch phải tập huấn cho các công ty niêm yết cũng như các CTCK tư vấn cho các công ty niêm yết về chế độ, nghĩa vụ cũng như trách nhiệm và quyền lợi của họ khi tham gia công bố thông tin. Đây là một kênh quan trọng cho các NĐT. Đồng thời, UBCKNN phải thường xuyên bám sát những biến động của thị trường để kịp thời có những biện pháp giải quyết linh hoạt trong khuôn khổ pháp luật cho phép.

Trong xu hướng hội nhập kinh tế quốc tế, để có thể phát triển được, TTCK Việt Nam nói chung, các doanh nghiệp nói riêng, rất cần thu hút sự tham gia của NĐT nước ngoài. Để thu hút được đối tượng này, việc minh bạch hóa thông tin và trách nhiệm công bố thông tin cần phải trở thành thói quen bình thường đối với các chủ thể trên TTCK. Tuy nhiên, làm thế nào để công bố thông tin trở thành văn hóa kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam; làm thế nào để doanh nghiệp nhận thấy việc kiểm toán báo cáo tài chính là cần thiết cho lợi ích của chính mình thì không thể trông chờ vào nỗ lực của UBCKNN mà còn cần sự hợp tác và ý thức minh bạch hóa thông tin của chính các doanh

ng nghiệp, làm cho các doanh nghiệp thấy được lợi ích của việc công khai hóa thông tin để từ đó tiến hành việc công bố thông tin một cách tự nguyện.

#### **3.1.6.5. Hình thành tổ chức định mức tín nhiệm :**

Hiện nay, có thể nói chưa có chuẩn mực hay tổ chức nào chính thức, thực hiện đánh giá công ty niêm yết ngoài sự đánh giá xếp hạng tín dụng của trung tâm thông tin tín dụng – Ngân hàng nhà nước Việt nam được tiến hành năm 2007 vừa qua. Trong khi đó, việc đánh giá theo nguyên tắc chung, tổng quan mọi mặt, thống nhất của một cơ quan, tổ chức chuyên nghiệp khách quan là đều rất cần thiết. Giúp minh bạch hoá Công ty niêm yết, tạo niềm tin cho nhà đầu tư đánh giá tình hình doanh nghiệp.

Hình thành tổ chức định mức tín nhiệm để đánh giá xếp hạng tổ chức niêm yết, là cơ sở quan trọng để cho thị trường nhìn nhận đánh giá Công ty, có tác động đến việc hình thành tài sản cơ sở .

### **3.2. KIẾN NGHỊ VỀ VIỆC HỖ TRỢ CÁC GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ OPTION VÀO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.**

#### **3.2.1. KIẾN NGHỊ VỚI CHÍNH PHỦ VÀ BỘ TÀI CHÍNH VỀ VIỆC NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CỦA TTTC VIỆT NAM.**

Trong thị trường tài chính có hai thị trường bộ phận là thị trường tiền tệ và thị trường vốn luôn có quan hệ chặt chẽ với nhau. Trong đó, mối quan hệ mấu chốt nhất là quan hệ giữa TTCK – lõi của thị trường vốn với thị trường tín dụng ngắn hạn – lõi của thị trường tiền tệ.

Để đáp ứng được nhu cầu về vốn từ nay đến năm 2010 (khoảng 140 tỷ USD), điều đầu tiên là phải đa dạng hóa các loại trái phiếu Chính phủ làm chuẩn mực cho các công cụ nợ, khuyến khích và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp huy động vốn dưới hình thức phát hành cổ phần, trái phiếu. Ngoài ra còn cần đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước, gắn với việc niêm yết trên TTCK, nhằm tăng cường khả năng huy động vốn và tạo tiền đề phát triển TTCK.

Cần quyết tâm phát triển mọi nguồn lực của đất nước thông qua việc đa dạng sở hữu, chú trọng phát triển kinh tế tư nhân và tiến hành cổ phần hóa một cách mạnh mẽ. Bộ

Tài chính cần kiên quyết hoàn thành việc tiếp tục cổ phần hóa 3 ngân hàng thương mại lớn của Nhà nước sau NH Ngoại thương Việt Nam đã được cổ phần cùng 71 tập đoàn và Tổng công ty lớn. Bên cạnh đó, công tác phân cấp quản lý tài chính cũng sẽ được thực hiện mạnh mẽ và triệt để hơn.

Các cơ quan chức năng cũng sẽ sớm hoàn thiện thể chế hoạt động của TTCK, từng bước mở rộng sự tham gia của các NĐT nước ngoài vào TTCK Việt Nam theo cam kết hội nhập, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp Việt Nam, trước mắt là các doanh nghiệp lớn, tham gia vào thị trường vốn quốc tế.

Việc đầu tư theo danh mục thông qua TTCK, thị trường vốn, đặc biệt sự tham dự của các NĐT nước ngoài luôn là những xung lực mạnh cho phát triển và tăng trưởng tại các nước đang phát triển. Dưới góc độ cơ quan quản lý thị trường, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ tiếp tục các biện pháp phát triển bền vững thị trường vốn, TTCK để tạo một môi trường an toàn, minh bạch và hiệu quả cho đầu tư và bảo vệ các NĐT

### **3.2.1. KIẾN NGHỊ VỚI NHNN VIỆT NAM NHẪM ĐẨY MẠNH VIỆC HIỆN ĐẠI HÓA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM.**

Một trong những nhân tố ảnh hưởng mang tính bao trùm và có khả năng tạo ra những thay đổi lớn đối với môi trường hoạt động và sự phát triển của khu vực tài chính - ngân hàng trong thời gian tới đó là việc Việt Nam đã gia nhập WTO và hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng hơn. Vì vậy, ngành Ngân hàng Việt Nam cần phải tiếp tục đẩy mạnh việc hiện đại hóa, cải cách toàn diện nhằm nâng cao năng lực quản lý, giám sát hệ thống ngân hàng của Ngân hàng Nhà nước và năng lực cạnh tranh của các tổ chức tín dụng, đồng thời chuẩn bị những điều kiện cần thiết để bảo đảm hệ thống ngân hàng phát triển an toàn, hiệu quả và hội nhập kinh tế quốc tế thành công. Để đạt được điều này thì các NHTM cần phải thực hiện các nội dung sau:

Hiện đại hoá công nghệ ngân hàng. Để tạo ra các dịch vụ hiện đại, tất yếu phải đầu tư vào công nghệ hiện đại. Đối với các NHTM Việt Nam hiện nay, cần xác định chiến

lược đầu tư công nghệ ngân hàng hợp lý, phù hợp với trình độ và khả năng của hệ thống ngân hàng Việt Nam. Trước mắt cần đầu tư công nghệ để ưu tiên tạo ra các sản phẩm có khả năng cạnh tranh cao, tránh đầu tư tràn lan, không có trọng điểm hoặc đầu tư vào các công nghệ không có khả năng khai thác hoặc khả năng khai thác hiệu quả thấp trên thị trường Việt Nam. Kết hợp các sản phẩm dịch vụ hiện đại với các dịch vụ truyền thống để tạo ra các sản phẩm dịch vụ kết hợp, các dịch vụ đa tiện ích để thoả mãn nhu cầu tốt hơn cho các khách hàng. Từ đó tạo khả năng cho ngân hàng tăng lợi nhuận.

Các ngân hàng cần đa dạng hoá các dịch vụ ngân hàng mới, nhưng phải chú trọng tập trung vào khai thác một số dịch vụ hiện đại là thế mạnh của mình. Cần có chính sách phân loại khách hàng, nghiên cứu nhu cầu thị trường để nắm bắt được nhu cầu từng nhóm khách hàng. Một mặt để thoả mãn nhu cầu đa dạng của khách hàng, mặt khác tăng khả năng cạnh tranh từ các sản phẩm có thế mạnh, giúp ngân hàng kinh doanh hiệu quả, phát triển bền vững.

Đào tạo đội ngũ cán bộ nghiệp vụ, cán bộ quản trị ngân hàng đảm bảo quản lý và thực hiện tốt các nghiệp vụ NH hiện đại. Khác với các loại hình kinh doanh khác, kinh doanh NH yếu tố con người luôn đóng vai trò quyết định. Bởi vì, ngân hàng là lĩnh vực kinh doanh trên cơ sở các mối quan hệ trong đó chữ "tín" luôn được đặt lên hàng đầu. Khách hàng chỉ tìm đến ngân hàng khi họ tin tưởng. Vì vậy để thu hút khách hàng, nhân viên ngân hàng phải chuyên sâu về nghiệp vụ, có thái độ cư xử nhã nhặn, lịch sự với khách hàng. Đặc biệt trong điều kiện sử dụng công nghệ hiện đại, cần có sự đồng bộ giữa yếu tố trình độ công nghệ và kỹ năng của con người, công nghệ chỉ đạt được kết quả thông qua con người. Vì vậy các ngân hàng cần chú trọng vấn đề đào tạo đội ngũ nhân viên nghiệp vụ có trình độ, có khả năng làm việc với công nghệ hiện đại. Bên cạnh đó, đội ngũ quản lý, lãnh đạo ngân hàng cũng cần phải được thường xuyên nâng cao trình độ để đảm bảo quản lý, điều hành hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

Đẩy mạnh công tác tuyên truyền, quảng cáo rộng rãi về các dịch vụ ngân hàng, đặc biệt là các dịch vụ hiện đại. Ngân hàng cần kết hợp các phương thức tuyên truyền như

phát tờ rơi, thông qua phương tiện thông tin đại chúng... để công chúng có thông tin đầy đủ về tính tiện ích của dịch vụ hiện đại.

Đối với Ngân hàng Nhà nước, cần phải giám sát hoạt động của các NHTM trong hoạt động repo, huy động, cho vay, cầm cố để đầu tư chứng khoán; xây dựng, củng cố về tổ chức và áp dụng các công cụ quản lý thích hợp để bảo đảm giám sát được luồng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK trong mối liên hệ giữa TTCK và thị trường tiền tệ.

### **3.2.3. KIẾN NGHỊ ĐỐI VỚI CHÍNH PHỦ, UBCK NHÀ NƯỚC VỀ VIỆC CẢI TIẾN VÀ LÀM TĂNG TÍNH CẠNH TRANH TRÊN TTCK VIỆT NAM.**

Hiện nay, việc giám sát TTCK vẫn được thực hiện theo hướng SGDCK và TTGDCK là nơi giám sát giao dịch, còn các ban chức năng tại UBCKNN thì giám sát việc tuân thủ điều kiện cấp phép hoặc phát hành của khối CTCK, công ty đại chúng. Với hai loại giám sát này, những hiện tượng giao dịch lũng đoạn, giao dịch bất thường, giao dịch có ảnh hưởng nghiêm trọng đến quyền lợi của các NĐT khác ra thị trường rất ít được các nhà giám sát phát hiện và công bố. Bên cạnh đó, hoạt động tư vấn, giám sát, định giá cổ phần dễ niêm yết, chất lượng và quản lý thông tin còn hạn chế; các quy định về quản lý, kiểm soát thị trường đảm bảo phát triển bền vững còn thiếu và chưa đồng bộ; sự chủ động của các bộ, ngành chức năng cũng như sự phối hợp liên ngành để thực hiện quản lý, kiểm soát TTCK chưa thật tốt; năng lực quản lý giám sát thị trường của UBCKNN còn yếu. Trước những hạn chế này, UBCKNN cần phải:

- Phối hợp chặt chẽ với Ngân hàng Nhà nước, các cơ quan chức năng khác chỉ đạo tăng cường giám sát hoạt động của thị trường, phát triển thị trường các giao dịch chính thức, tăng cường quản lý các công ty đại chúng theo quy định của Luật Chứng khoán nhằm kiểm soát thị trường phi tập trung (OTC).

- Xây dựng chương trình và tổ chức kiểm tra định kỳ hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, tập trung vào việc đánh giá các công ty niêm yết, CTCK, công ty quản lý quỹ.

- Tăng cường công tác giám sát các hoạt động của các quỹ đầu tư CK, đặc biệt đối với các quỹ đầu tư CK nước ngoài phải bảo đảm hoạt động theo đúng các quy định của pháp luật về tỷ lệ CP, công bố thông tin và các quy định hiện hành khác.



- Tăng cường giám sát hoạt động giao dịch trên SGDCK, TTGDCK; chú trọng kiểm soát việc thực hiện quy định về công bố thông tin của các tổ chức, cá nhân hoạt động trên TTCK; bảo đảm tuân thủ quy trình về đặt lệnh giao dịch, lưu ký, thanh toán CK để các hoạt động này đều được thực hiện một cách công khai, minh bạch, đúng pháp luật.

- UBCKNN phối hợp với các cơ quan thông tin đại chúng đẩy mạnh việc thông tin tuyên truyền với nội dung và phương thức đa dạng để công chúng có sự hiểu biết hơn về những lợi ích cũng như những rủi ro khi tham gia thị trường.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

Căn cứ vào những kinh nghiệm có được sau quá trình tìm hiểu, phân tích về TTCK, cũng như những kinh nghiệm trong việc triển khai thực hiện một số quyền chọn ở nước ta hiện nay như quyền chọn ngoại tệ, quyền chọn vàng ở chương 2. Trong chương này, tác giả đưa ra các giải pháp nhằm phát triển, lành mạnh hóa TTCK và các giải pháp nhằm xây dựng, tạo tiền đề để phát triển công cụ option vào TTCK hiện nay. Các giải pháp này phải quán triệt tư tưởng và quan điểm chủ đạo phát triển và hoàn thiện thị trường tài chính của Đảng và Nhà nước đã đề ra. Các giải pháp được đưa ra nhằm khắc phục những hạn chế, những rủi ro cho thị trường dựa vào sự phân tích rủi ro của TTCK ở chương 2, bên cạnh đó, cũng có một số các giải pháp nhằm để cho TTCK phát triển một cách ổn định và bền vững. Bởi vì, TTCK có phát triển tốt thì thị trường các công cụ phái sinh mới phát triển. Đồng thời, tác giả cũng đưa ra một số giải pháp cho việc xây dựng cơ sở pháp lý, xây dựng việc tổ chức, quản lý, quy trình giao dịch quyền chọn, giải pháp về tuyên truyền thông tin, tư vấn công cụ option đến các NĐT, giải pháp phát triển hạ tầng công nghệ thông tin, cung cấp nguồn nhân lực cho sàn giao dịch option sau này...là những giải pháp cụ thể, chi tiết với hy vọng sẽ góp phần làm nền tảng để phát triển công cụ option vào TTCK Việt Nam một ngày không xa.

## KẾT LUẬN

Giai đoạn hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế khu vực và thế giới kể từ khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên thứ 150 của Tổ chức thương mại quốc tế (WTO). Điều đó đặt ra nhu cầu phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro trên thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng để bảo vệ các doanh nghiệp, các NĐT khi tham gia vào TTCK Việt Nam, một thị trường còn non trẻ và còn lắm rủi ro và option chứng khoán là công cụ hữu hiệu nhất hiện nay.

Trong chương I, tác giả đã giúp người đọc có được cái nhìn tổng quan về TTCK và Option. Đặc biệt tác giả đã đi sâu, phân tích các chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng quyền chọn với đặc trưng và ưu điểm của nó. Đây chính là phần cơ sở lý luận làm nền tảng cho việc nghiên cứu thực trạng và đưa ra giải pháp để phát triển option chứng khoán sau này.

Ở Chương II, tác giả trình bày khái quát về tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam từ những ngày đầu thành lập đến nay và nhận diện những rủi ro mà NĐT phải đối mặt khi tham gia thị trường. Bên cạnh đó, người viết cũng phân tích thực trạng các loại option đang phát triển ở Việt Nam hiện nay như option ngoại tệ, option tiền đồng và option vàng nhằm rút ra kinh nghiệm quý báu để làm nền tảng cho sự xây dựng và phát triển option chứng khoán trong thời gian sắp tới.

Trong Chương III, tác giả đưa ra các giải pháp nhằm phát triển, lành mạnh hóa TTCK và các giải pháp nhằm xây dựng, tạo tiền đề để phát triển công cụ option vào TTCK hiện nay. Các giải pháp này phải quán triệt tư tưởng và quan điểm chủ đạo phát triển và hoàn thiện thị trường tài chính của Đảng và Nhà nước đã đề ra. Các giải pháp được đưa ra nhằm khắc phục những hạn chế, những rủi ro cho thị trường và giúp cho TTCK phát triển một cách ổn định và bền vững. Đồng thời, tác giả cũng đưa ra một số giải pháp cho việc xây dựng cơ sở pháp lý, xây dựng việc tổ chức, quản lý, quy trình giao dịch quyền chọn, giải pháp về tuyên truyền thông tin, tư vấn công cụ option đến các NĐT, giải pháp phát triển hạ tầng công nghệ thông tin, cung cấp nguồn nhân lực cho sàn giao dịch option sau này....đây là những giải pháp cụ thể, chi tiết với hy vọng sẽ góp phần làm nền tảng để phát triển công cụ option vào TTCK Việt Nam.

Dù đã rất cố gắng, nhưng do thời gian nghiên cứu có hạn, cũng như người viết còn hạn chế về kinh nghiệm thực tiễn và kiến thức bao quát thị trường option còn chưa cao. Vì vậy, luận văn không thể tránh khỏi đôi chỗ khiếm khuyết và sai sót, tác giả rất mong nhận được sự thông cảm và chỉ dẫn góp ý. Song, tác giả hy vọng rằng tất cả những nội dung và vấn đề đã được trình bày trong luận văn này sẽ là một đóng góp nhỏ, hữu ích cho việc phát triển công cụ option chứng khoán trong tương lai; phù hợp với xu hướng hội nhập quốc tế cũng như góp phần giảm thiểu rủi ro cho TTCK Việt Nam trong giai đoạn tới. Từ đó, giúp nước ta có những bước tiến mạnh hơn, phát triển bền vững hơn trong công cuộc xây dựng đất nước.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Trần Ngọc Thơ - chủ biên (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, Tp.HCM
2. Nguyễn Thị Ngọc Trang - chủ biên (2005), *Quản trị rủi ro tài chính*, Nhà xuất bản Thống kê, Tp.HCM
3. Nguyễn Văn Tiến (2003), *Quyền chọn tiền tệ*, Nhà xuất bản Thống kê, Tp.HCM.
4. Hồ Viết Tiến, (2006), “Thị trường cổ phiếu Việt Nam có hiệu quả không?”, *Tạp chí phát triển kinh tế* 185, 186.
5. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Vụ chiến lược phát triển ngân hàng (2007), Kỷ yếu hội thảo khoa học, *Giải pháp phát triển Thị trường phái sinh ở Việt Nam*
6. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Vụ chiến lược phát triển ngân hàng (2007), Kỷ yếu hội thảo khoa học, *Thị trường chứng khoán và tác động của nó tới Thị trường Tài chính Việt Nam trong bối cảnh hội nhập WTO*
7. Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM, (2006), *Tổng kết 5 năm thị trường chứng khoán Việt Nam*, NXB Phương Đông, TP.HCM.
8. Quốc hội nước CHXHCN Việt Nam, (2006), “Luật chứng khoán”.
9. Tạp chí Tài chính tháng 03/2007
10. Tạp chí Tài chính tháng 04/2007
11. Tạp chí Tài chính tháng 09/2007
12. Tạp chí Ngân hàng số Xuân Mậu Tý
13. Tạp chí Ngân hàng số 1 tháng 01/2008.
14. Bản tin TTCK số 2 năm 2008
15. Báo Đầu tư chứng khoán số 60, 62, 65 năm 2007

### Các trang web

1. Ủy ban chứng khoán Nhà nước <http://www.ssc.gov.vn>
2. Bộ Tài chính <http://www.mof.gov.vn>
3. Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM <http://www.vse.org.vn>
4. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội <http://www.hastc.org.vn>

5. Đầu tư chứng khoán <http://.vir.com.vn>
7. Tin nhanh Việt Nam <http://.www.vnexpress.net>
8. Thời báo kinh tế Việt Nam <http://www.vneconomy.vn>
9. Saga Việt Nam <http://.www.saga.vn>
10. Báo Tuổi trẻ <http://www.tuoitre.com.vn>
11. Báo Vietnamnet <http://.vietnamnet.vn>
12. Báo thanh niên <http://.thanhnien.com.vn>
13. Ngân hàng Vietcombank <http://vietcombank.com.vn>
14. Ngân hàng TMCP Á Châu <http://acb.com.vn>
15. Ngân hàng TMCP XNK VN <http://eximbank.com.vn>

## **PHỤ LỤC I**

### **KINH NGHIỆM TẠI CÁC SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN Ở MỘT SỐ NƯỚC KHU VỰC CHÂU Á.**

#### **1/ - TTCK ĐÀI LOAN**

Năm 1962 : Thành lập Sở Giao dịch chứng khoán Đài Loan (TSEC)

Năm 1968 : Ban hành luật chứng khoán

Năm 1982 : Thị trường OTC được thành lập và đi vào hoạt động

Cho đến nay, Đài Loan có tham vọng phát triển thành một trung tâm tài chính ở Châu Á như Hồng Kông, Singapore, do đó TTCK ở đây có vị trí quan trọng và được phát triển nhanh chóng.

Hiện nay TTCK Đài Loan đã phát triển rất tốt. Tính đến cuối năm 2002, có 1.022 công ty có cổ phiếu giao dịch trên TTCK Đài Loan , trong đó có 638 công ty niêm yết tại Sở GDCK Đài Loan (TSEC) và 384 cổ phiếu đang giao dịch trên thị trường OTC. Riêng thị trường cổ phiếu tại TSEC, tổng giá trị các loại cổ phiếu niêm yết khoảng 9.000 tỷ NTS, tương đương 275 tỷ USD. Tổng giá trị giao dịch toàn thị trường khoảng 2.200 tỷ NTS, tương đương khoảng 670 tỷ USD. Ngoài cổ phiếu, TSEC còn giao dịch các loại chứng chỉ tiền gửi Đài Loan, Chứng chỉ Thụ hưởng, Chứng quyền, Trái phiếu công ty và trái phiếu Chính phủ. Đây chính là kênh huy động khá hiệu quả trong việc thu hút vốn ĐTNN vào Đài Loan.

TTCK Đài Loan cũng có những bước “thăng trầm” đáng kể. Từ năm 1962 đến 1982, TTCK Đài Loan hoạt động chưa thực sự mạnh mẽ, luật giao dịch chứng khoán được ban hành năm 1968, tuy nhiên các giao dịch chứng khoán thời gian này tập trung vào thị trường giao dịch tập trung, không cho phép giao dịch tại thị trường phi tập trung. Các tổ chức và cá nhân nước ngoài chưa được trực tiếp tham gia TTCK Đài Loan. Đến 1982, Đài Loan có chủ trương mở cửa thu hút vốn nước ngoài đầu tư vào TTCK, đối tượng đầu tư là một số quỹ tín thác ở nước ngoài. Năm 1988, TTCK Đài Loan sụp đổ bởi thời điểm này nền kinh tế Đài Loan đã đạt được một mức thặng dư thương mại lớn. Người dân có nhiều khoản tiền nhàn rỗi và đã sử dụng để đầu tư vào TTCK. Trước những

diễn biến này, các nhà quan chức của chính quyền, cụ thể là Bộ trưởng Bộ Tài chính đã quyết định đánh một loại thuế thu nhập đặc biệt vào các khoản lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư CK. Chỉ một ngày sau khi quyết định này được thực thi, toàn TTCK Đài Loan đã sụp đổ hoàn toàn. Và trong suốt 19 ngày sau đó, không có bất cứ một giao dịch nào diễn ra. Sau đó, Chính phủ Đài Loan đã phải bãi bỏ chính sách thuế nói trên và chỉ nhờ có vậy TTCK Đài Loan mới được khôi phục và hoạt động trở lại bình thường.

Những NĐT chứng khoán của Đài Loan khi đó chủ yếu sử dụng tiền tiết kiệm của họ để đầu tư vào TTCK chứ không phải dùng tiền vay nên ảnh hưởng đến họ là không mấy đáng kể. Và đây chính là điều làm cho TTCK Đài Loan sớm dĩ phục hồi nhanh ngay sau khi sụp đổ vào năm 1988. Do đó, ngoài việc hạn chế sử dụng tiền vay của các tổ chức tín dụng để đầu tư vào TTCK thì khi đầu tư cũng không nên bỏ tiền vào một DN mà mình chưa mấy hiểu biết theo kiểu hú họa. Đây là điều rất nguy hiểm và rủi ro không chỉ cho các NĐT mà còn cho cả TTCK nói chung.

Sau đó là sự hồi phục lại của thị trường. Năm 1991 Đài Loan mở rộng cho các đối tượng đầu tư nước ngoài, cho phép các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp là Ngân hàng nước ngoài và Công ty bảo hiểm nước ngoài với các điều kiện về vốn, thời gian hoạt động trên thị trường rất là nghiêm ngặt mà Đài Loan đặt ra đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Đến nay, thì điều kiện dễ hơn và đối tượng cũng nhiều hơn. Tuy nhiên, ta thấy được là Chính phủ Đài Loan đã rất quan tâm đến việc kiểm soát dòng vốn đầu tư nước ngoài, nhằm phòng tránh những nguy cơ, rủi ro có thể xảy ra cho TTCK của mình. Việc mở cửa thị trường chứng khoán được tiến hành từng bước theo một lộ trình nhất quán. Thời gian đầu đưa ra những quy định quản lý, kiểm soát rất chặt chẽ, sau mới nới lỏng dần.

Cả Đài Loan và Trung Quốc đều tập trung trước tiên vào việc phát triển TTCK trong nước. Khi TTCK phát triển đến một mức độ nhất định thì mới mở cửa thu hút nguồn vốn nước ngoài. TTCK Đài Loan có sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan chức năng như UBCK, NHTW, Cục quản lý ngoại hối... trong việc quản lý các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào TTCK. Trong việc quản lý hoạt động của TTCK, thành viên lưu ký chứng khoán đóng vai trò rất quan trọng. Chỉ có các NHTM mới được cấp giấy phép

làm thành viên lưu ký chứng khoán . Mọi hoạt động như mở tài khoản để thực hiện giao dịch, chuyển đổi ngoại tệ, thanh toán ... đều được thực hiện tại thành viên lưu ký chứng khoán.

## **2/ - TTCK HÀN QUỐC**

TTCK Hàn Quốc ra đời và chính thức đi vào hoạt động vào năm 1956 cùng với sự ra đời của Sở giao dịch CK Daehan – tiền thân của Sở giao dịch CK Hàn Quốc. Từ đó đến nay, TTCK Hàn Quốc đã phát triển một cách nhanh chóng và trở thành một trong 10 TTCK lớn nhất thế giới.

Nhờ sự tác động của các yếu tố khách quan và chủ quan, TTCK Hàn Quốc đã liên tục tăng trưởng trong những tháng đầu năm 2007 khi chỉ số TTCK tổng hợp Hàn Quốc (KOSPI) vượt ngưỡng 1.700 điểm, tổng vốn hóa của TTCK tổng hợp Hàn Quốc và Sàn CK công nghệ Hàn Quốc (KOSDAQ) đã lên đến 1.000 tỷ USD. Như vậy, Hàn Quốc trở thành nước thứ 4 ở Châu Á (sau Nhật Bản, Trung Quốc và Ấn Độ) có tổng giá trị TTCK vượt ngưỡng 1.000 tỷ USD. CP các ngành đóng tàu, sản xuất thép và cơ khí liên tục tăng giá kể từ tháng 4/2007, trong khi đó CP của các ngành khác cũng tăng đáng kể. Các nguồn vốn trong nước đang dần chảy từ nguồn tiết kiệm ngân hàng vào đầu tư và CK.

Mô hình tăng trưởng của Hàn Quốc chủ yếu dựa vào nhu cầu trong nước và xuất khẩu là chính nên việc đồng Won tăng giá so với USD có thể sẽ là mối đe dọa lớn đối với sự tăng trưởng ổn định của nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế của thị trường xuất khẩu lớn nhất của Hàn Quốc bị chậm lại, các nhà xuất khẩu sẽ không tránh khỏi bị ảnh hưởng và lúc đó những rủi ro mà ai tham gia TTCK Hàn Quốc đều không thể bỏ qua. Ngoài ra, Hàn Quốc là quốc gia hầu như không có tài nguyên thiên nhiên nên khi chi phí nguyên liệu thô tăng, giá dầu leo thang sẽ ảnh hưởng đến chi phí và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của DN.

Trên thực tế, giá CP ở Hàn Quốc đã tăng với tốc độ chóng mặt mỗi ngày. Chỉ số KOSPI đã tăng hơn 400 điểm trong vòng 3 tháng kể từ khi vượt ngưỡng 1.500 điểm vào tháng 4/2007. Các NĐT cá nhân cần nhận thức rõ là họ đang chấp nhận rủi ro khi đầu tư vào CP. Những bài học phá sản TTCK trước đây đã cho thấy đây là hình thức đầu tư đầy



rủi ro. Tuy nhiên, những NĐT vẫn lạc quan cho rằng có đủ lý do để họ tin tưởng vào thị trường, xu hướng phục hồi của nền kinh tế đã có ảnh hưởng tích cực đến tâm lý của các NĐT và lãi suất tiết kiệm thấp cũng khiến họ đổ xô vào mua CP. Các NĐT lập luận rằng giá CP có khả năng sẽ tiếp tục tăng do sự tăng trưởng của TTCK toàn cầu và công việc kinh doanh đang phát đạt của các công ty. Họ cũng đưa ra những yếu tố tích cực khác để khẳng định quan điểm của mình như hiệp định thương mại Hàn – Mỹ và những thay đổi trong việc quản lý tài sản hộ gia đình.

Trong bối cảnh đó, lãnh đạo các CTCK đã lên tiếng kêu gọi áp dụng những biện pháp kiềm chế mức tăng trưởng quá nóng của TTCK như hiện nay thông qua các phương thức quản lý hợp lý.

## PHỤ LỤC II

THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ      CỘNG HOÀ XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM  
Độc lập - Tự do - Hạnh phúc

Số: 128/2007/QĐ-TTg

*Hà Nội, ngày 02 tháng 8 năm 2007*

### QUYẾT ĐỊNH

**Về việc phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam  
đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020**

### THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ

Căn cứ Luật Tổ chức Chính phủ ngày 25 tháng 12 năm 2001;

Căn cứ Luật Chứng khoán ngày 12 tháng 7 năm 2006;

Xét đề nghị của Bộ Tài chính tại tờ trình số 22/TTr-BTC ngày 28 tháng 3 năm 2007,

### QUYẾT ĐỊNH :

**Điều 1.** Phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 với những nội dung chủ yếu sau:

#### **A. Mục tiêu**

##### **1. Mục tiêu tổng quát**

Phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò chủ đạo; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Phân đầu đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực.

## 2. Mục tiêu cụ thể

Phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của mọi đối tượng trong nền kinh tế. Phấn đấu đến năm 2010 giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP.

### **B. Quan điểm và nguyên tắc phát triển thị trường vốn**

1. Hình thành và phát triển đồng bộ cơ cấu của thị trường vốn, trong đó thị trường chứng khoán có vai trò quan trọng, bảo đảm huy động và phân bổ có hiệu quả nguồn vốn đầu tư cho tăng trưởng kinh tế; phối hợp chặt chẽ với thị trường tiền tệ trong việc kiểm chế lạm phát, ổn định tiền tệ; hội nhập thành công với thị trường vốn quốc tế.

2. Xây dựng và phát triển thị trường vốn có cấu trúc hợp lý, đảm bảo thị trường hoạt động minh bạch, nâng cao năng lực cạnh tranh cho các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

3. Tổ chức vận hành thị trường vốn hoạt động an toàn, hiệu quả và lành mạnh; đảm bảo an ninh tài chính quốc gia.

### **C. Các giải pháp thực hiện**

#### 1. Giải pháp dài hạn

a) Phát triển thị trường vốn theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc (bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường tập trung, thị trường phi tập trung...), vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế.

b) Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức; phát triển đầy đủ các định chế trung gian; đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp, ... đảm bảo có đầy đủ các yếu tố cấu thành một thị trường vốn phát triển trong khu vực.

c) Kết hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá; hài hoà giữa mục tiêu huy động vốn cho tăng trưởng kinh tế, phát triển bền vững thị trường vốn với ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm chế lạm phát, đảm bảo an ninh tài chính quốc gia.

d) Tăng cường quản lý nhà nước, thực hiện có hiệu quả chức năng thanh tra, kiểm tra giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

## 2. Giải pháp trước mắt

a) Phát triển quy mô, nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các loại hàng hoá để đáp ứng nhu cầu của thị trường:

- Mở rộng quy mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyên đổi của doanh nghiệp, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia;

- Đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá các doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước, tập đoàn kinh tế và các ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn trên thị trường. Đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết; đồng thời tiến hành rà soát, thực hiện việc bán tiếp phần vốn của Nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán;

- Phát triển các loại chứng khoán phái sinh như: quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết (chứng khoán - bảo hiểm, chứng khoán - tín dụng, tiết kiệm - chứng khoán...); các sản phẩm từ chứng khoán hoá tài sản và các khoản nợ....

b) Từng bước hoàn chỉnh cấu trúc của thị trường vốn đảm bảo khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước:

- Tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt. Từng bước nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh, thị trường chứng khoán hoá các khoản cho vay trung, dài hạn của ngân hàng...;

- Phát triển thị trường cổ phiếu theo nhiều cấp độ để đáp ứng nhu cầu phát hành cổ phiếu, niêm yết, giao dịch của nhiều loại hình doanh nghiệp và đảm bảo khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước theo hướng tách biệt thị trường giao dịch tập trung, thị trường giao dịch phi tập trung (OTC), thị trường đăng ký phát hành, giao dịch cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ;

- Chuyển Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành Sở Giao dịch chứng khoán hoạt động theo mô hình công ty theo tinh thần của Luật Chứng khoán. Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm Giao dịch chứng khoán thực hiện chức năng tổ chức và giám sát giao dịch chứng khoán tập trung. Nâng cấp đồng bộ hạ tầng kỹ thuật của thị trường, đảm bảo khả năng liên kết với thị trường các nước trong khu vực;

- Tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (OTC) theo hướng có quản lý thông qua các giải pháp: thực hiện đăng ký, lưu ký tập trung đối với các công ty cổ phần đủ điều kiện theo quy định của Luật Chứng khoán; nghiên cứu cơ chế giao dịch đối với các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết theo mô hình thoả thuận thông qua các công ty chứng khoán; các giao dịch chứng khoán tập trung thanh toán và chuyển giao thông qua Trung tâm Lưu ký chứng khoán; đồng thời, thiết lập cơ chế giám sát của thị trường giao dịch chứng khoán trong việc công bố thông tin để tăng cường tính công khai, minh bạch trên thị trường, đảm bảo sự quản lý, giám sát của Nhà nước đối với các giao dịch chứng khoán, thu hẹp hoạt động trên thị trường tự do.

c) Phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường:

- Tăng số lượng hợp lý, nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính cho các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán,... Đa dạng hoá các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường, nâng cao tính chuyên nghiệp và chất lượng các dịch vụ; đảm bảo tính công khai, minh bạch và bình đẳng trên thị trường;

- Mở rộng phạm vi hoạt động Trung tâm Lưu ký chứng khoán, áp dụng các chuẩn mực lưu ký quốc tế, thực hiện liên kết giao dịch thanh toán giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ;

- Từng bước hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm đủ điều kiện tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam.

d) Phát triển hệ thống nhà đầu tư trong và ngoài nước:

- Khuyến khích các định chế đầu tư chuyên nghiệp (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm...) tham gia đầu tư trên thị trường theo quy định của pháp luật. Thực hiện lộ trình mở cửa đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam theo lộ trình đã cam kết;

- Đa dạng hoá các loại hình quỹ đầu tư; tạo điều kiện cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, Tiết kiệm bưu điện,... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; từng bước phát triển, đa dạng hoá các quỹ hưu trí để thu hút các vốn dân cư tham gia đầu tư; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam.

đ) Hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước:

- Hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn của khu vực và quốc tế;

- Bổ sung các chế tài xử lý nghiêm minh về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường vốn, thị trường chứng khoán;

- Nghiên cứu hoàn chỉnh các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng khoán, khuyến khích đầu tư dài hạn, hạn chế đầu tư ngắn hạn; điều tiết lợi nhuận thu được do kinh doanh chứng khoán, đồng thời thông qua thuế, phí, lệ phí góp phần giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán và từng đối tượng, thành viên tham gia thị trường (bao gồm cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước);

- Áp dụng các tiêu chuẩn giám sát thị trường theo thông lệ quốc tế; đẩy mạnh việc thanh tra, kiểm tra, giám sát việc tuân thủ pháp luật của các thành viên tham gia thị trường; kiểm tra, giám sát hàng hoá đưa ra thị trường, đảm bảo tính công khai, minh bạch; tăng cường năng lực giám sát, cưỡng chế thực thi của cơ quan giám sát thị trường;

- Củng cố bộ máy, nâng cao năng lực quản lý, giám sát của Nhà nước đối với thị trường vốn; từng bước tách bạch chức năng quản lý với chức năng giám sát các hoạt động của thị trường; sớm nghiên cứu thành lập Cơ quan giám sát tài chính quốc gia, giúp Thủ tướng Chính phủ điều phối chính sách và công cụ cảnh báo, điều hành, giám sát hoạt động tài chính tiền tệ ở tầm vĩ mô.

e) Chủ động mở cửa, hội nhập với khu vực và quốc tế:

- Thực hiện mở cửa từng bước thị trường vốn cho nhà đầu tư nước ngoài theo lộ trình hội nhập đã cam kết, đồng thời đảm bảo kiểm soát được luồng vốn vào, vốn ra; mở rộng hoạt động hợp tác quốc tế trên các mặt tư vấn chính sách, tư vấn pháp luật và phát triển thị trường;

- Đẩy mạnh công tác đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho thị trường vốn; tăng cường phổ cập kiến thức về thị trường vốn, thị trường chứng khoán cho công chúng, doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế.

g) Đảm bảo an ninh tài chính quốc gia: thực hiện tốt việc giám sát các giao dịch vốn; áp dụng các biện pháp kiểm soát luồng vốn chặt chẽ; trong những trường hợp cần thiết để giảm áp lực đối với tỷ giá, ngăn ngừa nguy cơ biến dạng và khủng hoảng trên thị trường, cần có những giải pháp xử lý thích hợp. Các giải pháp này được thể hiện trong văn bản quy phạm pháp luật và công bố cho nhà đầu tư được biết và chỉ áp dụng khi có những nguy cơ ảnh hưởng đến an ninh của hệ thống tài chính. Thực hiện cơ chế giám sát đặc biệt với các định chế trung gian yếu kém để giảm thiểu tác động tiêu cực có tính chất dây chuyền trong toàn hệ thống.

## **Điều 2. Tổ chức thực hiện**

Bộ Tài chính chủ trì, phối hợp với các Bộ, cơ quan ngang Bộ, cơ quan thuộc Chính phủ, Ủy ban nhân dân các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương tổ chức triển khai thực hiện Quyết định này.

**Điều 3.** Quyết định này có hiệu lực thi hành sau 15 ngày, kể từ ngày đăng Công báo và thay thế Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg ngày 05 tháng 8 năm 2003 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010.

**Điều 4.** Các Bộ trưởng, Thủ trưởng cơ quan ngang Bộ, Thủ trưởng cơ quan thuộc Chính phủ, Chủ tịch Ủy ban nhân dân các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương và Thủ trưởng các cơ quan liên quan chịu trách nhiệm thi hành Quyết định này./.

**THỦ TƯỚNG**

### ***Nơi nhận:***

- Ban Bí thư Trung ương Đảng;
- Thủ tướng, các Phó Thủ tướng Chính phủ;
- Các Bộ, cơ quan ngang Bộ, cơ quan thuộc CP;
- Văn phòng BCĐTW về phòng, chống tham nhũng;
- HĐND, UBND các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương;
- Văn phòng Trung ương và các Ban của Đảng;
- Văn phòng Chủ tịch nước;
- Hội đồng Dân tộc và các Ủy ban của Quốc hội;
- Văn phòng Quốc hội;
- Toà án nhân dân tối cao;
- Viện Kiểm sát nhân dân tối cao;
- Kiểm toán Nhà nước;
- UBTW Mặt trận Tổ quốc Việt Nam;
- Cơ quan Trung ương của các đoàn thể;
- VPCP: BTCN, các PCN, Website Chính phủ, Ban Điều hành 112, Người phát ngôn của Thủ tướng Chính phủ, các Vụ, Cục, đơn vị trực thuộc, Công báo;
- Lưu: Văn thư, KTTH (5b). A.

Đã ký

**Nguyễn Tấn Dũng**