

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**

GIẢNG NGỌC HUY

**VẬN DỤNG HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI
CHỨNG KHOÁN VÀO THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP.Hồ Chí Minh – Năm 2009

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**

GIẢNG NGỌC HUY

**VẬN DỤNG HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI
CHỨNG KHOÁN VÀO THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành : Kinh Tế Tài Chính - Ngân Hàng
Mã số : 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:
GS-TS NGUYỄN THANH TUYỀN

TP.Hồ Chí Minh – Năm 2009

MỤC LỤC



Trang phụ bìa

Mục lục

Danh mục các chữ viết tắt và tiếng nước ngoài

Danh mục các biểu đồ và đồ thị

1. Đồ thị diễn biến VN-Index năm 2007	24
2. Tổng số chứng khoán niêm yết qua các năm từ 2000 → 2007	26
3. Tổng số công ty chứng khoán qua các năm từ 2000 → 2007	27
4. Tổng số tài khoản giao dịch qua các năm từ 2000 → 2007	27
5. Diễn biến VN-Index 01/01/08 → 31/10/08	30
6. Khối lượng giao dịch bình quân 01/01/08 → 31/10/08	30
7. Giá trị giao dịch bình quân 01/01/08 → 31/10/08.....	31
8. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) 2008	31
9. Diễn biến giá xăng Việt Nam 2008.....	32
10. Diễn biến giá dầu thế giới 2008	32

PHẦN MỞ ĐẦU

CHƯƠNG MỘT: TỔNG QUAN HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỨNG KHOÁN

..... 1

1.1 Hợp đồng tương lai chứng khoán..... 1

1.1.1 Khái niệm hợp đồng tương lai chứng khoán..... 1

1.1.2 Các đặc tính kỹ thuật..... 2

1.1.3 Lợi ích của việc sử dụng hợp đồng tương lai chứng khoán 4

a) Đối với nhà đầu tư, đầu cơ	4
b) Đối với cơ quan quản lí	4
1.2 Các sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán phổ biến trên thế giới hiện nay	5
1.2.1 CME	5
1.2.2 LIFFE	5
1.2.3 OneChicago	5
1.3 Kinh nghiệm áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago	6
1.3.1 Mô tả đặc điểm hợp đồng	6
a) Khái quát về SSF	6
b) Đặc điểm kỹ thuật	6
1.3.2 Các loại lệnh thường được thực hiện trong quá trình giao dịch	11
1.3.3 Thời gian giao dịch – Ngày đáo hạn	13
a) Thời gian giao dịch	13
b) Ngày đáo hạn	13
1.3.4 Thanh toán và giao hàng	13
a) Giá thực hiện	14
b) Thanh toán và giao hàng	14
1.3.5 Quy trình giao dịch	16
1.4 Rủi ro của việc giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán - Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam	18
1.4.1 Rủi ro bị thanh lý hợp đồng trước hạn	19
1.4.2 Rủi ro không thể đóng vị thế trước khi hợp đồng đáo hạn	19
1.4.3 Rủi ro hệ thống bị hư hỏng hoặc bị kẻ xấu phá hoại	20
1.4.4 Rủi ro khi giá của hợp đồng tương lai chứng khoán không phản ánh giá của chứng khoán trên thị trường cơ sở	20

CHƯƠNG HAI: HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỨNG KHOÁN VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 22

2.1 Tổng quan về thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam 22

2.1.1 Sơ lược quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam..... 22

2.1.2 Tổng quan về thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007 23

a) Tóm tắt tình hình kinh tế vĩ mô 2007 23

b) Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007..... 24

2.1.3 Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ 01/01/2008 đến 31/10/2008 29

2.3.1 Giai đoạn 1 (01/01/2008 → 31/03/2008)..... 32

2.3.2 Giai đoạn 2 (01/04/2008 → 20/06/2008)..... 35

2.3.3 Giai đoạn 3 (20/06/2008 → 27/08/2008)..... 37

2.3.4 Giai đoạn 4 (28/08/2008 → 31/10/2008)..... 40

2.2 Điều kiện cần để áp dụng thành công hợp đồng tương lai chứng khoán 43

2.2.1 Quy mô thị trường chứng khoán 43

2.2.2 Cơ sở vật chất hạ tầng-kỹ thuật..... 44

2.2.3 Nhân lực 46

2.2.4 Cơ sở pháp lý..... 47

CHƯƠNG BA: GIẢI PHÁP ÁP DỤNG HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỨNG KHOÁN VÀO VIỆT NAM..... 49

3.1 Chủ trương của Chính phủ về phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán..... 49

3.2 Dự báo khả năng áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam..... 50

3.3 Các giải pháp chủ yếu để áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam	51
3.3.1 Tăng quy mô cho thị trường chứng khoán	51
3.3.2 Cơ sở vật chất hạ tầng-công nghệ	52
a) Về phía UBCKNN	52
b) Về phía HOSE, HASTC.....	54
c) Về phía các công ty chứng khoán	54
d) Về phía doanh nghiệp niêm yết.....	55
3.3.3 Giải pháp đối với nguồn nhân lực	56
a) Về phía UBCKNN, HOSE, HASTC	56
b) Về phía công ty chứng khoán	57
c) Về phía nhà đầu tư chứng khoán.....	58
3.3.4 Tạo hành lang pháp lý vững chắc bảo vệ nhà đầu tư.....	59
3.4 Lộ trình áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam	63
3.4.1 Giai đoạn 1 (02/05/2009 → 31/10/2009).....	63
3.4.2 Giai đoạn 2 (01/11/2009 → 30/06/2010).....	64
3.4.3 Giai đoạn 3 (01/07/2010 → 31/12/2010).....	65
3.4.4 Giai đoạn 4 (02/01/2011 → 30/06/2011).....	66
3.4.5 Giai đoạn 5 (01/07/2011 → 02/05/2012).....	67
PHẦN KẾT LUẬN	69
Tài liệu tham khảo	71

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT VÀ TIẾNG NƯỚC NGOÀI



- Ủy ban chứng khoán Nhà nước: UBCKNN
- Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh: HOSE
- Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội: HASTC
- Sàn giao dịch hợp đồng tương lai Chicago: CME
- Sàn giao dịch hợp đồng tương lai và quyền chọn Luân Đôn: LIFFE
(London International Financial Futures and Options Exchange)
- Sàn giao dịch hợp đồng quyền chọn Chicago: CBOE
(Chicago Board Option Exchange)
- Hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago: SSF
(Single Stock Future)
- Ủy ban Hợp Đồng Tương Lai Hàng hóa Mỹ: CFTC
(Commodities Future Trading Commission)
- Ủy ban chứng khoán Mỹ: SEC
(Securities and Exchange Commission)
- Trung tâm thanh toán bù trừ: OCC
(Option Clearing Corporation)
- Điều chỉnh theo thị trường: MTM (Mark-
To-Market)

PHẦN MỞ ĐẦU



1. Lí do chọn đề tài

Thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian gần đây (đặc biệt giai đoạn cuối 2006 đầu 2007) đã chứng kiến sự tăng trưởng đáng khích lệ cả về lượng và chất. Số lượng/khối lượng cổ phiếu niêm yết không ngừng tăng lên, số lượng nhà đầu tư-cả trong và ngoài nước-tham gia giao dịch ngày một nhiều và chuyên nghiệp hơn, việc quản lý vĩ mô của các cơ quan Nhà nước ngày càng chặt chẽ...là những minh chứng rõ nét nhất cho sự phát triển của thị trường chứng khoán nước nhà. Tuy nhiên có một điều cần phải thẳng thắn nhìn nhận-***chứng khoán không phải là lĩnh vực đầu tư dễ dàng “hái ra tiền”*** như người ta lầm tưởng. Bên cạnh những người “đổi đời” nhờ chứng khoán thì cũng có không ít người “tán gia bại sản” cũng bởi chứng khoán. Nói như vậy để thấy rằng đầu tư chứng khoán là phải chấp nhận mức độ rủi ro rất cao.

Với mục đích chính nhằm bảo vệ nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro chứng khoán và cũng là một công cụ đầu cơ, từ lâu trên thế giới đã áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán. Ở nước ta, tuy hợp đồng tương lai đã được áp dụng khá phổ biến trong các giao dịch vàng và ngoại tệ nhưng nó vẫn chưa từng xuất hiện trong kinh doanh chứng khoán, do nhiều hạn chế khách quan lẫn chủ quan. Có thể nói hợp đồng tương lai chứng khoán là một lĩnh vực rất mới mẻ tại Việt Nam.

Cho nên đề tài này được viết không nằm ngoài mục đích nghiên cứu tìm hiểu về hợp đồng tương lai chứng khoán trên thế giới, qua đó đề ra một số giải pháp nhằm từng bước áp dụng vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Nghiên cứu hợp đồng tương lai chứng khoán tại sàn giao dịch OneChicago (Mỹ)
- Nghiên cứu về thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008.

Từ đó suy ra các điều kiện cần và đủ để có thể áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam.

3. Bố cục đề tài

Đề tài gồm 3 phần:

Chương Một: Hợp đồng tương lai chứng khoán trên thế giới

Chương Hai: Hợp đồng tương lai chứng khoán và thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương Ba: Một số giải pháp nhằm từng bước áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam

CHƯƠNG MỘT

TỔNG QUAN HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỨNG KHOÁN



1.1 Hợp đồng tương lai chứng khoán

1.1.1 Khái niệm hợp đồng tương lai chứng khoán

Hợp đồng tương lai chứng khoán là một loại hợp đồng bằng văn bản giữa người bán và người mua, trong đó quy định rõ: người bán phải giao một số lượng chứng khoán cụ thể cho người mua vào một ngày cụ thể trong tương lai, với mức giá được hai bên thỏa thuận vào thời điểm ký kết hợp đồng. Thuật ngữ “tương lai” chỉ ra rằng việc giao hàng và thanh toán được thực hiện ở một thời điểm tương lai, đây là một trong những điểm đặc trưng của loại hợp đồng này.

Hợp đồng tương lai chứng khoán quy định rất chặt chẽ quyền và nghĩa vụ pháp lý của các bên tham gia. Vào thời điểm đáo hạn, người bán bắt buộc phải giao hàng (ngược lại người mua bắt buộc phải nhận hàng) đã ký kết. Tuy nhiên nó linh hoạt ở chỗ: cho phép các bên thanh lý hợp đồng trước thời hạn. Người mua không nhất thiết phải giữ hợp đồng đến thời điểm đáo hạn, mà có thể bán lại hợp đồng đã mua cho bên thứ ba nếu nghĩ rằng trong tương lai anh ta có thể mua trở lại chứng khoán đó với giá thị trường rẻ hơn so với giá thỏa thuận trong hợp đồng. Đương nhiên khi đó toàn bộ quyền và nghĩa vụ của anh ta được chuyển cho người mua lại. Và dĩ nhiên người này lại có thể bán hợp đồng đó cho người khác. Nhờ được

mua bán dễ dàng mà hợp đồng tương lai chứng khoán có tính thanh khoản rất cao. Cùng với hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng quyền chọn, nó được giao dịch rộng rãi như một hàng hóa trên một thị trường đặc biệt-thị trường các công cụ phái sinh chứng khoán.

Người mua hợp đồng tương lai chứng khoán gọi là ở vào **vị thế mua (long position)**. Người bán hợp đồng tương lai chứng khoán gọi là ở vào **vị thế bán (short position)**. Người mua/người bán được phép đóng lại vị thế của mình trước khi hợp đồng đến hạn, bằng cách tham gia vào vị thế ngược lại với vị thế ban đầu. Nghĩa là: người mua sẽ thực hiện bán hợp đồng và người bán sẽ thực hiện mua hợp đồng với các đặc tính giống như hợp đồng mà họ tham gia ban đầu.

1.1.2 Các đặc tính kỹ thuật

Thông thường tất cả hợp đồng tương lai chứng khoán đều nêu rõ các chi tiết sau:

- **Quy mô hợp đồng:** tương ứng với loại chứng khoán, số lượng chứng khoán giao dịch
- **Thời hạn giao hàng:** các tháng đáo hạn của hợp đồng và ngày giao hàng được chỉ định trong tháng
- **Ngày giao dịch cuối cùng:** ngày cuối cùng hợp đồng còn được phép giao dịch.
- **Đơn vị yết giá/Độ dao động (bước giá):** mô tả chi tiết các đặc điểm của giá chứng khoán làm cơ sở sử dụng trong giao dịch hợp đồng.
- **Thời gian giao dịch:** khoản thời gian diễn ra giao dịch trong ngày.
- **Phương thức thanh toán:** cách thức hợp đồng được thanh toán khi đến hạn, có thể bằng tiền hoặc bằng chứng khoán . Người nắm giữ hợp đồng vào lúc kết thúc ngày giao dịch cuối cùng thì bắt buộc phải thanh toán (nếu ở vào vị thế mua) hoặc nhận thanh toán (nếu ở vào vị thế bán)

Ví dụ: Hợp đồng mua cổ phiếu IBM 3 tháng

Quy mô hợp đồng	1 hợp đồng = 100 cổ phiếu
Thời hạn giao hàng	Tháng 3, 6, 9, 12
Ngày giao dịch cuối cùng	08:30 (giờ Chicago) – ngày thứ sáu thứ 3 trong tháng đáo hạn
Đơn vị yết giá	USD
Độ dao động (bước giá)	\$0.5
Thời gian giao dịch	08:30 – 15:15 (giờ Chicago)

Chẳng hạn:

Vào ngày 01/06/2008, cổ phiếu IBM được giao dịch với giá \$40 trên thị trường chứng khoán Mỹ. Ông A mua một hợp đồng 100 cổ phiếu IBM trong 3 tháng sau, giá \$50/cổ phiếu → hợp đồng trị giá: $100 \times \$50 = \5000 . Người bán hợp đồng là bà B. Hợp đồng đáo hạn vào ngày 31/08/2008. Trong khoản thời gian từ 01/06/2008 đến hết ngày 31/08/2008, hợp đồng được tự do chuyển nhượng giữa người bán và người mua. Tuy nhiên bước giá của hợp đồng luôn là $\$0.5 \times 100 = \500 , nghĩa là giá trị hợp đồng luôn dao động với biên độ \$500, thí dụ: \$4000, \$4500, \$5500, \$6000,... Đến ngày 31/08/2008, giá cổ phiếu IBM tăng lên \$80. Những người cuối cùng nắm giữ hợp đồng này sẽ phải thực hiện quyền và nghĩa vụ đối với nhau.

Giả sử lúc đó bà G ở vị thế mua và ông H ở vị thế bán. Như vậy bà G sẽ phải mua 100 cổ phiếu IBM chỉ với giá \$50/cổ phiếu (đúng mức giá quy định trong hợp đồng). Ông H sẽ phải giao cho bà B 100 cổ phiếu IBM. Nếu hợp đồng cho phép thanh toán bằng tiền mặt thì ông H phải thanh toán cho bà B số tiền chênh lệch giữa giá IBM ngày 31/08/2008 và ngày 30/08/2008.

Ví dụ ngày 30/08/2008 giá 1 cổ phiếu IBM là 70\$, thì tổng số tiền ông H phải thanh toán là $\$1000 [(80 - 70) \times 100]$

1.1.3 Lợi ích của việc sử dụng hợp đồng tương lai chứng khoán

a) Đối với nhà đầu tư, đầu cơ

- **Phòng ngừa rủi ro**

Hợp đồng tương lai chứng khoán giúp người mua bảo hiểm giá chứng khoán. Họ không cần lo lắng về việc giá chứng khoán trong tương lai có thể biến động theo hướng bất lợi đối với họ, vì đã cố định trước mức giá trong hợp đồng. Vai trò này đặc biệt phát huy tác dụng trong những thị trường chứng khoán mới phát triển, giá cả biến động bất thường khó dự báo trước.

- **Đầu cơ và kinh doanh chênh lệch giá**

Với khối lượng và giá trị giao dịch lớn, tính thanh khoản cao, hoạt động giao dịch diễn ra sôi động trên khắp thế giới, hợp đồng tương lai chứng khoán là công cụ thích hợp giúp các nhà đầu cơ kiếm lời từ những biến động trong giá chứng khoán. Đó là lí do mà hợp đồng tương lai ngày càng được nhiều nhà đầu cơ ưa thích sử dụng. Ngoài ra, nó cũng là công cụ để kinh doanh chênh lệch giá hữu hiệu. Lợi nhuận kiếm được từ hợp đồng tương lai chứng khoán thường lớn hơn nhiều so với lợi nhuận từ mua bán chứng khoán thông thường.

b) Đối với cơ quan quản lý

Nhờ được giao dịch rộng rãi với số lượng và giá trị lớn, hợp đồng tương lai chứng khoán đem lại một khoản tiền không nhỏ từ việc thu các khoản phí (chẳng hạn: phí giao dịch, phí thành viên,...) cho cơ quan quản lý, giúp cải thiện công nghệ, cơ sở vật chất kỹ thuật để phục vụ thị trường tốt hơn. Ngoài ra, thông qua giao dịch hợp đồng tương lai, cơ quan quản lý có thể biết được xu thế biến động của thị trường chứng khoán cơ sở, để từ đó đưa ra các biện pháp hữu hiệu quản lý và phát triển thị trường, đem lại lợi ích cho tất cả thành viên tham gia.

1.2 Các sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán phổ biến trên thế giới hiện nay

Hiện hợp đồng tương lai chứng khoán được giao dịch chủ yếu tại:

- Sàn giao dịch hợp đồng tương lai Chicago (Chicago Merchandise Exchange, viết tắt là CME)
- Sàn giao dịch hợp đồng tương lai và quyền chọn quốc tế London-LIFFE
- Sàn giao dịch One Chicago

1.2.1 CME

Là sàn giao dịch hợp đồng tương lai lớn trên thế giới có trụ sở tại Mỹ, chuyên giao dịch các hợp đồng mua bán gia súc sống và thịt gia súc. Từ khi ra đời vào năm 1919 cho đến nay, CME đã cung cấp cho thị trường một số lượng đa dạng các hợp đồng tương lai. Năm 1982, CME cho ra đời một loại hợp đồng tương lai mà ngày nay trở nên rất phổ biến trên thị trường tài chính quốc tế-hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán S&P 500.

1.2.2 LIFFE

Được thành lập vào năm 1982 tại Luân Đôn (Anh), là nơi giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán FTSE100. Là một trong những sàn giao dịch hợp đồng tương lai lớn nhất trên thế giới, LIFFE đạt tốc độ tăng trưởng rất cao, khoản 40%/năm. Vào năm 2001, người ta ghi nhận có 216 triệu hợp đồng được giao dịch với tổng giá trị xấp xỉ 96.000 tỷ bảng Anh.

1.2.3 OneChicago

Đây là một trong những sàn giao dịch điện tử phát triển nhanh nhất trên thế giới, chuyên giao dịch các loại hợp đồng tương lai chứng khoán (single stock futures – viết tắt là SSF) với trên 550 loại chứng khoán, chủ yếu của các công ty Mỹ như:

IBM, Google, Apple, Nike... OneChicago được thành lập bởi hai sàn giao dịch nổi tiếng của Mỹ, CBOE và CME. Các thành viên của CBOE và CME đồng thời cũng là thành viên của OneChicago. Ngoài ra, tất cả mọi đối tượng đều được tham gia giao dịch tại OneChicago mà không phải trở thành thành viên của sàn giao dịch này. OneChicago có công nghệ hiện đại, luật lệ chặt chẽ và số lượng sản phẩm đa dạng có thể đáp ứng được hầu hết mọi yêu cầu của nhà đầu tư. Đề tài này tập trung nghiên cứu hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago.

1.3 Kinh nghiệm áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago

1.3.1 Mô tả đặc điểm hợp đồng

a) Khái quát về SSF

SSF là hợp đồng mua bán cổ phiếu tương lai, ví dụ như: hợp đồng mua bán cổ phiếu của công ty Google 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng...SSF bắt đầu được giao dịch tại OneChicago vào tháng 11/2002. Hiện nay nó được thực hiện trên hơn 550 loại cổ phiếu lớn nhỏ khác nhau tại đây, trở thành một công cụ không thể thiếu đối với các nhà đầu cơ, đầu tư cũng như phòng ngừa rủi ro.

Phần dưới đây sẽ nêu chi tiết hơn về SSF.

b) Đặc điểm kỹ thuật

Bảng sau mô tả chi tiết của SSF. Để cho sát với nghĩa thực tế, người viết vẫn dùng tiếng Anh bên cạnh tiếng Việt.

Quy mô hợp đồng (contract size)	1 hợp đồng = 100 cổ phiếu
Độ dao động giá tối thiểu (còn gọi là bước giá-tick size)	$\$0.01 \times 100$ cổ phiếu = \$1.00
Thời gian giao dịch (trading)	8:30 am – 3:00 pm

hours)	
Thời hạn giao hàng (contract months)	Được quy định trong hợp đồng
Ngày đáo hạn (expiration day)	Ngày thứ Sáu của tuần thứ ba trong tháng giao hàng. Nếu ngày đó không phải là ngày làm việc thì được tự động tính qua ngày làm việc tiếp theo
Giao hàng (settlement/delivery)	Chứng khoán (hoặc tiền) được giao vào ngày làm việc thứ ba sau ngày đáo hạn hợp đồng.
Mức ký quỹ (margin requirement)	Mức ký quỹ ban đầu và mức ký quỹ duy trì (bằng tiền mặt) là 20% giá trị hợp đồng
Thanh toán bù trừ (clearing and settlement)	Được thực hiện thông qua trung tâm thanh toán bù trừ-Options Clearing Corporation (OCC)
Luật lệ áp dụng (government regulator)	Tất cả giao dịch phải tuân thủ luật lệ của Ủy Ban Hợp Đồng Tương Lai Hàng hóa Mỹ (CFTC) và Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC)

Sau đây người viết xin giải thích chi tiết một số yếu tố quan trọng của SSF:

- **Trung tâm thanh toán bù trừ**

Tại Mỹ, mọi sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán hợp đều phải có mối quan hệ với một trung tâm thanh toán bù trừ. Trung tâm này đóng vai trò đảm bảo cho mọi hợp đồng được giao dịch trên sàn giao dịch đó. Trung tâm thanh toán bù trừ tại OneChicago, tên gọi tắt là OCC. OCC có nhiều thành viên là các công ty môi giới thực hiện giao dịch theo yêu cầu của khách hàng (luật chưa cho phép khách hàng trực tiếp giao dịch). OCC thực hiện các chức năng sau:

- So khớp giá giao dịch, khớp lệnh
- Thanh toán cho bên mua/bên bán

- Đảm bảo hợp đồng được thực hiện thông suốt.
- Góp phần điều hòa hoạt động của OneChicago

Vào mỗi ngày giao dịch, OCC thực hiện so khớp các dữ liệu được gửi từ các công ty môi giới thành viên (các nhà môi giới này giao dịch trên tài khoản của khách hàng, hoặc chính từ tài khoản tự doanh của họ). Trong trường hợp một công ty môi giới không phải là thành viên của OCC thì họ phải thực hiện giao dịch với công ty môi giới là thành viên của OCC. Nếu các dữ liệu được gửi đến không phù hợp (hoặc không khớp lệnh) thì được trung tâm trả về cho thành viên xử lý. Nếu dữ liệu phù hợp thì trung tâm sẽ thực hiện giao dịch. Có thể hình dung vai trò của OCC như là “*người mua đối với mọi người bán và người bán đối với mọi người mua*”. Trung tâm giúp cho các bên tham gia đạt được mục đích mà không cần quan tâm người mua/người bán đối ứng của mình là ai.

- **Điều chỉnh theo thị trường**

Trong hợp đồng tương lai chứng khoán, lời lỗ được phản ánh vào tài khoản giao dịch của nhà đầu tư hàng ngày. Mỗi ngày, các khoản lời lỗ được xác định dựa trên giá thực hiện của hợp đồng ngày hôm sau so với ngày liền trước. Nếu giá tăng, người mua nhận được một khoản lời (người bán bị lỗ tương ứng) và ngược lại. Quá trình này được gọi bằng thuật ngữ “*mark-to-market*”, nghĩa là “điều chỉnh theo thị trường hàng ngày”. Trên cơ sở mark-to-market, người mua/người bán biết được ngay lập tức các khoản lời/lỗ của mình để điều chỉnh chiến lược mua bán phù hợp nhằm tối đa hóa lợi nhuận.

Ví dụ: 1 SSF (100 CP) được mua với giá \$120. Nếu giá ngày hôm sau là \$125 hoặc \$117, mark-to-market diễn ra như sau:

<u>Giá SSF</u>	<u>Tài khoản người mua</u>	<u>Tài khoản người bán</u>
\$125	+ \$500 ((125-120) x100)	- \$500
\$117	- \$300 (117-120)x100))	+ \$300

- **Mức ký quỹ yêu cầu**

Thuật ngữ gọi là “*margin requirement*”. Đó là một lượng tiền mặt mà người tham gia hợp đồng tương lai được yêu cầu chuyển vào tài khoản được mở tại công ty môi giới để có thể giao dịch. Tại OneChicago (cũng như các sàn giao dịch khác), nhà đầu tư không thể trực tiếp đặt lệnh mua bán chứng khoán mà phải thông qua công ty môi giới. Công ty môi giới yêu cầu nhà đầu tư phải có đủ một khoản tiền trong tài khoản như một tài sản đảm bảo cho hợp đồng tương lai chứng khoán mà họ tham gia, gọi là *mức ký quỹ ban đầu*. Bởi vì, do tính chất điều chỉnh hàng ngày theo thị trường, hợp đồng tương lai chứng khoán có thể dẫn đến tổn thất lớn cho người tham gia (và cả công ty môi giới) nên bắt buộc phải có ký quỹ, để bù đắp tổn thất trong trường hợp người tham gia hợp đồng mất khả năng thực hiện hợp đồng. Thông thường, tỷ lệ ký quỹ yêu cầu là 20% trên tổng giá trị hợp đồng (tỷ lệ này có thể khác ở một số ít công ty môi giới)

Mức ký quỹ sẽ thay đổi thông qua giao dịch hàng ngày trên thị trường, gọi là *mức ký quỹ duy trì*. Nếu một ngày nào đó, khoản lỗ làm cho số dư trên tài khoản nhà đầu tư giảm thấp dưới mức ký quỹ duy trì (20%), công ty môi giới sẽ yêu cầu người chơi bổ sung thêm tiền vào tài khoản sao cho bằng với mức ký quỹ duy trì. Nếu không hợp đồng sẽ bị thanh lý trước hạn và người chơi phải thi hành nghĩa vụ của mình (giao hàng/tiền nếu là người bán hoặc giao tiền nếu là người mua).

Để hiểu rõ hơn về mức ký quỹ, ta cùng xem xét ví dụ sau:

➤ **Ngày 10/08:**

Ông John mua 3 hợp đồng SSF 3 tháng cổ phiếu Apple với giá \$71.50, đáo hạn ngày 10/11/2008. Giả sử quy mô mỗi hợp đồng là 100 cổ phiếu, như vậy giá trị của hợp đồng là \$21,450 ($71.50 \times 3 \text{ SSF} \times 100 \text{ CP}$). Mức ký quỹ ban đầu: $20\% \times \$21,450 = \$4,290$.

Để tham gia giao dịch, John ký quỹ tài khoản số tiền \$4,290.

➤ **Ngày 11/08:**

Giá định giá SSF của Apple giảm xuống còn \$69.25. Việc điều chỉnh theo thị trường sẽ ngay lập tức được thực hiện trên tài khoản của John (điều chỉnh lỗ)

- Tổng tài sản của John bị lỗ \$675 $[(69.25 - 71.50) \times 3 \times 100]$, tức là giảm xuống còn \$3,615 $(\$4,290 - \$675)$. (a)
- Tổng giá trị của hợp đồng lúc này là \$20,775 $(69.25 \times 3 \times 100)$
- Mức ký quỹ duy trì: $20\% * \$20,775 = \$4,155$

Do tổng tài sản của John chỉ còn \$3,615 (mục (a)) < \$4,155 nên để tiếp tục giao dịch, John phải bổ sung thêm vào tài khoản \$540 $(\$4,155 - \$3,615)$

➤ **Ngày 12/08:**

Giá định giá SSF của Apple tăng lên \$75.00. Việc điều chỉnh theo thị trường sẽ ngay lập tức được thực hiện trên tài khoản của John (trong trường hợp này là điều chỉnh lời)

- Tổng tài sản của John tăng thêm \$1,725 $[(75.00 - 69.25) \times 3 \times 100]$, tức là tăng lên thành \$5,880 $(\$4,155 + \$1,725)$. (b)
- Tổng giá trị của hợp đồng lúc này là \$22,500 $(75.00 \times 3 \times 100)$
- Mức ký quỹ duy trì: $20\% * \$22,500 = \$4,500 < \$5,880 \rightarrow$ John không phải ký quỹ bổ sung

➤ **Ngày 13/08:**

John đóng vị thế mua, chuyển sang vị thế bán. Lúc đó giá SSF Apple là \$72.00. John bán toàn bộ hợp đồng mình đang nắm giữ (3 SSF Apple 3 tháng) và rút toàn bộ số tiền còn dư trong tài khoản.

Giá trị hợp đồng: $\$21,600 (72.00 \times 3 \times 100)$

Số dư tiền còn lại: $(\$21,600 + \$5,880) - \$22,500 = \$4,980$

Toàn bộ giao dịch trên được tóm tắt lại bằng bảng sau:

Ngày	Giá SSF Apple	GT hợp đồng (3 x 100 SSF)	Điều chỉnh theo thị trường	Ký quỹ (20% GT hợp đồng)	Ký quỹ duy trì	Số dư tài khoản
10/08	\$71.50	\$21,450	0	\$4,290	0	\$4,290
11/08	\$69.25	\$20,775	- \$675	\$4,155	\$540	\$3,615
12/08	\$75.00	\$22,500	+ \$1,725	\$4,500	0	\$5,880
13/08	\$72.00	\$21,600				\$4,980

- **Tạm ngừng giao dịch**

Trong một số tình huống đặc biệt, sàn giao dịch OneChicago có thể cho tạm ngừng giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán. Thuật ngữ gọi là “*trading halt*”. Chẳng hạn như: khi thị trường chứng khoán niêm yết giảm trong một thời gian quá dài, mất thanh khoản, phát hiện hành vi gian lận thao túng giá chứng khoán,...Ngoài ra luật chứng khoán Mỹ cũng yêu cầu mọi sàn giao dịch tạm ngừng giao dịch một thời gian khi chỉ số công nghiệp Dow Jones giảm quá 20% trong một ngày. Việc tạm ngừng giao dịch nhằm bảo vệ nhà đầu tư khỏi rủi ro từ các biến động xấu, nhưng mặt trái của nó là khiến cho nhà đầu tư không thể đóng lại vị thế khi thấy giá hợp đồng tương lai của mình diễn biến không như mong muốn. Hậu quả là thiệt hại rất lớn đối với tất cả các chủ thể tham gia thị trường. Cho nên giao dịch chỉ được tạm ngừng khi xét thấy thực sự cần thiết.

1.3.2 Các loại lệnh thường được thực hiện trong quá trình giao dịch

Giao dịch tại OneChicago hoàn toàn tự động, được thực hiện thông qua 2 hệ thống giao dịch điện tử (trading platform) là GLOBEX và CBOEDirect. Nhà đầu tư có thể chọn một trong hai hệ thống trên để giao dịch. OneChicago hỗ trợ rất nhiều loại lệnh khác nhau đáp ứng yêu cầu giao dịch của nhà đầu tư. Tuy nhiên không phải tất cả các lệnh đều được đồng thời hỗ trợ bởi 2 hệ thống. CBOEDirect hỗ trợ tất cả các loại lệnh, trong khi GLOBEX chỉ hỗ trợ một số lệnh nhất định. Trong thời gian giao dịch, nhà đầu tư có thể đặt và hủy nhiều lệnh tùy theo mục đích và nhận định của họ đối với tình hình diễn biến trên thị trường chứng khoán cơ sở.

Bảng sau liệt kê các lệnh thường dùng (kí hiệu: YES – hệ thống hỗ trợ; NO - hệ thống không hỗ trợ)

Loại lệnh	GLOBEX	CBOEDirect
All or None (AON) order Lệnh mua hoặc bán tất cả SSF ghi trong lệnh tại mức giá giới hạn. Nếu không thỏa mãn thì tự hủy.	NO	YES
Fill and Kill (FAK) order Lệnh mua hoặc bán một phần SSF ghi trong lệnh. Nếu không thỏa mãn thì tự hủy.	YES	YES
Fill or Kill (FOK) order Lệnh mua hoặc bán tất cả SSF ghi trong lệnh mà không quan tâm giá. Nếu không thỏa mãn thì tự hủy.	NO	YES
Good ‘Til Cancelled (GTC) order Đối với lệnh này, trừ khi được thực hiện, nó sẽ tồn tại trên hệ thống của OneChicago cho đến khi lệnh được thu hồi hoặc đến ngày đáo hạn hợp đồng	YES	YES

Immediate or Cancel (IOC) order Lệnh thị trường hoặc lệnh giới hạn, được tự động hủy trừ khi lệnh được thực hiện toàn bộ hoặc một phần trong vòng 5 giây sau khi hệ thống tiếp nhận	NO	YES
Limit order (LO) Lệnh giới hạn, là lệnh mua/bán một số lượng SSF ở mức giá xác định hoặc mức giá tốt hơn	YES	YES
Market order (MO) Lệnh thị trường, là lệnh mua/bán một số lượng SSF tại mức giá tốt nhất trên thị trường	YES	YES
Stop order (SO) Lệnh dừng mua/bán khi đã đạt được số lượng SSF yêu cầu	NO	YES

1.3.3 Thời gian giao dịch – Ngày đáo hạn

a) Thời gian giao dịch

OneChicago giao dịch từ thứ Hai đến thứ Sáu hàng tuần, từ 8:30 AM – 3:00 PM. Ngoài ra, OneChicago ngừng giao dịch vào các ngày lễ trong năm theo quy định của Chính phủ Mỹ.

b) Ngày đáo hạn

Ngày giao dịch cuối cùng và ngày đáo hạn thông thường là **ngày thứ Sáu của tuần thứ ba** trong tháng đáo hạn của hợp đồng (contract month). Trong trường hợp ngày đó không phải là ngày làm việc thì ngày giao dịch cuối cùng được tính cho ngày làm việc tiếp theo.

1.3.4 Thanh toán và giao hàng

a) Giá thực hiện

Giá thực hiện (thuật ngữ là “*daily settlement price*”) là giá khớp lệnh vào cuối ngày giao dịch của chứng khoán trên thị trường chứng khoán cơ sở, được dùng làm căn cứ để điều chỉnh theo thị trường trong hợp đồng tương lai chứng khoán (tức là ghi nhận lời hoặc lỗ tương ứng vào tài khoản người mua hoặc người bán). Giá thực hiện được xác định tự động bởi hệ thống giao dịch của OneChicago. Nếu vì lí do nào đó không thể căn cứ vào giá khớp lệnh của chứng khoán cơ sở, hệ thống sẽ tự đưa ra một mức giá phù hợp nhất trên cơ sở cung cầu thị trường.

b) Thanh toán và giao hàng

Nếu không đóng lại vị thế mua hoặc vị thế bán trước khi kết thúc ngày giao dịch cuối cùng, người mua bắt buộc phải thực hiện hợp đồng, nghĩa là mua đúng số lượng và loại chứng khoán đó với mức giá ghi trong hợp đồng. Đối lại, người bán bắt buộc phải giao đúng số lượng và loại chứng khoán đó cho người mua. Hoặc nếu hợp đồng cho phép thanh toán bằng tiền thì người bán phải thanh toán cho người mua phần chênh lệch giữa giá thực hiện của ngày giao dịch cuối cùng và giá thực hiện của ngày giao dịch liền kề trước đó. Việc thanh toán và giao hàng được gọi theo thuật ngữ là “*settlement and delivery*”. Quyền và nghĩa vụ của các bên trong hợp đồng chỉ chấm dứt sau khi các bên hoàn tất việc thanh toán và giao hàng theo luật định.

Đối với hình thức thanh toán hợp đồng bằng chứng khoán, thuật ngữ tại OneChicago gọi là “*physical delivery*”. Việc thanh toán bằng chứng khoán được thực hiện bởi công ty môi giới của người mua và người bán với OCC, tương tự như mua bán chứng khoán thông thường. Nếu người bán hiện đang nắm chứng khoán trong tay thì sẽ đưa cho bên môi giới để họ thông qua OCC giao chứng khoán cho người mua. Nếu không có sẵn chứng khoán để giao, người bán phải

mua chứng khoán ngoài thị trường. Thời hạn giao hàng là trong vòng 3 ngày làm việc sau ngày đáo hạn hợp đồng (gọi là quy trình “T+3”)

Thí dụ:

Thứ Năm	Thứ Sáu	Thứ Bảy	Chủ Nhật	Thứ Hai	Thứ Ba	Thứ Tư
Ngày giao dịch cuối cùng	Ngày đáo hạn SSF	<i>Nghỉ</i>	<i>Nghỉ</i>			Ngày giao chứng khoán

Trên thực tế, việc thanh toán bằng chứng khoán vào ngày đáo hạn ít khi xảy ra, mà các nhà đầu tư thường xoay sở bằng một trong hai cách sau:

- **Cách 1: Bù trừ vị thế**

Trước ngày đáo hạn, nhà đầu tư chuyển sang vị thế bán (đối với người mua) hoặc chuyển sang vị thế mua (đối với người bán). Nghĩa là họ thực hiện mua (hoặc bán) cùng một loại hợp đồng tương lai có cùng thời gian đáo hạn với hợp đồng tương lai họ đang nắm giữ. Cách làm này gọi là bù trừ vị thế.

Ví dụ: Ngày 10/09/2008, bà Mary đang ở vị thế mua 2 SSF 3 tháng công ty Coca Cola (200 cổ phiếu) đáo hạn vào tháng 12/2008. Để bù trừ vị thế, bà sẽ thực hiện bán 2 SSF 3 tháng Coca Cola cũng đáo hạn vào tháng 12/2008. Như vậy, vị thế của bà Mary chuyển từ “mua” sang “bán”.

- **Cách 2: Kéo dài vị thế hiện tại sang thời điểm đáo hạn xa hơn**

Mỗi hợp đồng tương lai chứng khoán thường có chu kỳ đáo hạn tương ứng với thời hạn ghi trong hợp đồng. Ví dụ: hợp đồng đáo hạn 3 tháng sẽ đáo hạn vào các tháng 3, tháng 6, tháng 9, tháng 12, trừ khi luật của OneChicago quy định khác. Chiến lược “kéo dài vị thế” được thực hiện như sau: Trong tháng đáo hạn của hợp đồng, một người đang ở vị thế mua sẽ thực hiện bán hợp đồng này đi và đồng thời mua lại chính hợp đồng đó trong tháng đáo hạn tiếp theo. Nhờ vậy anh ta có

thể tiếp tục ở vị thế mua trong một thời gian lâu hơn. Nếu ở vào vị thế bán thì cũng sẽ thực hiện tương tự theo cách thức ngược lại.

Để rõ hơn ta hãy trở lại ví dụ ở trên:

2 SSF 3 tháng Coca Cola của bà Mary đáo hạn vào tháng 12/2008. Nếu vẫn muốn tiếp tục nắm giữ vị thế mua trong một thời gian lâu hơn, bà Mary có thể thực hiện bằng cách:

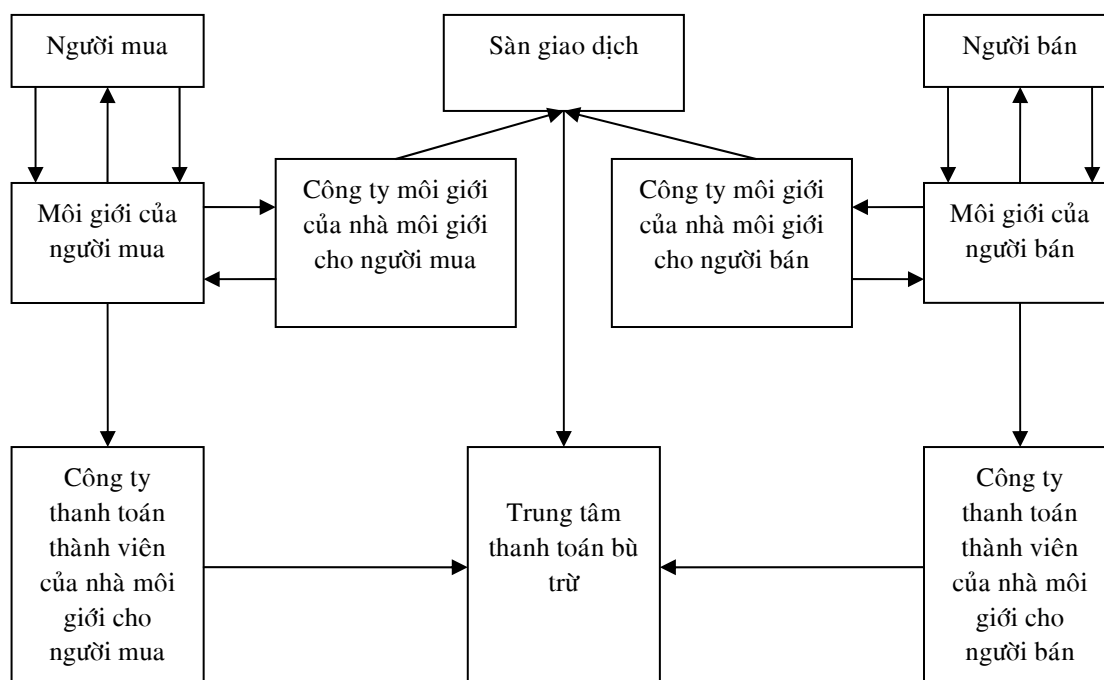
- Chuyển sang vị thế bán 2 SSF 3 tháng Coca Cola đáo hạn 12/2008.
- Mua 2 SSF 3 tháng Coca Cola đáo hạn 03/2009

Như vậy, bà Mary nắm giữ được vị thế mua của mình thêm 3 tháng nữa.

Yêu cầu “bù trừ vị thế” hay “kéo dài vị thế hiện tại sang thời điểm đáo hạn xa hơn” được nhà đầu tư ủy quyền cho công ty môi giới thực hiện. Lựa chọn cách nào là tùy thuộc vào nhận định và phân tích của mỗi nhà đầu tư, tốn kém chi phí giao dịch, đồng thời họ phải chịu trách nhiệm với quyết định của mình.

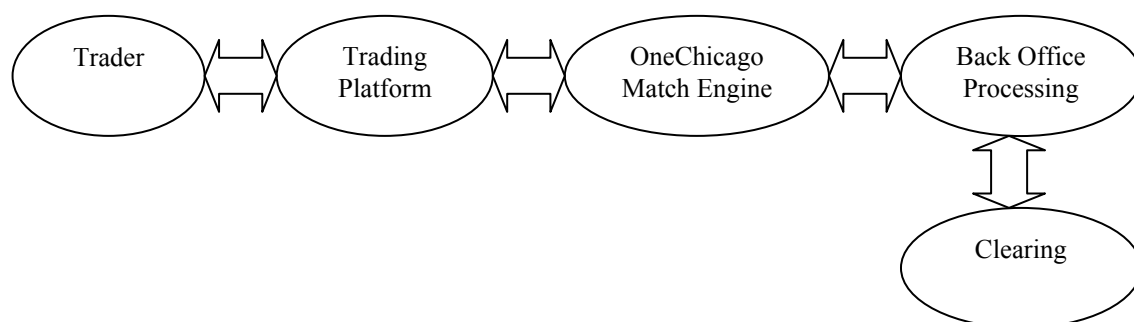
1.3.5 Quy trình giao dịch

Quy trình giao dịch hợp đồng tương lai thông thường được mô tả qua hình vẽ sau:



- **Bước 1:** Người mua và người bán yêu cầu các nhà môi giới thay mình thực hiện giao dịch theo yêu cầu
- **Bước 2:** Nhà môi giới của người mua và người bán yêu cầu công ty môi giới làm thủ tục pháp lý cho giao dịch
- **Bước 3:** Các công ty môi giới gặp nhau tại sàn giao dịch và đồng ý về một mức giá nào đó
- **Bước 4:** Thông tin về giao dịch từ sàn giao dịch được báo cáo về cho Trung tâm thanh toán bù trừ
- **Bước 5:** Các công ty môi giới báo mức giá đã được chấp nhận cho các nhà môi giới của người mua và người bán
- **Bước 6:** Các nhà môi giới của người mua và người bán báo mức giá đã được chấp nhận cho người mua và người bán
- **Bước 7:** Người mua và người bán đặt cọc tiền cho các nhà môi giới của mình
- **Bước 8:** Các nhà môi giới của người mua và người bán đặt cọc tiền ký quỹ cho các công ty thanh toán thành viên
- **Bước 9:** Các công ty thanh toán thành viên đặt cọc tiền ký quỹ cho Trung tâm thanh toán bù trừ.

Tại OneChicago, giao dịch hoàn toàn tự động và qua hệ thống máy tính điện tử



Để dễ hiểu, có thể tóm tắt quá trình giao dịch trên như sau:

- Thông qua môi giới, lệnh của người mua/người bán (Trader) được nhập vào hệ thống giao dịch, gọi là “*trading platform*”. Nhà đầu tư có thể chọn một trong hai trading platform là CBOEDirect hoặc GLOBEX. Mỗi hệ thống đều có những ưu điểm riêng và hỗ trợ nhiều loại lệnh khác nhau của nhà đầu tư, như đã đề cập ở phần giới thiệu các lệnh thường dùng tại OneChicago.
- Hệ thống giao dịch tiến hành kiểm tra thông tin về lệnh và dữ liệu xem có phù hợp quy định hay không. Nếu không phù hợp thì hệ thống sẽ trả lệnh về lại cho Trader. Nếu lệnh phù hợp thì sẽ được tự động chuyển đến hệ thống so khớp lệnh của OneChicago, gọi tên là “*OneChicago Match Engine*” để xác định giá khớp (giá thực hiện) và khối lượng khớp.
- Giá thực hiện và khối lượng khớp sẽ được thông báo đến các nhà môi giới của người mua/người bán. Các đối tượng này ngay lập tức thông báo cho khách hàng của họ. Quá trình này gọi là “*Back Office Processing*”
- Tiếp theo là quá trình thanh toán bù trừ (“*clearing*”). Căn cứ vào giá thực hiện, trung tâm thanh toán bù trừ của OneChicago ghi tăng và giảm tương ứng vào tài khoản của khách hàng (mark-to-market)

1.4 Rủi ro của việc giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán – Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Không phải bất cứ nhà đầu tư nào cũng có nhu cầu (và khả năng) giao dịch SSF tại sàn OneChicago (và các sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán khác trên thế giới nói chung), trừ phi tham gia với mục đích phòng ngừa rủi ro. Bởi lẽ

việc giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán đòi hỏi không chỉ kiến thức mà còn kinh nghiệm của người chơi nếu muốn tìm kiếm lợi nhuận với loại sản phẩm phái sinh này. Như người ta vẫn thường nói: “*lợi nhuận cao bao giờ cũng đi kèm với rủi ro lớn*”. Chỉ với một lượng tiền ký quỹ ban đầu 20% trên giá trị hợp đồng, người chơi có thể kiếm được hơn gấp nhiều lần, nhưng cũng có thể phải chịu mức lỗ tương ứng, thậm chí còn nhiều hơn nếu kể đến phí môi giới, phí giao dịch, thuế,... Một số loại rủi ro phổ biến mà người viết đề cập sau đây cũng có thể được coi như bài học kinh nghiệm cho nhà đầu tư Việt Nam khi có ý định kiếm lời từ hợp đồng tương lai chứng khoán.

1.4.1 Rủi ro bị thanh lý hợp đồng trước hạn

Lãi hoặc lỗ trên hợp đồng tương lai chứng khoán được phản ánh lên tài khoản người chơi hàng ngày, thông qua “mark-to-market”. Các biến động bất lợi trên thị trường chứng khoán cơ sở có tác động lớn đến thị trường hợp đồng tương lai chứng khoán, điều này có thể khiến người chơi bị lỗ. Nếu khoản lỗ vượt quá mức ký quỹ duy trì thì anh ta buộc phải bổ sung thêm tiền vào tài khoản, hoặc sẽ bị công ty môi giới thanh lý hợp đồng trước hạn. Do đó, trừ phi khả năng tài chính dư dả, nhà đầu tư nhiều khả năng phải rút lui khỏi thị trường mặc dù chỉ mới tham gia trong một thời gian ngắn.

1.4.2 Rủi ro không thể đóng vị thế trước khi hợp đồng đáo hạn

Thông thường, nhà đầu tư tham gia vào một giao dịch bù trừ vị thế để đóng lại vị thế hiện tại trước ngày đáo hạn hợp đồng. Sẽ thật là bi kịch nếu như họ muốn thoát khỏi vị thế hiện tại của mình và đã làm mọi cách nhưng vẫn không thể thực hiện được, không thể chốt lời mà cũng không ngăn được lỗ. Điều này hoàn toàn có thể xảy ra trong các trường hợp sau:

- Giao dịch bị tạm ngừng (trading halt), chẳng hạn do cơ quan chủ quản phát hiện trên thị trường đang diễn ra giao dịch bất thường, có yếu tố gian lận,

lũng đoạn...Hoặc do phát sinh các vấn đề nghiêm trọng đối với tổ chức phát hành chứng khoán (như sản xuất bị đình trệ kéo dài, báo cáo tài chính năm thiếu trung thực,...)

- Hệ thống giao dịch của sàn, hoặc của công ty môi giới đột nhiên bị lỗi, không thể xử lý giao dịch một cách chính xác. Mặc dù công nghệ của các sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán hiện nay đã đạt được trình độ cao nhưng có ai dám chắc là luôn luôn vận hành tốt trước một khối lượng lớn sản phẩm giao dịch hàng ngày.
- Thị trường hợp đồng tương lai kém thanh khoản. Điều này có vẻ giống với thị trường chứng khoán cơ sở. Khi thị trường kém thanh khoản thì nhà đầu tư có muốn bán chứng khoán đi cũng không dễ gì thực hiện được.

1.4.3 Rủi ro hệ thống bị hư hỏng hoặc bị kẻ xấu phá hoại

Nhà đầu tư có thể bị tổn thất nếu lệnh mua/bán hợp đồng tương lai chứng khoán của mình không thể thực hiện, trong trường hợp hệ thống bị hư hỏng do quá tải hoặc do hacker xâm nhập và phá hoại. Rủi ro này hoàn toàn có khả năng xảy ra trong một thế giới tài chính với công nghệ hiện đại và sự hấp dẫn của lợi nhuận có thể khiến cho các mối quan tâm về bảo mật hệ thống đôi khi bị xem nhẹ. Và hậu quả là khi rủi ro xảy ra, tổn thất người chơi phải gánh chịu.

1.4.4 Rủi ro khi giá của hợp đồng tương lai chứng khoán không phản ánh giá của chứng khoán trên thị trường cơ sở

Rủi ro này xảy ra:

- Khi thị trường hợp đồng tương lai chứng khoán kém thanh khoản.
- Khi thị trường chứng khoán cơ sở bị đóng cửa, có thể do trục trặc hệ thống.

- Khi các báo cáo giao dịch trên thị trường chứng khoán cơ sở không được công bố, có thể do cơ quan chủ quản phát hiện thông tin trong báo cáo sai lệch nghiêm trọng so với thực tế do một động cơ nào đó của người viết.

Khi xảy ra một trong các trường hợp này, người tham gia hợp đồng tương lai chứng khoán không thể thực hiện lệnh hoặc thiếu cơ sở để đưa ra các quyết định chính xác trong giao dịch. Cho nên khả năng lỗi là không tránh khỏi.

Kết luận chương một

Đến đây, người viết đã trình bày xong những điểm chính về hợp đồng tương lai chứng khoán cũng như cách thức nó được giao dịch trên sàn giao dịch OneChicago. Với trình độ công nghệ tiên tiến và cơ sở hạ tầng kỹ thuật tốt, OneChicago đã xây dựng thành công một thị trường giao dịch cho hợp đồng tương lai chứng khoán. Khuôn khổ bài viết không cho phép đề cập quá sâu, quá chi tiết vào các vấn đề mang tính kỹ thuật của sàn giao dịch OneChicago. Tuy nhiên có thể rút ra một số lợi ích chủ yếu đối với nhà đầu tư, nhà đầu cơ khi tham gia giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago, đó là: ***nhANH chóng, đa dạng, hệ thống giao dịch tự động hóa***, đáp ứng tối đa nhu cầu lợi nhuận của nhà đầu tư. Và mặc dù lợi ích của hợp đồng này là không phải bàn cãi nhưng những rủi ro do nó mang lại cũng rất đáng lưu tâm. Qua nghiên cứu OneChicago ít nhiều giúp ta có cái nhìn tổng quan về hợp đồng tương lai chứng khoán: nó là gì, thực tế nó được giao dịch như thế nào trên thế giới, và khả năng áp dụng nó vào Việt Nam.

CHƯƠNG HAI

HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỨNG KHOÁN VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM



2.1 Tổng quan về thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1.1 Sơ lược quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

Tại các nước phát triển trong khu vực và trên thế giới, thị trường chứng khoán đã có quá trình phát triển từ rất lâu đời, phát huy hữu hiệu vai trò huy động vốn cho nền kinh tế. Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán mới trải qua gần 10 năm phát triển. Tuy nhiên thị trường chỉ thực sự sôi động trong vòng vài năm trở lại đây.

Cơ quan chủ quản thị trường là Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN). Được thành lập ngày 28/11/1996 theo Nghị định 75/CP của Chính phủ, UBCKNN là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính thực hiện chức năng tổ chức và quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, tạo điều kiện cho thị trường phát triển lành mạnh, bền vững, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cho nhà đầu tư. Trực thuộc UBCKNN có 2 đơn vị: Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC). HOSE và HASTC được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/07/1998, có vai trò quản

lý thị trường chứng khoán niêm yết tại khu vực Tp.Hồ Chí Minh và Hà Nội. Dưới hai đơn vị này còn có các công ty chứng khoán thành viên đóng vai trò cầu nối giữa nhà đầu tư và thị trường.

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức giao dịch phiên đầu tiên vào ngày 28/07/2000, với 2 mã cổ phiếu của Công ty cổ phần cơ điện lạnh (REE) và Công ty cổ phần cáp-vật liệu viễn thông (SAM) cùng một số ít trái phiếu Chính phủ. Từ đó, số lượng chứng khoán niêm yết, số lượng công ty chứng khoán, số lượng tài khoản giao dịch của nhà đầu tư không ngừng tăng lên theo thời gian.

2.1.2 Tổng quan về thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007

a) Tóm tắt tình hình kinh tế vĩ mô 2007

- GDP 2007 đạt mức tăng trưởng 8.44%, là mức tăng cao nhất trong vòng 11 năm trở lại đây, đứng thứ ba châu Á chỉ sau Trung Quốc (11.3%) và Ấn Độ (9%). Trong đó các lĩnh vực dịch vụ, công nghiệp và xây dựng góp phần lớn vào tốc độ tăng trưởng ngoạn mục này.
- Tình hình thu hút thu hút vốn FDI năm 2007 hết sức khả quan, đạt mức kỷ lục 20.3 tỷ USD vốn đăng ký, tăng 69.1% so với cùng kỳ năm trước, vượt 56% kế hoạch dự kiến (13 tỷ USD). Trong đó lượng vốn thực hiện đạt tới 4.6 tỷ USD. Nguồn vốn viện trợ chính thức ODA cũng đạt mức kỷ lục 4.4 tỷ USD, giải ngân khoảng 3.9 tỷ USD.
- Lạm phát đáng lo ngại với chỉ số giá tiêu dùng (CPI) năm 2007 đạt mức 12.64% tăng gần gấp đôi so với năm 2006 (6.6%), vượt qua cả tốc độ tăng trưởng GDP. Nguyên nhân chủ yếu là do một lượng ngoại tệ rất lớn đổ vào Việt Nam từ FDI, ODA, kiều hối,...Để hấp thu được lượng ngoại tệ này nhằm ổn định tỷ giá đồng thời tăng khả năng cạnh tranh cho hàng xuất

khẩu, một lượng lớn tiền đồng được đưa ra lưu thông dẫn đến tình trạng giá cả tăng cao.

Các chỉ số kinh tế vĩ mô cơ bản của năm 2007 cho thấy nền kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng cao. Tuy nhiên nguy cơ lạm phát buộc các cơ quan chức năng phải đề ra các chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm ổn định kinh tế. Việc thực thi các chính sách này đã tác động trực tiếp đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

b) Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007

Thị trường chứng khoán Việt Nam đặc biệt khởi sắc vào cuối năm 2006, khi nước ta chính thức trở thành thành viên thứ 150 của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO). Bước sang năm 2007, thị trường tiếp tục tăng trưởng vượt bậc cả về quy mô thị trường lẫn chất lượng hàng hóa niêm yết. Đặc biệt chất lượng cổ phiếu niêm yết được nâng cao rõ rệt khi các công ty niêm yết trong năm đều là những doanh nghiệp uy tín có vị thế hàng đầu trong ngành như: Đạm Phú Mỹ (phân bón hóa chất), Vincom (bất động sản),...Đồng thời đây cũng là một năm chứng kiến nhiều sự kiện đáng nhớ của thị trường.

- **Diễn biến chỉ số VN-Index**



(Nguồn: Công ty chứng khoán Sài Gòn)

Đồ thị VN-Index cho thấy xu hướng biến động của thị trường rất thất thường. Có thể tạm chia thành ba giai đoạn chính như sau:

- **Giai đoạn 3 tháng đầu năm 2007**

VN-Index vọt lên mạnh mẽ theo đà tăng “nóng” của năm 2006 và lập kỷ lục ở mức 1170.67 điểm vào ngày 12/03/2007 – cao nhất trong lịch sử. Thị trường tăng trưởng mạnh mẽ trên tất cả các khía cạnh: giá trị vốn hóa, giá chứng khoán, khối lượng và giá trị giao dịch, đặc biệt là sự tham gia của đông đảo nhà đầu tư nước ngoài. Sức cầu trên thị trường tăng đột biến khiến giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên lên tới cả ngàn tỷ đồng. Trong đó tổng giá trị cổ phiếu mua vào của nhà đầu tư nước ngoài đạt trung bình khoảng 359 tỷ đồng/phiên, chiếm khoảng 30% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường.

- **Giai đoạn tháng 04/2007 đến đầu tháng 09/2007**

Tình trạng giá chứng khoán tăng quá nóng trong ba tháng đầu năm đã vượt qua kỳ vọng của tất cả các nhà đầu tư. Lo sợ về một “thị trường bong bóng”, các cơ quan quản lý Nhà nước đã vào cuộc để giảm nhiệt thị trường bằng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ. Phản ứng lại với điều này, thị trường đã có những đợt điều chỉnh giảm kéo dài. Từ mức đỉnh, VN-Index chỉ trong vòng một tháng đã rơi xuống mức 905.53 điểm (24/04/2007). Mặc dù VN-Index cũng có một đợt hồi phục vào tháng 05/2007 khi quay về mốc 1107.52 điểm (23/05/2007) nhưng do tác động quá mạnh của các chính sách kiểm chế thị trường đến tâm lý nhà đầu tư khiến VN-Index tiếp tục sụt giảm mạnh.

- **Giai đoạn đầu tháng 09/2007 đến tháng 12/2007**

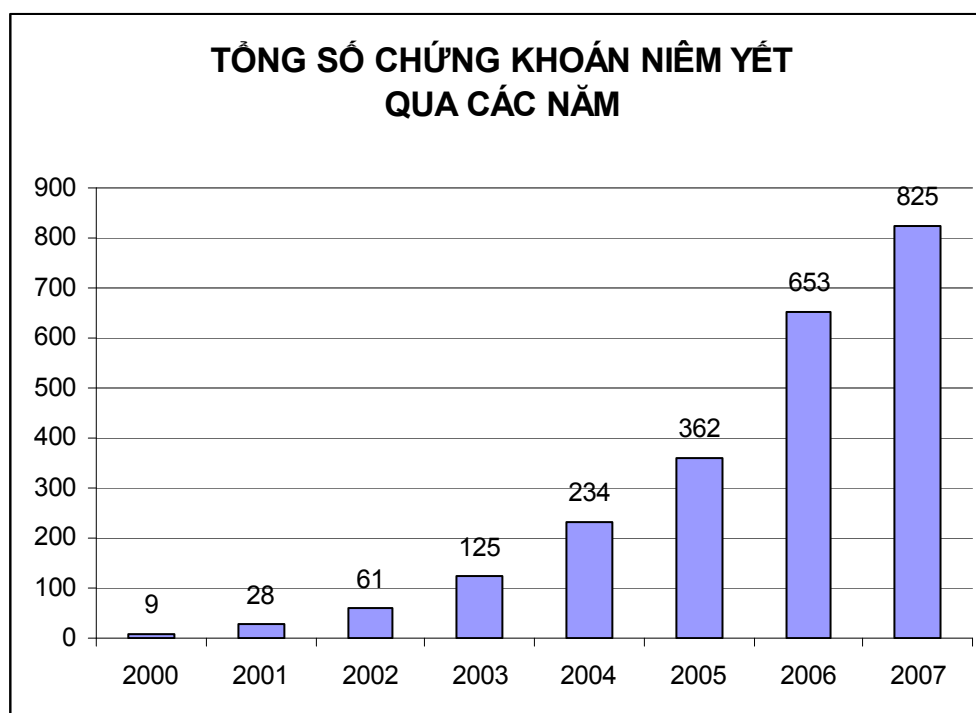
Sau một thời gian dài đầy biến động, VN-Index bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ trong khoảng thời gian từ đầu tháng 09 đến cuối tháng 10/2007. Giá các

cổ phiếu phục hồi nhanh chóng, đặc biệt là blue-chip. VN-Index đã có những phiên giao dịch vượt lên trên ngưỡng 1100 điểm (đạt 1106.6 điểm vào ngày 03/10/2007). Tuy nhiên bức tranh thị trường chứng khoán 2 tháng cuối năm đã không tươi sáng như kỳ vọng của hầu hết nhà đầu tư. Thị trường lại nhanh chóng điều chỉnh giảm và mốc 1100 điểm ngày càng trở nên xa vời. VN-Index chỉ còn 927.02 điểm vào phiên giao dịch cuối năm, giảm 20.8% so với kỷ lục đã lập.

- **Những điểm nổi bật**

- **Về quy mô của thị trường niêm yết:** Năm 2007 đánh dấu bước phát triển nhảy vọt so với năm 2006.

- **Về số lượng chứng khoán niêm yết**

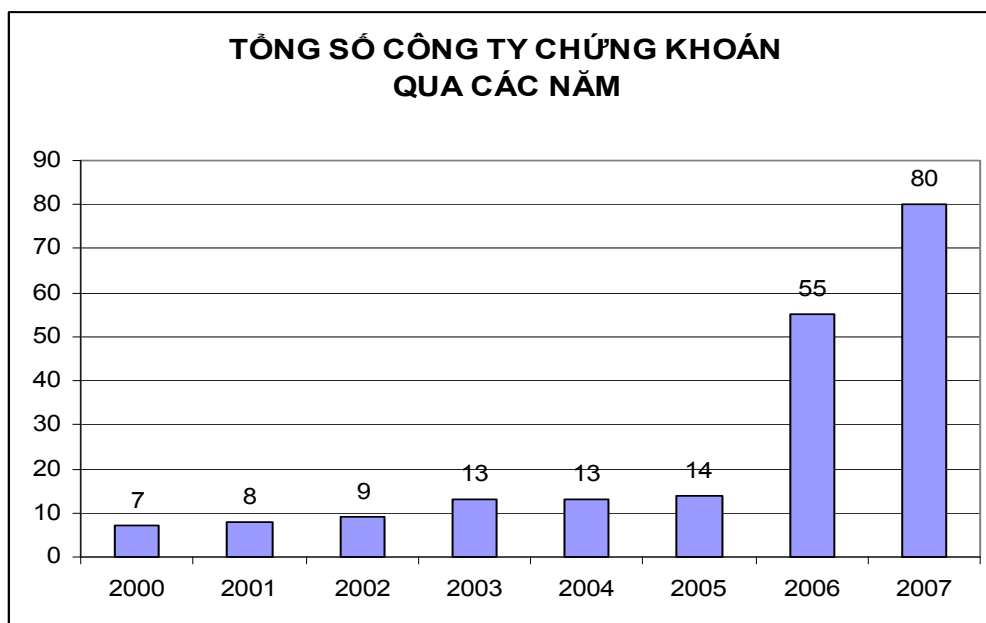


(Nguồn: Công ty chứng khoán ACB)

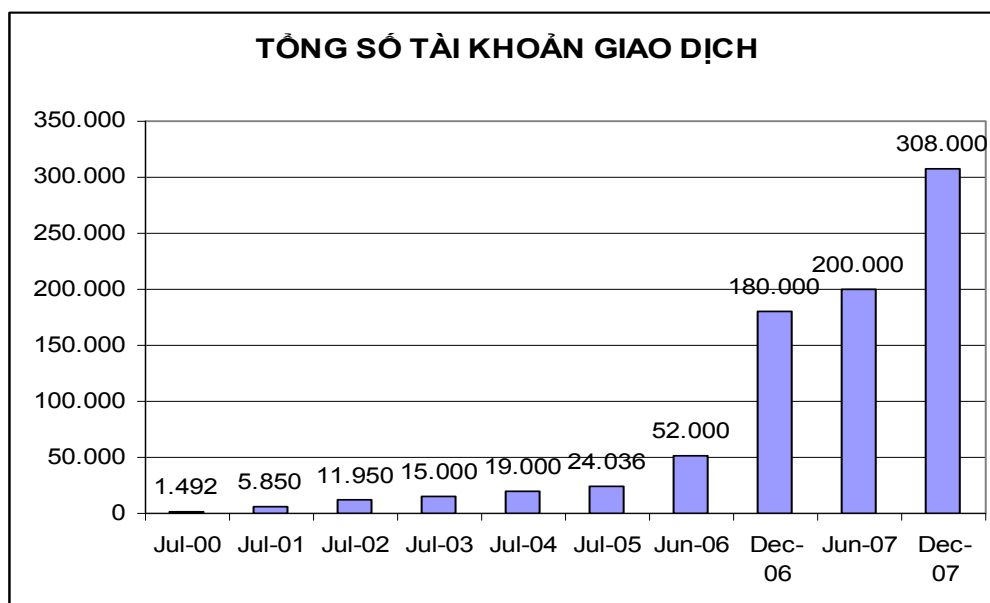
Số lượng chứng khoán niêm yết (cả cổ phiếu lẫn trái phiếu) trên cả hai sàn tăng 26% so với năm 2006, trong đó tổng số cổ phiếu niêm yết đạt 256 mã. Giá trị huy động vốn trên toàn thị trường trong năm 2007 vào khoảng 90.000 tỷ đồng, gấp 3 lần so với năm trước. Trong đó có 48.000 tỷ đồng đổ vào cổ phiếu của các công

ty niêm yết, 3.750 tỷ đồng trái phiếu cho ngân hàng thương mại. Mức vốn hóa toàn thị trường đạt trên 43% GDP. Như vậy quy mô của thị trường chứng khoán đã tăng vượt mục tiêu của Chính phủ – dự kiến đến hết năm 2010 giá trị vốn hóa mới đạt 30% - 40% GDP.

➤ Về số lượng công ty chứng khoán và tài khoản giao dịch



(Nguồn: Công ty chứng khoán ACB)



(Nguồn: Công ty chứng khoán ACB)

Đến hết năm 2007, có khoảng 80 công ty chứng khoán đang hoạt động, tăng 45% so với năm trước. Số lượng tài khoản giao dịch cũng tăng rất mạnh với mức tăng gần 210%, trong đó tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tăng gần 380% với 8140 tài khoản. Ước tính cuối năm 2007, nhà đầu tư nước ngoài nắm 25 – 30% cổ phần các doanh nghiệp niêm yết. Điều này cho thấy sức hút rất mạnh mẽ của thị trường chứng khoán Việt Nam đối với nguồn vốn ngoại.

- Về hành lang pháp lý

Luật chứng khoán chính thức được áp dụng từ 01/01/2007 đánh dấu sự nỗ lực của cơ quan quản lý nhằm cải thiện môi trường pháp lý cho thị trường chứng khoán Việt Nam, tạo nền tảng cho thị trường phát triển ổn định cũng như nâng cao tính minh bạch trong việc cung cấp thông tin của tổ chức niêm yết. Quy định về công ty đại chúng nhằm đưa các doanh nghiệp trên thị trường OTC vào cơ chế quản lý chặt hơn và buộc phải có trách nhiệm hơn đối với việc công bố thông tin cho cổ đông là một điều đáng khích lệ đối với khung pháp lý của thị trường chứng khoán nước ta hiện nay.

Bên cạnh đó, một số chính sách được cơ quan chức năng đưa ra đã có tác động mạnh đến thị trường:

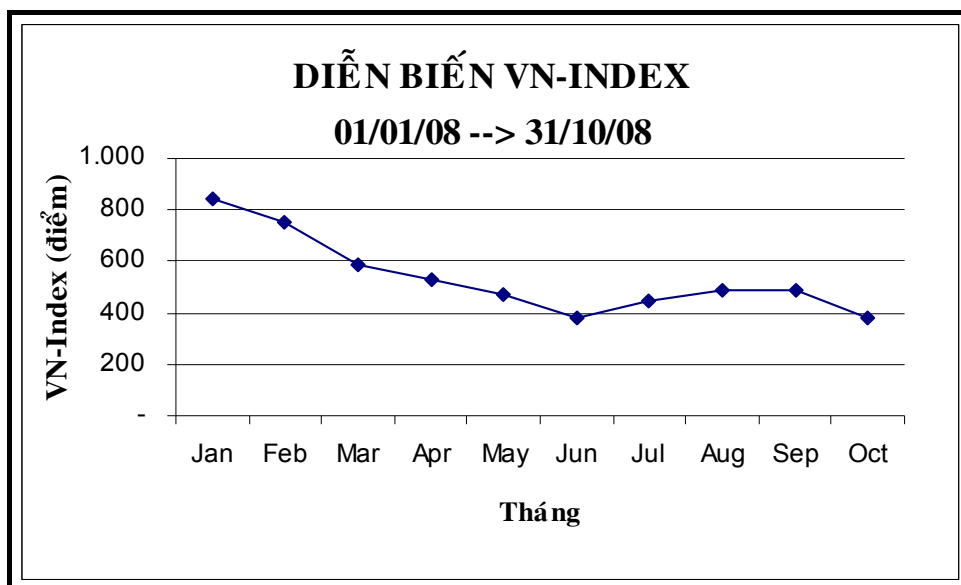
- Chỉ thị 03/2007 của NHNN – quy định tỷ lệ dư nợ cho vay kinh doanh chứng khoán của các tổ chức tín dụng không được vượt quá 3% tổng dư nợ của tổ chức tín dụng đó. Nếu tổ chức đã cho vay vượt quá quy định thì bắt buộc phải làm mọi cách để đưa tỷ lệ trên về mức 3% tổng dư nợ. Chỉ thị này nhằm kìm hãm đà tăng trưởng quá nóng của chứng khoán Việt, song cũng là nguyên nhân chính khiến cho chỉ số chứng khoán trên cả 2 sàn sụt giảm mạnh.

- Dự thảo sửa đổi Luật thuế thu nhập cá nhân được thông qua từ năm 2009, theo đó thu nhập từ chứng khoán sẽ được đưa vào diện chịu thuế với 2 lựa chọn: khấu trừ 0.1% trên giá trị giao dịch hoặc 20% trên tổng lợi nhuận nhà đầu tư thu được. Trong một thời gian ngắn luật này đã tác động không nhỏ tới tâm lý của nhà đầu tư.

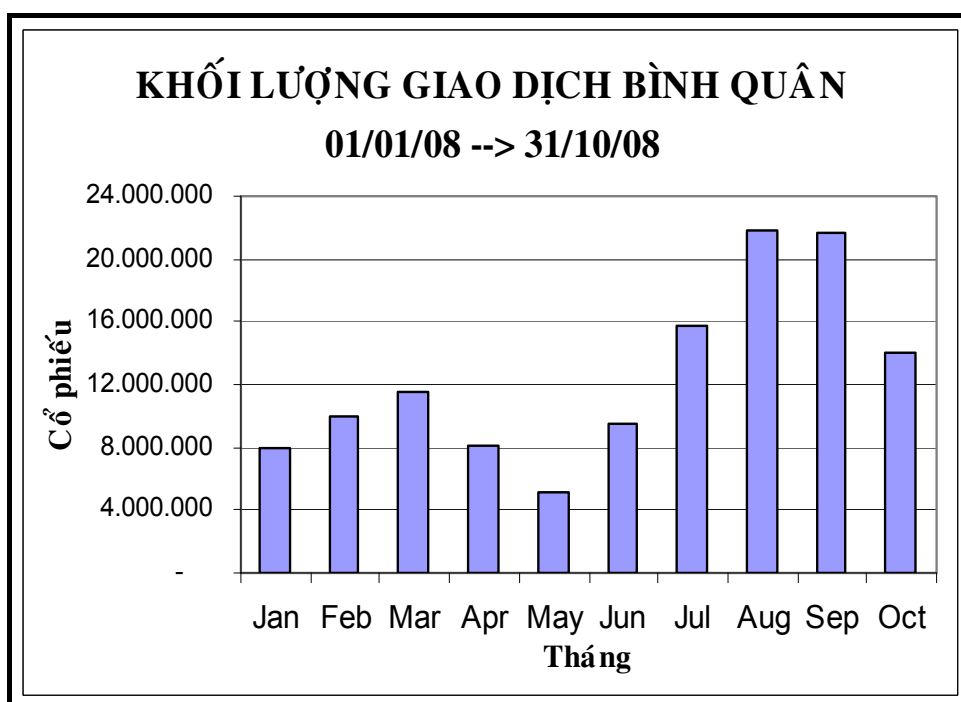
Qua toàn bộ phần trình bày trên, có thể thấy năm 2007 quả là một giai đoạn thật khó quên trong lịch sử hình thành phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, đánh dấu sự kỳ vọng lớn lao về lợi nhuận của giới đầu tư chứng khoán cùng sự nỗ lực của cơ quan chức năng trong việc ổn định thị trường. Khép lại năm 2007 ở mức 927.02 điểm, thị trường bước sang năm 2008 với những khó khăn chờ đợi ở phía trước.

2.1.3 Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ 01/01/2008 đến 31/10/2008

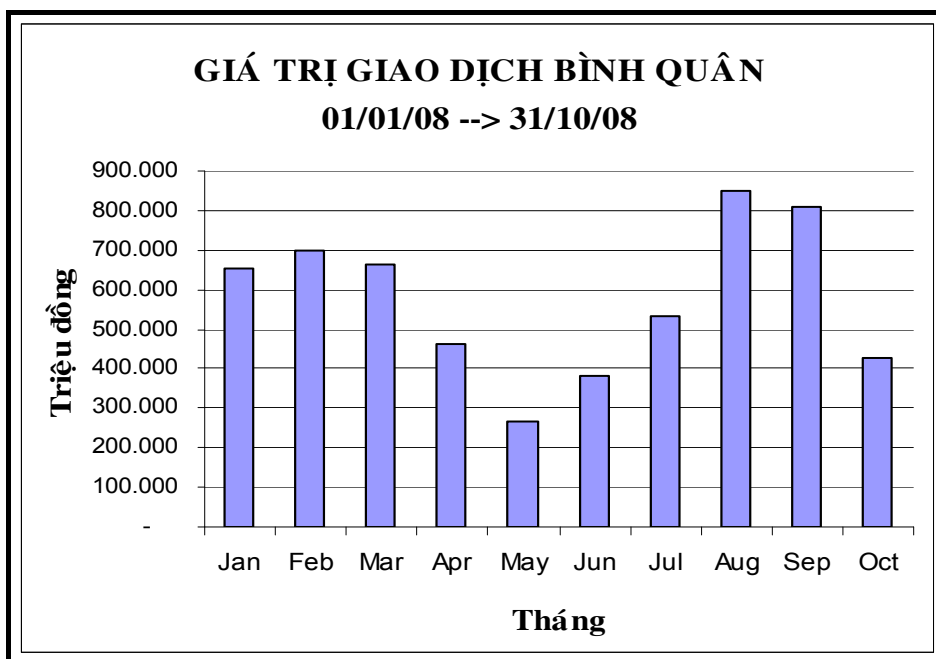
Thời kỳ hoàng kim năm 2007 của chứng khoán Việt đã qua, năm 2008 mở ra với nhiều thách thức lớn. Người viết tập trung phân tích thực trạng của thị trường trong giai đoạn này, bởi đây là giai đoạn đầy biến động đối với nền kinh tế thế giới và Việt Nam. Để phân tích, người viết sử dụng VN-Index - chỉ số đại diện cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Mốc thời gian được chọn từ 01/01/2008 đến 31/10/2008. Số liệu VN-Index, giá trị, khối lượng cổ phiếu là số bình quân trong tháng và bình quân của 3 đợt giao dịch trong ngày.



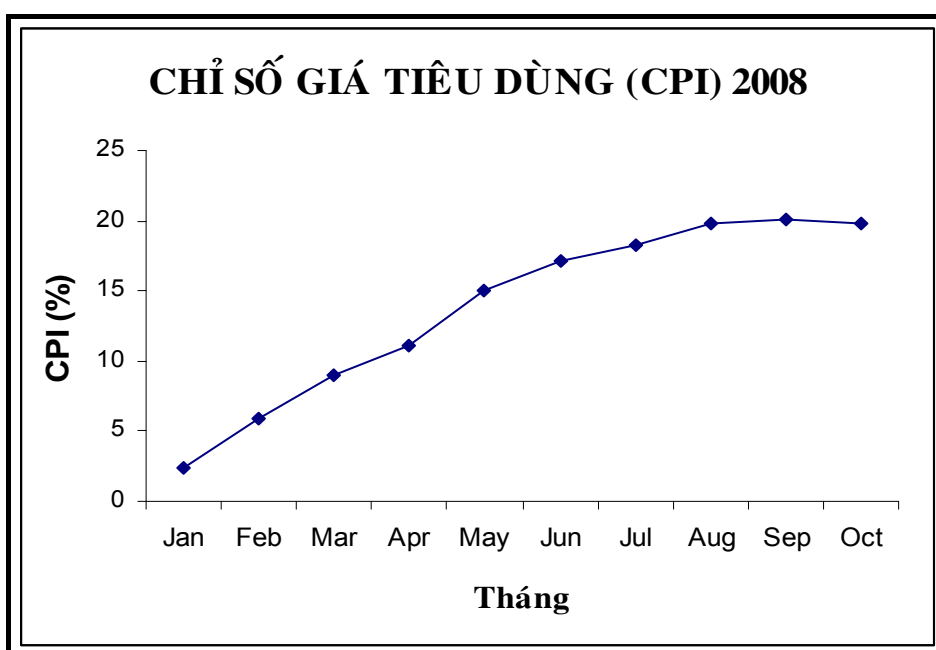
(Nguồn: Công ty chứng khoán FPT)



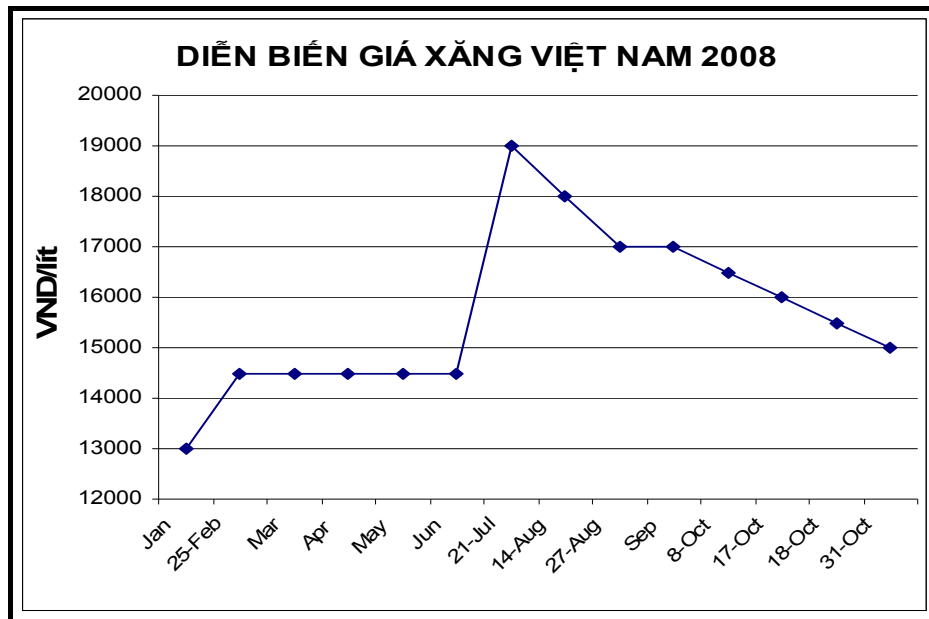
(Nguồn: Công ty chứng khoán FPT)



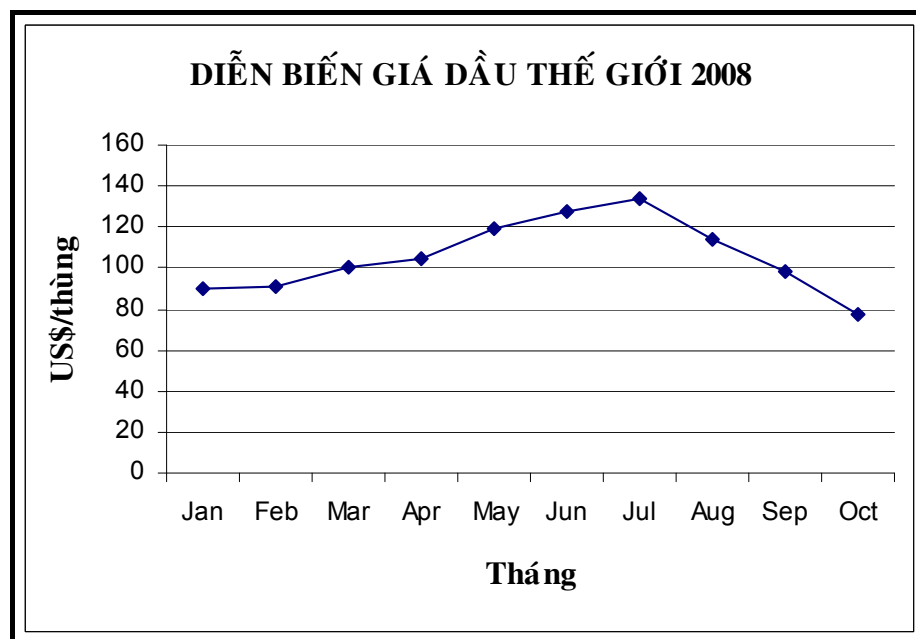
(Nguồn: Công ty chứng khoán FPT)



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)



(Nguồn: www.oil-price.net)

Để dễ phân tích, người viết tạm chia thành 4 giai đoạn như sau:

a) Giai đoạn 1 (01/01/2008 → 31/03/2008)

VN-Index giảm từ 841.89 điểm xuống còn 583.80 điểm, tức giảm 31% chỉ trong 3 tháng. Khối lượng giao dịch bình quân 9.8 triệu cổ phiếu/tháng, giá trị giao dịch

bình quân 672 tỷ đồng. Cá biệt có phiên giá trị giao dịch chỉ đạt 120 tỷ đồng với chỉ khoản 2 triệu cổ phiếu được chuyển nhượng thành công (ngày 31/03/2008). Đây là mức rất thấp nếu so sánh với giai đoạn cùng kỳ 2007 khi tổng giá trị giao dịch trung bình luôn xấp xỉ 1000 tỷ đồng/phiên. Tính thanh khoản sụt giảm mạnh, đa số các nhà đầu tư cá nhân lẫn tổ chức (quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, ngân hàng) đều thua lỗ nặng nề. Tâm lý bi quan bao trùm toàn thị trường.

Nguyên nhân

- Các cuộc IPO lớn của Vietcombank (cuối tháng 12/2007) và Tổng Công ty Rượu-Bia-Nước giải khát Sài Gòn Sabeco (cuối tháng 01/2008) khiến nguồn cung cổ phiếu gia tăng mạnh trong khi lượng cầu suy giảm do tác động của Chỉ thị 03-NHNN. IPO Vietcombank thu hút hơn 10.000 tỷ VND-được xem là đợt IPO lớn nhất từ trước đến nay. IPO Sabeco cũng hút của thị trường hơn 5485 tỷ VND. Tuy nhiên mức độ thành công của hai đợt IPO này không như mong đợi. Giá đấu cổ phần thành công bình quân của Vietcombank chỉ là 107.800 đồng/CP so với giá khởi điểm 100.000 đồng/CP. Giá đấu cổ phần thành công bình quân của Sabeco thậm chí còn “bi đát” hơn, chỉ nhỉnh hơn 3 đồng so với giá khởi điểm 70.000 đồng/CP.
- CPI tháng 01/2008 là 2.38% tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ năm trước (1.01%), sang đến tháng 02/2008 đã tăng lên 5.94%, tăng 3.56% so với tháng 1. Đến tháng 03/2008 CPI đã là 8.93%. CPI tăng cao chủ yếu do giá xăng dầu tăng. Ngày 25/02/2008 giá xăng được điều chỉnh tăng 11.5%, từ mức 13.000 đồng/lít tăng lên 14.500 đồng/lít đối với xăng A92. Nguyên nhân do giá dầu thế giới tăng mạnh, từ mức 89.865 US\$/thùng vào tháng 01/2008 lên mức 100.48 US\$/thùng vào tháng 3/2008. Xăng dầu là yếu tố

đầu vào của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh và vận tải. Xăng dầu tăng giá khiến giá cả hàng hóa tăng theo, nhất là vận tải.

- Để đối phó với lạm phát và ổn định tiền tệ, ngày 16/01/2008, NHNN ra quyết định 187/QĐ-NHNN tăng tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng thêm 1%, từ 10% lên 11%, áp dụng từ 01/02/2008. Tiếp đến, ngày 13/02/2008, NHNN quyết định phát hành 20.300 tỷ VND tín phiếu bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng, tương ứng với quy mô của từng tổ chức. Nguồn vốn ngân hàng dùng cho vay chứng khoán và sản xuất kinh doanh bị sụt giảm đáng kể. Các nhà đầu tư chứng khoán vốn đã bị thua lỗ nặng nề do giá chứng khoán liên tục sụt giảm, nay lại càng thêm khó khăn khi tín dụng chứng khoán bị siết chặt. Họ liên tục bán ra chứng khoán bất kể tốt xấu khiến cho tình hình trở nên tồi tệ hơn.
- Để chặn đà lao dốc của VN-Index, ổn định tâm lý nhà đầu tư, Nhà nước đã thực hiện một số biện pháp. Mở đầu bằng việc Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước-SCIC-tuyên bố sẽ tung ra hàng ngàn tỷ VND để mua vào các chứng khoán tốt (đầu tháng 03/2008). Tuyên bố này ngay lập tức lấy lại niềm tin cho nhà đầu tư. Chứng khoán đã có một số phiên đảo chiều với dư mua dày đặc bảng điện tử. Tuy nhiên nó chỉ làm chậm chứ cũng không ngăn được đà giảm điểm của VN-Index. Do năng lực của SCIC có giới hạn và SCIC cũng không tuyên bố rõ loại chứng khoán nào sẽ được mua, số lượng mua là bao nhiêu cho nên chưa thực sự tạo yên tâm cho nhà đầu tư. Thị trường chứng khoán vẫn tiếp tục xu thế giảm, càng lúc càng mạnh. Ngày 27/03/2008, UBCKNN buộc phải điều chỉnh biên độ chứng khoán từ +/-5% xuống +/-1% tại HOSE và từ +/-10% xuống +/-2% tại HASTC. Đà giảm điểm của chứng khoán Việt tạm thời được hãm lại,

nhưng đồng thời tính thanh khoản của thị trường cũng giảm sút nghiêm trọng, tổng giá trị giao dịch bình quân của VN-Index chỉ khoảng 150 tỷ VND/phiên. Nguy cơ suy thoái của thị trường là không tránh khỏi.

b) Giai đoạn 2 (01/04/2008 → 20/06/2008)

Tiếp nối đà sụt giảm của giai đoạn trước, giai đoạn này VN-Index rơi mạnh xuống đáy, từ 521 điểm (ngày 01/04) giảm xuống chỉ còn 366 điểm (ngày 20/06), tức là giảm 42.35% chỉ trong vòng 2.5 tháng. Khối lượng giao dịch bình quân còn thấp hơn giai đoạn trước, chỉ đạt khoảng 7 triệu cổ phiếu/tháng với giá trị giao dịch bình quân 350 tỷ đồng, giảm gần ½ so với giai đoạn 1. Đây thực sự là một giai đoạn rất khó khăn đối với nhà đầu tư và cả thị trường chứng khoán nói chung. Trong 51 ngày giao dịch, chỉ có 13 ngày thị trường tăng điểm, tuy nhiên mức tăng khá khiêm tốn, còn lại là giảm điểm, tính thanh khoản cực thấp. Ngày 07/04/2008, để tăng thanh khoản cho thị trường, UBCK quyết định tăng lại biên độ lên thành +2% (HOSE) và +3% (HASTC). Tuy nhiên, thị trường chỉ bình ổn một thời gian ngắn rồi tiếp tục đi xuống.

Nguyên nhân

Do nhiều thông tin xấu về kinh tế vĩ mô được bộc lộ vào thời gian này, đặc biệt là lạm phát tiếp tục tăng cao trong nước và thế giới, gây nên khó khăn lớn cho các doanh nghiệp niêm yết trong việc hoàn thành kế hoạch sản xuất kinh doanh 2008, đồng thời tạo áp lực lớn đối với Nhà nước trong việc vừa kiềm chế lạm phát, vừa phải đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, sự xuất hiện và lan truyền của các tin đồn xấu, và ảnh hưởng từ những nhận định không mấy lạc quan của báo cáo nước ngoài về thị trường chứng khoán Việt Nam cũng là yếu tố cần nhắc đến.

- Theo thông tin từ Tổng cục Thống kê, thâm hụt cán cân vãng lai 4 tháng đầu năm lên đến 11.4 tỷ USD, gần bằng cả năm 2007 (12.4 tỷ USD). Quản lý thị trường giai đoạn này còn nhiều yếu kém đã tạo điều kiện cho giới đầu cơ đẩy giá gạo, phân bón, xi măng, sắt thép tăng cao. CPI tháng 4 tiếp tục tăng 2.2% so với tháng 3, đạt 11.13%. CPI tháng 5 đạt mức tăng kỷ lục so với tháng 4, tăng 3.91%-mức tăng mạnh nhất từ đầu năm đến nay.
- Trong giai đoạn này xuất hiện nhiều tin đồn thất thiệt về việc khủng hoảng lương thực thế giới, tin đồn Việt Nam thiếu gạo đã khiến cho giá mặt hàng lương thực quan trọng này tăng đột biến trên thị trường. Ai cũng biết: không thể nào có chuyện một quốc gia xuất khẩu gạo lớn thứ hai thế giới như Việt Nam lại lâm vào tình trạng thiếu gạo, vậy mà không ít người lại nghe theo và đổ xô đi mua gạo dự trữ, khiến cho giá gạo trung bình tăng hơn gấp đôi, từ khoản 8.000 đồng/kg lên hơn 20.000 đồng/kg. Mặc dù sau đó các cơ quan Nhà nước đã vào cuộc và đưa giá gạo trở lại mức hợp lý, nhưng sự chậm trễ trong công bố thông tin đã để cho giới đầu cơ kịp thu được một món lợi lớn từ sự kiện này, đồng thời khiến tình hình lạm phát trầm trọng thêm. Ngoài ra, lợi dụng những lo ngại của người dân từ lạm phát cao, thâm hụt thương mại nặng nề, cũng chính giới đầu cơ tung tin đồn đẩy giá USD trên thị trường tự do tăng cao chưa từng thấy. Người dân đổ xô đi mua ngoại tệ khiến giá USD từ mức trung bình 16.000 VND/US\$ đã nhanh chóng được đẩy lên 18.000 rồi 19.000 VND/US\$ vào đầu tháng 6, cao hơn 18.75% so với tỷ giá chính thức do NHNN công bố. Tác động cộng hưởng từ những yếu tố trên là nguyên nhân lí giải cho sự tụt dốc không phanh của thị trường chứng khoán.

- Cũng thời gian này, các tổ chức tài chính quốc tế đồng thời đưa ra các báo cáo và nhận định kém lạc quan về Việt Nam và thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, trong bảng báo cáo ngày 07/04, HSBC đưa ra dự báo cuối năm 2008 VN-Index sẽ đạt mức 600 điểm thay vì 1100 điểm như trong báo cáo trước đó. HSBC cũng khuyến nghị khách hàng của mình giảm mức đầu tư vào chứng khoán Việt. Các tổ chức định mức tín nhiệm nổi tiếng như Standard & Poors (S&P), Moody's, Fitch cũng lần lượt hạ triển vọng định mức tín nhiệm nợ ngoại tệ của Việt Nam từ mức “ổn định” xuống mức “tiêu cực” do họ nhận định Chính phủ Việt Nam phản ứng chậm trễ trong việc chống lạm phát. Với tâm lý từ xưa đến nay của đa phần nhà đầu tư cá nhân thiếu kinh nghiệm thường không phân tích kỹ nội lực doanh nghiệp và kinh tế trong nước, mà chủ yếu dựa vào phân tích nhận định của các báo cáo ngoại để mua bán cổ phiếu, thì những báo cáo này càng giống như “đổ dầu vào lửa”, khiến cho thị trường chứng khoán đã giảm lại càng giảm mạnh hơn.

Để đối phó với những khó khăn trên, liên tục trong một thời gian ngắn NHNN đã tác động vào lãi suất. Ngày 16/05/2008, NHNN nâng lãi suất cơ bản từ 8.75% lên 12% và tiếp tục tăng lên 14% vào ngày 09/06/2008. Còn cơ quan chủ quản thị trường-UBCKNN-cũng quyết định điều chỉnh biên độ lần thứ ba vào ngày 19/06/2008, từ mức +/-2% lên +/-3% đối với HOSE và từ mức +/-3% lên +/-4% đối với HASTC. Tính thanh khoản của cả hai sàn dần dần được cải thiện, tuy nhiên thị trường vẫn chưa vượt qua được khó khăn. Thị trường chờ đợi những thông tin tích cực hơn từ chuyển biến kinh tế vĩ mô cũng như hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

c) Giai đoạn 3 (20/06/2008 → 27/08/2008)

Đây là giai đoạn thị trường chứng khoán đón nhận những thông tin tốt ban đầu của nền kinh tế dưới tác động của các chính sách kiềm chế lạm phát của Chính phủ. Từ mức đáy 366 điểm, VN-Index thực hiện một cuộc “leo dốc” ngoạn mục, tăng lên 561 điểm (ngày 27/08/2008), tức 53% chỉ trong hơn 2 tháng, tuy vẫn xen kẽ vài phiên điều chỉnh giảm do nhà đầu tư bán ra để hiện thực hóa lợi nhuận. Tính thanh khoản của thị trường cũng được cải thiện đáng kể. Khối lượng giao dịch bình quân giai đoạn này đạt hơn 18.5 triệu cổ phiếu/phiên với giá trị giao dịch hơn 691 tỷ đồng, tương ứng tăng hơn gấp đôi về khối lượng và hơn 87% về giá trị so với giai đoạn trước. Tâm trạng hưng phấn thay thế cho tâm trạng đầy bi quan cách đó chưa lâu.

Nguyên nhân

Sự phục hồi của thị trường chủ yếu là do những thông tin kinh tế vĩ mô tích cực và cũng do thời gian trước thị trường đã giảm quá sâu. Giá nhiều cổ phiếu đã trở nên rất hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư, khiến họ quyết định mua vào. Ngoài ra, việc nới lỏng biên độ dao động chứng khoán từ UBCKNN cũng khiến thị trường phản ứng tích cực.

- Lượng FDI đăng ký 6 tháng 2008 đạt 31.6 tỷ USD, vượt xa con số 20.3 tỷ USD của cả năm 2007. Trong đó lượng FDI giải ngân 6 tháng đạt 5 tỷ USD và tổng lượng FDI giải ngân trong năm 2008 được kỳ vọng sẽ đạt mức 11 tỷ USD. Điều này chứng tỏ sự ổn định chính trị và môi trường đầu tư Việt Nam có sức hấp dẫn lớn thế nào đối với quốc tế.
- Xuất khẩu 6 tháng đầu năm đạt 29.7 tỷ USD, tăng 31.8% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhập siêu tháng 6 chỉ còn 1.3 tỷ USD giảm hơn ½ so với tháng 5/2008.

- Mức tăng CPI đã chậm lại, cụ thể CPI tháng 6 chỉ tăng thêm 2.14% so với tháng 5. CPI tháng 7 chỉ tăng 1.13% so với tháng 6, đưa tổng mức CPI 7 tháng đầu năm lên 18.31%. Các biện pháp thắt chặt tiền tệ, kiểm chế lạm phát của Chính phủ bắt đầu phát huy tác dụng. Với đà này, mục tiêu CPI cả năm không vượt quá 21% hoàn toàn có thể thực hiện được. Tỷ giá VND/US\$ cũng dần đi vào ổn định. Từ mức đỉnh 19.200 VND/US\$ giữa tháng 6, tỷ giá thị trường tự do giảm dần, đến đầu tháng 8 đã ngang bằng với tỷ giá chính thức 16.500 VND/US\$ của NHNN.
- Ngày 04/07, giá dầu thế giới bất ngờ tăng mạnh lên hơn 137 US\$/thùng. Ngày 21/07 Chính phủ quyết định tăng giá xăng dầu thêm 4.500 đồng/l đối với xăng A92, từ 14.500 lên 19.000 đồng/l, tức tăng 31%. Đây là mức tăng rất mạnh, có ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và nhu cầu đi lại của dân cư. Thị trường chứng khoán phản ứng tức thì bằng việc giảm sàn của gần như 100% cổ phiếu trong 3 phiên liên tiếp kể từ ngày 21/07. Thế nhưng sau đó giá dầu thế giới bắt đầu xu thế giảm, đến ngày 01/08 chỉ còn 121 US\$/thùng. Giá xăng dầu trong nước nhờ đó đã được điều chỉnh giảm 2 lần (1.000 VND/lít mỗi lần) vào ngày 14/08 và 27/08. Mặc dù có nhiều lo ngại lạm phát lại tiếp tục tăng cao nhưng CPI tháng 8 được công bố chỉ tăng 1.56% so với tháng 7. Niềm tin trở lại thị trường bằng những phiên tăng điểm nối tiếp sau đó.
- Báo cáo kết quả kinh doanh quý 2/2008 của phần lớn doanh nghiệp niêm yết cho thấy kết quả tốt. Đặc biệt một số công ty vượt lợi nhuận cả năm 2008 như Hòa Phát (HPG), Vật tư Nông nghiệp Cần Thơ (TSC), Vận tải dầu khí Vinashin (VSP),...cũng là yếu tố đóng góp vào đà tăng điểm của thị trường. Ngày 18/08/2008 UBCK tăng lại biên độ lên 5% cho HOSE và

7% cho HASTC. Động thái này đã góp phần tăng thanh khoản cho thị trường và cũng khiến tâm lý nhà đầu tư ổn định hơn, dù khó khăn vẫn chưa hoàn toàn qua đi.

d) Giai đoạn 4 (28/08/2008 → 31/10/2008)

Sau chuỗi tăng điểm đầy phấn khích, thị trường lại bước vào giai đoạn điều chỉnh giảm sâu. Từ mức đỉnh 561 điểm thiết lập ngày 27/08, thị trường lại tiếp tục chuỗi ngày giảm điểm, với mức độ còn mạnh hơn giai đoạn 2 do biên độ đã được tăng trở lại. Ngày 28/10, VN-Index chính thức phá đáy 366 điểm, đạt 322 điểm. Theo tính toán, khối lượng giao dịch trung bình tháng 10 chỉ đạt 14.07 triệu cổ phiếu với tổng giá trị 426.3 tỷ VND.

Nguyên nhân

Thị trường sụt giảm chủ yếu do ảnh hưởng bởi những thông tin tiêu cực từ cuộc khủng hoảng tài chính tín dụng ngày càng trầm trọng tại Mỹ và thế giới. Ngoài ra còn do việc liên tục bán ra một số lượng lớn chứng khoán của khối nhà đầu tư nước ngoài.

- Bối cảnh kinh tế vĩ mô chưa thực sự tốt hoàn toàn, khó khăn trong nước chưa qua thì khó khăn ngoài nước lại ập tới. Ngày 15/09/2008, khủng hoảng tín dụng tại Mỹ bắt đầu bằng sự đổ vỡ của hai tổ chức cho vay thế chấp lớn là Freddie Mac và Fannie Mae, tiếp theo là hàng loạt thông tin xấu về thị trường tài chính Mỹ: Lehman Brothers – tập đoàn ngân hàng lớn thứ 4 của Mỹ - thông báo phá sản; tập đoàn đầu tư Merrill Lynch và tập đoàn bảo hiểm AIG lâm vào tình trạng kiệt quệ tài chính.v.v..Trước những cú sốc tài chính này, tất cả các thị trường chứng khoán thế giới đồng loạt giảm mạnh. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không ngoại lệ. Như

có sự liên thông với thị trường thế giới, VN-Index liên tục đi xuống cùng với Dow Jones (Mỹ), FTSE 100 (Anh), NIKKEI (Nhật),...Nhà đầu tư dường như căn cứ vào tình hình chứng khoán thế giới để hành động, bất chấp một thực tế là tình hình tài chính tín dụng trong nước không xấu như trên thế giới. Cho nên thay vì bình tĩnh xem xét đánh giá tình hình thì họ lại đua nhau bán giá sàn tất cả các cổ phiếu bất chấp tốt xấu, làm cho các nỗ lực phục hồi của thị trường trong giai đoạn trước bị quét sạch.

- Ngay khi Cục Dự trữ liên bang Mỹ FED thông báo gói giải pháp khẩn cấp 700 tỷ USD cứu trợ các tập đoàn tài chính lớn của Mỹ, thị trường chứng khoán toàn cầu đã có phản ứng tích cực tăng điểm mạnh ngày 19/09 và 22/09/2008. VN-Index cũng diễn biến cùng chiều với chứng khoán thế giới khi tăng hết biên độ trong 2 ngày này. Tuy nhiên ngay sau đó thị trường tiếp tục “lình xình”, những phiên giảm điểm xuất hiện ngày càng nhiều và mạnh so với những phiên tăng điểm ít ỏi. Khi mà cuộc khủng hoảng tài chính thế giới ngày càng trầm trọng thêm thì việc giảm điểm của VN-Index đương nhiên là không tránh khỏi, nhưng mức độ giảm của chứng khoán Việt có lẽ sẽ không mạnh như chứng khoán thế giới nếu không có sự phản ứng thái quá từ phía nhà đầu tư. Thực tế cho thấy kinh tế vĩ mô trong nước dù còn nhiều khó khăn nhưng có những chuyển biến tích cực.

Cụ thể:

- Nguy cơ suy thoái kinh tế khiến nhu cầu tiêu thụ năng lượng giảm, giá dầu thế giới giảm mạnh từ mức 106.41US\$/thùng đầu tháng 9, đến ngày 31/10 chỉ còn gần 70US\$/thùng. Giá xăng trong nước được điều chỉnh giảm 4 lần, từ mức 17.000 đồng/l ngày 27/08 giảm xuống còn 15.000 đồng/l ngày 31/10. Lần đầu tiên, CPI tháng 10 có mức tăng âm 0.19% so với tháng 9. CPI 10 tháng đạt 19.86%.

- Ngày 20/10, NHNN quyết định giảm lãi suất cơ bản từ 14%/năm xuống còn 13%/năm, đồng thời cũng giảm 1% đối với lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu và thanh toán trước hạn 20.300 tỷ VND tín phiếu bắt buộc cho các tổ chức tín dụng. Lãi suất cho vay từ đó được các ngân hàng thương mại điều chỉnh giảm, tạo điều kiện cho doanh nghiệp vay vốn sản xuất kinh doanh.
- Có một điều đáng chú ý trong giai đoạn này, đó là động thái liên tục bán ra chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài trong tháng 9 và tháng 10/2008. Theo báo cáo của HSBC, khối lượng bán ròng tháng 9 của khối ngoại là 21 triệu US\$. Trong tháng 10, con số này tăng lên tới mức 48 triệu US\$. Đây là thời kỳ bán ròng liên tục đầu tiên của họ trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong vòng 2 năm qua. Trước đó, trong giai đoạn thị trường đi xuống năm ngoái và 8 tháng đầu năm nay, khối ngoại vẫn luôn là lực lượng mua ròng. Việc bán ra mạnh của nhà đầu tư nội có lẽ cũng bắt nguồn từ động thái bán ròng liên tục của nhà đầu tư ngoại, khi có những thông tin về việc họ rút vốn khỏi thị trường. Tuy nhiên, nhà đầu tư ngoại chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trên thị trường nên việc rút vốn của họ, nếu có, cũng không thể ảnh hưởng lớn đến thị trường. Rõ ràng, chính tâm lý bất ổn và hành động của nhà đầu tư nội mới khiến vấn đề trầm trọng thêm.

Thị trường chứng khoán Việt Nam từ khi thành lập cho đến nay đã trải qua nhiều thăng trầm, đặc biệt là năm 2008. Việc biến động mạnh của VN-Index trong năm 2008 có nguyên nhân chính là từ khủng hoảng tài chính toàn cầu, nhưng nếu hợp đồng tương lai chứng khoán được áp dụng trên thị trường thì có thể tình hình sẽ

không đến nỗi xấu như vậy. Bởi lẽ khi đó nhà đầu tư có một công cụ phòng ngừa rủi ro giảm giá chứng khoán. Giá mua/bán đã được cố định từ trong hợp đồng, rủi ro biến động giá được loại trừ. Tâm lý họ sẽ ổn định hơn, không bị tác động quá lớn từ yếu tố bất lợi bên ngoài, cho nên họ sẽ không vội vàng đồng loạt bán tháo cổ phiếu và VN-Index sẽ không sụt giảm quá mạnh. Rõ ràng cần nhanh chóng áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán, bởi vì nó đem lại lợi ích cho cả thị trường.

Tuy nhiên, hợp đồng tương lai chứng khoán là một loại hợp đồng rất phức tạp, vì tài sản cơ sở của nó không phải là hàng hóa thông thường mà là chứng khoán-một loại hàng hóa của thị trường tài chính. Từ thực trạng thị trường chứng khoán đã phân tích ở trên, người viết xin đưa ra các điều kiện cần để áp dụng thành công hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam.

2.2 Điều kiện cần để áp dụng thành công hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam

2.2.1 Quy mô thị trường chứng khoán

Các thị trường chứng khoán lớn trên thế giới đã có quá trình phát triển từ lâu đời, cộng với quy mô lớn, mức vốn hóa thị trường cao nên họ dễ dàng áp dụng các công cụ phái sinh chứng khoán như hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn chứng khoán,...Đối với nước ta, quy mô thị trường hiện tại đang còn rất khiêm tốn. Do đang ở vào thời kỳ suy giảm, giá trị vốn hóa trên hai sàn ước chỉ vào khoảng trên 220.000 tỷ đồng. Như vậy thì việc áp dụng công cụ phái sinh chứng khoán nói chung và hợp đồng tương lai chứng khoán nói riêng sẽ rất khó khăn. Động cơ của việc tham gia vào hợp đồng tương lai chứng khoán của các tổ chức, công ty chứng khoán là họ có thể kiếm lời do làm trung gian mua bán hợp đồng tương lai trái chiều của những người có đánh giá khác nhau về xu hướng tăng – giảm của giá chứng khoán. Do đó với quy mô quá nhỏ, lợi nhuận thu về từ cung cấp dịch

vụ chưa chắc đã đủ bù đắp chi phí đầu tư hạ tầng kỹ thuật, nghiên cứu vận hành, chi phí cho nguồn nhân lực. Rõ ràng hợp đồng tương lai chứng khoán sẽ không đủ sức hấp dẫn các tổ chức tài chính và công ty chứng khoán tham gia. Mà nếu thiếu các đối tượng này thì không thể áp dụng hợp đồng tương lai vào chứng khoán.

2.2.2 Cơ sở vật chất hạ tầng-kỹ thuật

Đây là điều kiện quan trọng nhất trong việc áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán.

- Phương thức giao dịch trực tuyến cần được áp dụng song song hoặc thay thế hẳn phương thức giao dịch thông thường. Với quy trình giao dịch thông thường, lệnh của nhà đầu tư được giao dịch viên của công ty chứng khoán nhập vào hệ thống, sau đó được chuyển đến đại diện giao dịch tại sàn, rồi phải được vị đại diện này nhập vào hệ thống của sàn thì lệnh mới có hiệu lực. Trong trường hợp nhiều lệnh được nhập vào cùng một lúc thì khả năng nhập sai, rút lệnh và thiếu công bằng (ưu tiên cho khách hàng lớn) là khó tránh khỏi. Với giao dịch trực tuyến, nhà đầu tư không phải trực tiếp đến công ty chứng khoán hoặc gọi điện thoại để đặt lệnh, mà có thể đặt lệnh qua mạng. Lệnh sẽ được chuyển thẳng đến hệ thống của sàn, vừa tiện lợi hơn rất nhiều, xác suất khớp lệnh cao hơn mà lại đảm bảo công bằng cho nhà đầu tư.
- Sàn giao dịch cần có một hệ thống giao dịch gồm máy chủ và các máy mạng đủ mạnh, đồng bộ và ổn định. Việc kết nối giữa hệ thống giao dịch của sàn và mạng máy tính của các công ty chứng khoán thành viên phải luôn trong tình trạng tốt nhất, để đảm bảo quá trình giao dịch của nhà đầu tư được thông suốt. Bởi vì, như đã đề cập, giá hợp đồng tương lai chứng khoán hoàn toàn phụ thuộc vào giá chứng khoán cơ sở, mà mức giá này lại

liên tục biến động trong phiên giao dịch. Nếu chẳng may trong quá trình giao dịch hệ thống gặp sự cố, thì sẽ gây thiệt hại lớn cho nhà đầu tư, do họ không thể biết được giá chứng khoán trên thị trường cơ sở đang diễn biến như thế nào, để mà quyết định tiếp tục nắm giữ hay đóng vị thế mua/bán đối với hợp đồng tương lai. Từ đó họ có thể bị thiệt đơn thiệt kép: bị lỗ trên cả thị trường chứng khoán cơ sở (do giá giảm) và thị trường hợp đồng tương lai chứng khoán (do tính chất điều chỉnh theo thị trường). Mặt khác, do hợp đồng hoàn toàn được giao dịch qua mạng nên dễ trở thành mục tiêu tấn công của các loại tội phạm công nghệ cao như hacker, cracker, nếu chúng tìm được lỗ hổng về hệ thống.

- Thông tin từ UBCKNN, sàn giao dịch và công ty chứng khoán thành viên, doanh nghiệp niêm yết...phải được công bố kịp thời, đầy đủ, chính xác, minh bạch giúp cho nhà đầu tư có đầy đủ các dữ liệu tin cậy về thị trường. Từ đó có thể phân tích thấu đáo để có quyết định hợp lý. Đây là yêu cầu tối quan trọng đối với một thị trường chứng khoán phát triển. Có một nghịch lý là nhà đầu tư Việt Nam hiện tại rất thiếu thông tin, trong khi thông tin nằm tại cơ quan quản lý và doanh nghiệp nhưng do thiếu nhân lực, chưa xử lý kịp nên chậm công bố. Vì vậy nhà đầu tư dễ bị tác động từ các tin đồn thất thiệt và báo cáo nước ngoài, từ đó dẫn đến hành động tiêu cực.
- Hợp đồng tương lai chứng khoán chỉ áp dụng được đối với các chứng khoán có tính thanh khoản cao và giá biến động lớn. Bởi vì có thể nó mới đáp ứng được hai yêu cầu cơ bản: kinh doanh chênh lệch giá (đối với nhà đầu cơ) và phòng ngừa rủi ro (đối với nhà đầu tư). Tính thanh khoản giúp chứng khoán cơ sở dễ được chuyển nhượng trên thị trường thì đồng thời

cũng giúp người nắm giữ hợp đồng tương lai chứng khoán dễ dàng thực hiện hành động bù trừ vị thế giao dịch: chuyển từ vị thế mua sang bán hoặc ngược lại căn cứ trên các dấu hiệu của thị trường, để tối đa hóa lợi nhuận. Mặt khác, việc giá chứng khoán biến động lớn sẽ đưa đến nhu cầu phòng ngừa rủi ro giá giảm của chủ sở hữu, từ đó họ mới có nhu cầu sử dụng hợp đồng tương lai chứng khoán.

- Biên độ dao động giá chứng khoán phải rộng nhằm tạo sức hấp dẫn đối với các đối tượng tham gia. Hiện tại biên độ dao động giá được khống chế 5% đối với sàn Hồ Chí Minh và 7% đối với sàn Hà Nội là tương đối phù hợp với một thị trường chứng khoán còn ở giai đoạn đầu phát triển như Việt Nam. Tuy nhiên nó không khuyến khích được nhiều đối tượng tham gia đầu tư chứng khoán, khi mà mức độ rủi ro có vẻ cao hơn nhiều so với lợi nhuận đem lại. Chỉ khi biên độ dao động được nới rộng đến mức hợp lý thì hợp đồng tương lai chứng khoán mới thực sự hấp dẫn giới đầu tư, đầu cơ những người sẵn sàng chấp nhận mạo hiểm để đổi lại tỷ suất sinh lợi cao, khi mà họ có thể kiếm được lợi nhuận gấp nhiều lần khoản ký quỹ ban đầu.

2.2.3 Nhân lực

- Đầu tư vào chứng khoán đã khó, đầu tư vào hợp đồng tương lai chứng khoán còn khó hơn nhiều, nên trước khi muốn áp dụng loại hợp đồng này trên thị trường chứng khoán thì nhất thiết phải xây dựng được đội ngũ nhân viên môi giới tư vấn chứng khoán chuyên nghiệp và có đạo đức nghề nghiệp. Là những người đóng vai trò trung gian trên thị trường, họ phải có trình độ chuyên môn, am hiểu về chứng khoán và hợp đồng tương lai chứng khoán, phải trung thực khách quan trong cung cấp thông tin cho khách hàng.

- Để tham gia vào hợp đồng tương lai chứng khoán, nhà đầu tư nhất định phải tự trang bị cho mình kiến thức thật vững về chứng khoán và hợp đồng tương lai. Đầu tư vào hợp đồng tương lai chứng khoán có thể đem lại lợi nhuận lớn hơn rất nhiều lần so với đầu tư vào chứng khoán thông thường, nhưng đồng thời nó cũng có thể khiến nhà đầu tư thua lỗ rất lớn, nếu không hiểu rõ “luật chơi” và không có kỹ năng phân tích chứng khoán. Đây là “sân chơi” không dành cho những người chơi nghiệp dư, đầu tư chỉ dựa vào yếu tố may mắn.
- UBCKNN và hai sàn giao dịch phải có đủ nguồn nhân lực có trình độ, đạo đức nghề nghiệp để điều hành tốt thị trường, đủ khả năng kiểm soát và ngăn chặn các hành vi tiêu cực của các chủ thể trên thị trường như: thao túng giá chứng khoán, gian lận, mua bán thông tin nội gián,...

2.2.4 Cơ sở pháp lý

- Hợp đồng tương lai chứng khoán được xếp vào dạng hợp đồng cao cấp bậc nhất trên thị trường. Lợi ích của nó là không thể phủ nhận nhưng ngược lại tác hại của nó cũng khôn lường nếu thiếu các biện pháp kiểm soát chặt chẽ. Để có thể quản lý tốt thị trường này, UBCKNN phải là cơ quan độc lập ngang bộ có đầy đủ quyền hành trong việc điều tiết và kiểm soát thị trường, như vậy mới có thể kịp thời đưa ra các quy định phù hợp với diễn biến trên thị trường.
- Cần phải có đầy đủ văn bản pháp quy về hợp đồng tương lai chứng khoán và cách thức giao dịch hợp đồng này kèm theo hướng dẫn thật cụ thể, để giúp nhà đầu tư hiểu rõ về hợp đồng này và tính tất yếu áp dụng hợp đồng nó vào Việt Nam. Hiện thông tin về hợp đồng tương lai chứng khoán chỉ có thể tìm thấy trên các website nước ngoài. Chưa có một phương tiện

thông tin đại chúng hoặc website nào ở trong nước đề cập đến loại hợp đồng này.

- Cần có các ấn phẩm phân tích thật chuyên sâu về chứng khoán do công ty chứng khoán hoặc tổ chức tư vấn phát hành, với mục đích bổ sung thêm kiến thức đồng thời làm kênh thông tin hữu hiệu cho nhà đầu tư, cung cấp thêm phương tiện giúp cho việc ra quyết định của họ. Hiện có rất ít báo cáo định kỳ phân tích về chứng khoán Việt Nam, ngoại trừ báo cáo của một số ít công ty chứng khoán lớn như: công ty chứng khoán Sài Gòn, Bảo Việt, FPT. Các thông tin liên quan đến thị trường, diễn biến giao dịch thì nhiều nhưng dưới dạng bảng tin là chủ yếu nên cũng chưa thật sâu.

Kết luận chương hai

Chương Hai đã trình bày những điểm cơ bản về thực trạng hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó tập trung vào hai thời kỳ nổi bật: năm 2007 và 2008. Bức tranh thị trường chứng khoán năm 2008 đã cho thấy một sự khác biệt lớn so với năm 2007. Những thách thức thực sự đối với thị trường đã được bộc lộ khá rõ nét trong năm 2008, thể hiện qua những biến động của tình hình kinh tế thế giới và trong nước lẫn nội tại doanh nghiệp. Đó là những liều “thuốc thử” khả năng chống chọi và vượt qua khó khăn không chỉ đối với cơ quan quản lý mà còn cả các đối tượng tham gia thị trường. Bao giờ thị trường chứng khoán sẽ tìm lại ánh hào quang khi xưa? Đó là một câu hỏi không dễ trả lời, nó phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, cả chủ quan lẫn khách quan. Thông qua việc đề cập thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam, người viết muốn một lần nữa nhấn mạnh sự cần thiết áp dụng các công cụ phái sinh vào chứng khoán, trong đó có hợp đồng tương lai, để phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư.

CHƯƠNG BA

GIẢI PHÁP ÁP DỤNG HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỨNG KHOÁN VÀO VIỆT NAM



3.1 Chủ trương của Chính phủ về phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán

Ngày 02/08/2007, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 128/2007/QĐ-TTg phê duyệt “*Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*”. Trong đó có nhiều nội dung liên quan đến kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai như sau:

- **Về mục tiêu:** 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.
- **Về giải pháp dài hạn:** 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.

- **Về giải pháp trước mắt**

- 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....
- Từng bước nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh,...

Như vậy có thể thấy Chính phủ đã có chủ trương và chính thức ủng hộ bằng văn bản việc phát triển thị trường hợp đồng tương lai chứng khoán. Tuy chưa có kế hoạch và lộ trình cụ thể nhưng điều đó cũng thể hiện sự quyết tâm của Chính phủ đối với việc phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó ủng hộ việc triển khai hợp đồng tương lai chứng khoán. Đây là điều kiện thuận lợi ban đầu cho việc áp dụng hợp đồng này vào thị trường chứng khoán.

3.2 Dự báo khả năng áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam

Dựa theo những điều kiện cần và đủ cho việc áp dụng hợp đồng tương lai vào thị trường chứng khoán Việt Nam đã nêu ở trên, rõ ràng áp dụng được loại hợp đồng này là điều hết sức khó khăn. Hiện tại chúng ta chưa hội đủ các yếu tố cần thiết để triển khai các công cụ phái sinh (trong đó có hợp đồng tương lai) vào thị trường chứng khoán. Quy mô thị trường còn khiêm tốn; cơ sở vật chất kỹ thuật phục vụ cho giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán chưa đủ và đồng bộ, số công ty chứng khoán đầu tư thích đáng cho hạ tầng kỹ thuật còn ít, số công ty

chứng khoán kết nối trực tuyến thành công với HOSE chưa nhiều; trình độ của nhà đầu tư phần nhiều còn hạn chế; hoàn toàn chưa có hành lang pháp lý cho việc thực thi hợp đồng tương lai chứng khoán. Nền kinh tế nước ta lại đang trong tình trạng khó khăn do tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, hầu hết các doanh nghiệp kể cả niêm yết lẫn chưa niêm yết đều bị thiệt hại nặng nề. Tuy nhiên nói thế không có nghĩa là chúng ta không áp dụng được và cũng không nên áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán. Áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán là một nhu cầu tất yếu đối với quá trình phát triển thị trường chứng khoán. Theo dự tính của Chính phủ, nền kinh tế thế giới bước đầu phục hồi vào đầu năm 2010, sẽ kéo theo sự phục hồi của kinh tế Việt Nam. Thị trường chứng khoán sẽ phục hồi sớm hơn, sẽ trở nên trưởng thành và chuyên nghiệp hơn sau quá trình suy thoái kéo dài. Nhu cầu áp dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro chứng khoán sẽ được xem xét nghiêm túc. Theo dự báo của người viết, hợp đồng tương lai chứng khoán sẽ được thực hiện vào giữa năm 2012.

3.3 Các giải pháp chủ yếu để áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam

3.3.1 Tăng quy mô cho thị trường chứng khoán

Để tăng quy mô cho thị trường chứng khoán cần có sự phối hợp đồng bộ giữa cơ quan chức năng và bản thân doanh nghiệp. Cơ quan chức năng tích cực tăng thêm cung hàng hóa chất lượng cho thị trường chứng khoán bằng việc đẩy mạnh công tác cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước hoạt động hiệu quả, kết hợp với niêm yết trên thị trường chứng khoán. Biện pháp này đồng thời cũng giúp tăng thanh khoản cho chứng khoán. Chính phủ, Bộ Tài chính yêu cầu các Tổng Công ty, tập đoàn Nhà nước thực hiện nghiêm chỉnh việc cổ phần hóa các đơn vị trực thuộc, đảm bảo đúng thời gian và tiến độ được giao. Đồng thời kiên quyết xử lý các doanh nghiệp cố tình trì hoãn quá trình cổ phần hóa, quá trình niêm yết trên

sàn giao dịch do xét thấy diễn biến thị trường không thuận lợi. Cần đẩy nhanh việc niêm yết những tập đoàn hàng đầu đã được cổ phần hóa như: Bảo Việt, Vietcombank, Sabeco, Incombank để tăng quy mô, thanh khoản và tính hấp dẫn cho toàn thị trường. Sớm cổ phần hóa các doanh nghiệp viễn thông lớn như Mobifone, Vinafone,...Mặt khác, bản thân lãnh đạo doanh nghiệp cũng phải ý thức được tầm quan trọng, lợi ích của việc cổ phần hóa và niêm yết trên sàn giao dịch, đẩy nhanh việc cổ phần hóa doanh nghiệp mình.

3.3.2 Cơ sở vật chất hạ tầng-công nghệ

a) Về phía UBCKNN

- Cần triển khai giao dịch trực tuyến trong thời gian sớm nhất, bởi đây là điều kiện không thể thiếu cho việc triển khai áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán. Như trên đã đề cập, việc giao dịch trực tuyến với tốc độ xử lý nhanh, chính xác, kịp thời đáp ứng yêu cầu của nhà đầu tư. Đồng thời, giao dịch trực tuyến cũng đem lại công bằng và mở ra nhiều cơ hội chiến thắng cho người chơi, nhất là các nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ vốn bị thiệt thòi khi đặt lệnh, do công ty chứng khoán thường ưu ái lệnh của nhà đầu tư lớn.

Tuy nhiên, xây dựng được một hệ thống giao dịch trực tuyến hoạt động tốt là điều không đơn giản, đòi hỏi sự nỗ lực không chỉ từ phía cơ quan chức năng mà còn từ bản thân các công ty chứng khoán. Do quy mô giao dịch tại HASTC còn nhỏ, nên trong giai đoạn đầu việc triển khai áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán có lẽ chỉ thích hợp áp dụng tại HOSE.

- Giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán không thể thiếu Trung tâm thanh toán bù trừ với vai trò cầu nối. Thành viên của Trung tâm thanh toán bù trừ sẽ là các công ty chứng khoán – đóng vai trò là công ty môi giới cho

người mua và người bán. Ở nước ta, hiện số lượng công ty chứng khoán đăng ký làm thành viên của sở giao dịch ngày một tăng lên chứng tỏ thị trường chứng khoán vẫn còn nhiều sức hấp dẫn mặc dù đang trong giai đoạn khó khăn. Bởi trong tương lai, khi thị trường tăng trưởng về lượng và chất, hợp đồng tương lai chứng khoán được áp dụng thì sẽ tạo cơ hội tăng lợi nhuận cho các công ty chứng khoán – những đối tượng kiếm lời nhờ đóng vai trò trung gian mua bán. Vì vậy, việc xây dựng Trung tâm thanh toán bù trừ cho hợp đồng tương lai chứng khoán nên sớm được nghiên cứu thực hiện. Có thể xem xét cho phép Trung tâm lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ như hiện tại đồng thời thực hiện thêm chức năng thanh toán bù trừ đối với hợp đồng tương lai chứng khoán.

- Do hợp đồng tương lai chứng khoán là một chứng khoán phái sinh cao cấp, đòi hỏi nhiều kinh nghiệm, kỹ năng, kiến thức nên trong thời gian đầu thiết nghĩ cơ quan chức năng chỉ chấp nhận môi giới là pháp nhân (công ty chứng khoán), chưa nên cho phép cá nhân hành nghề môi giới đối với loại hợp đồng này, để hạn chế hành vi gian lận tiêu cực.
- Cần yêu cầu nhà đầu tư mở tài khoản ký quỹ (margin account) tại ngân hàng nơi công ty chứng khoán mở tài khoản, nếu muốn tham gia vào hợp đồng tương lai chứng khoán. Có thể là 20% trên tổng giá trị hợp đồng như tỷ lệ thông thường tại các sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán trên thế giới hoặc thấp hơn tùy tình hình thực tế. Đây là điều kiện bắt buộc để hạn chế tổn thất cho người chơi cũng như chính công ty chứng khoán trong trường hợp công ty tự tham gia giao dịch. Và tài khoản ký quỹ này phải được giám sát chặt chẽ.

- Các tiêu chuẩn kỹ thuật khác của hợp đồng tương lai chứng khoán như: quy mô hợp đồng, bước giá, ngày đáo hạn, tạm ngừng giao dịch,...cũng cần được nghiên cứu áp dụng. Tuy nhiên chúng chỉ đơn thuần về mặt kỹ thuật và không mất quá nhiều thời gian để thực hiện.

b) Về phía HOSE, HASTC

- Cần đầu tư xây dựng hệ thống máy chủ đủ mạnh, hoạt động ổn định và có thiết bị dự phòng trong trường hợp máy chủ gặp sự cố, để bảo đảm giao dịch luôn thông suốt. Hệ thống máy chủ phải kết nối tốt với các công ty chứng khoán thành viên. Ngoài ra, để việc giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán được tự động hóa, HOSE cần đầu tư vào một hệ thống giao dịch qua Internet (trading platform) đủ mạnh giống như CBOEDirect hoặc GLOBEX của sàn OneChicago, vì chỉ có thế mới xử lý nổi một khối lượng lệnh lớn trong một thời gian ngắn.
- Nghiên cứu áp dụng các loại lệnh giao dịch mới, tạo sự hấp dẫn cho hợp đồng tương lai chứng khoán, giúp người chơi có nhiều lựa chọn hơn. Hiện tại ở thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ áp dụng các loại lệnh: lệnh giới hạn (LO), lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh (ATO/ATC). Cần sớm áp dụng lệnh thị trường (MO), lệnh dừng (SO) và các lệnh đặc thù của hợp đồng tương lai chứng khoán như: Good 'Til Cancelled (GTC), Immediate or Cancel (IOC).

c) Về phía các công ty chứng khoán

Phải đầu tư nâng cấp xây dựng hạ tầng kỹ thuật, hệ thống máy tính tại đơn vị mình sao cho tương thích với chuẩn của máy chủ HOSE. Tích cực kiểm tra và thử

nghiệm kết nối trực tuyến với HOSE, đảm bảo lệnh của nhà đầu tư được truyền đến HOSE trong thời gian nhanh nhất.

Được biết, hiện HOSE đã tiến hành thử nghiệm kết nối trực tuyến với các công ty chứng khoán. Sau thử nghiệm, một số công ty chứng khoán đã kết nối thành công với HOSE như: Công ty chứng khoán Sài Gòn (SSI), Công ty chứng khoán FPT (FPTS), Công ty chứng khoán ngân hàng Á Châu (ACBS), Công ty chứng khoán VN DIRECT (VDS). Dự kiến nếu không có gì trục trặc, giao dịch trực tuyến sẽ được tiến hành vào tháng 01-2009 đối với các công ty chứng khoán đạt yêu cầu.

d) Về phía doanh nghiệp niêm yết

Cần chấp hành nghiêm chỉnh chế độ công bố thông tin theo quy định. Đầu tư xây dựng website và thường xuyên cập nhật tin tức lên website cho cổ đông và các đối tượng quan tâm nắm rõ.

Nghị định 36/2007/ND-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán quy định rất rõ về các hành vi vi phạm. Đây là cơ sở pháp lý để UBCKNN xử phạt các lỗi vi phạm. Tuy nhiên thực tế cho thấy thời gian qua các lỗi vi phạm vẫn gia tăng, phổ biến nhất là vi phạm công bố báo cáo tài chính. Điều 16, Luật chứng khoán quy định: *“Doanh nghiệp đại chúng phải công bố báo cáo tài chính gồm bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và bảng thuyết minh báo cáo tài chính”*. Thông thường báo cáo tài chính phải được công bố ít nhất hàng quý và phải được gửi đến UBCKNN chậm nhất là ngày 25 của tháng sau quý đó. Tuy nhiên nhiều doanh nghiệp đại chúng, kể cả niêm yết lẫn chưa niêm yết chưa thực hiện nghiêm quy định này, thường xin gia hạn, trì hoãn thời gian công bố, nhất là đối với những doanh nghiệp có kết quả kinh doanh không tốt.

Ngoài ra, các thông tin quan trọng như: thông tin bất thường có ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh, thông tin mua bán cho tặng cổ phiếu của lãnh đạo doanh nghiệp, thông tin mua cổ phiếu quỹ...thường chậm được công bố ra công chúng. Sự chậm trễ này rõ ràng làm ảnh hưởng đến quyết định mua bán của nhà đầu tư. Cổ đông muốn tìm hiểu kỹ hơn về báo cáo, nghị quyết của doanh nghiệp thường phải tìm cách truy cập vào website của doanh nghiệp đó, nhưng đến giờ nhiều doanh nghiệp niềm yết vẫn chưa xây dựng được website, hoặc có website nhưng thông tin không được update đầy đủ theo quy định.

3.3.3 Giải pháp đối với nguồn nhân lực

a) Về phía UBCKNN, HOSE, HASTC

- Do hợp đồng tương lai chứng khoán còn rất mới mẻ đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, cho nên cơ quan chức năng cần tăng cường bồi dưỡng kiến thức về hợp đồng tương lai chứng khoán cho đội ngũ cán bộ nghiệp vụ bằng cách cử cán bộ đi tập huấn thực tế ở các sàn giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán lớn trên thế giới, hoặc mở lớp đào tạo trong nước có chuyên gia nước ngoài giảng dạy. Đưa hợp đồng tương lai chứng khoán vào nội dung giảng dạy và cấp chứng chỉ hành nghề chứng khoán của Trung tâm đào tạo chứng khoán trực thuộc UBCKNN.
- Mở các buổi giới thiệu, chuyên đề, tọa đàm về hợp đồng tương lai chứng khoán và sự cần thiết áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán, có sự hiện diện của các chuyên gia tài chính chứng khoán có uy tín trong nước hoặc ngoài nước. Nhằm phổ biến rộng rãi kiến thức về hợp đồng tương lai chứng khoán, trong đó nêu rõ lợi ích và sự hấp dẫn của loại hợp đồng này cùng khả năng áp dụng nó trong tương lai. Để giúp cho công chúng đầu tư có cái nhìn cơ bản đối với hợp đồng tương lai chứng khoán, từ đó sẽ tạo cho họ động lực tìm hiểu kỹ hơn về hợp đồng này.

- UBCKNN cần tăng cường hơn nữa công tác đào tạo nghiệp vụ chuyên môn đi kèm với bồi dưỡng phẩm chất đạo đức cho đội ngũ cán bộ thanh tra của Ủy ban, để họ có đủ trình độ giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán niêm yết cũng như thị trường chưa niêm yết. Nhằm phát hiện xử lý kịp thời và triệt để các giao dịch bất thường, giao dịch phạm pháp.
- Khi thị trường chứng khoán tăng trưởng, số lượng công ty niêm yết tăng lên đi kèm với sự gia tăng tương ứng khối lượng các báo cáo tài chính. Để có thể theo kịp yêu cầu phát triển và chuẩn bị cho việc triển khai hợp đồng tương lai chứng khoán cũng như các công cụ chứng khoán phái sinh khác, đi kèm với việc không ngừng hoàn thiện nguồn nhân lực hiện có, UBCKNN và các sở giao dịch cần tích cực tìm kiếm, bổ sung thêm nhân lực cho cơ quan mình. Cán bộ và nhân viên chức năng phải là những người vừa có tâm vừa có tài.

b) Về phía công ty chứng khoán

- Tích cực tìm hiểu về hợp đồng tương lai chứng khoán. Tích cực tìm kiếm đối tác trên các sàn giao dịch hợp đồng tương lai. Tạo cơ hội cho nhân viên công ty mình tiếp cận và học hỏi kinh nghiệm vận hành hợp đồng.
- Như trên đã nói, nhân viên môi giới đóng vai trò vô cùng quan trọng trong hợp đồng tương lai chứng khoán. Để chuẩn bị cho việc triển khai áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán, công ty chứng khoán cần phải đẩy mạnh công tác đào tạo trình độ, kỹ năng cho đội ngũ nhân viên môi giới của mình. Hiện thị trường chứng khoán đang trong giai đoạn suy giảm chưa có dấu hiệu phục hồi, số lượng nhà đầu tư đến sàn thưa thớt, nhân viên môi

giới tại các công ty chứng khoán không còn quá bận rộn với công việc tư vấn như trong thời kỳ thị trường giao dịch sôi động. Vì thế họ sẽ có nhiều thời gian hơn để làm việc khác. Nếu công ty để cho họ có quá nhiều thời gian nhàn rỗi sẽ dễ dẫn đến mức hứng thú, kết quả là: hoặc họ làm việc riêng, hoặc xin nghỉ việc chuyển sang các lĩnh vực khác. Như vậy công ty vừa tốn kém chi phí vô ích mà vừa có nguy cơ mất nhân tài. Thay vào đó, công ty cần giải thích cho họ hiểu về khả năng áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán tại Việt Nam, đồng thời tạo điều kiện cho họ từng bước tiếp cận với hợp đồng tương lai chứng khoán. Chọn lọc trong số nhân viên môi giới những người giỏi và có phẩm chất đạo đức tốt cử tham gia các khóa huấn luyện trong nước hoặc nước ngoài, đi kèm với chế độ đãi ngộ hợp lý.

c) Về phía nhà đầu tư chứng khoán

- Tự củng cố trang bị kiến thức cho bản thân về chứng khoán nói chung và hợp đồng tương lai chứng khoán nói riêng, để từng bước trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp. Hiện tại kiến thức về hợp đồng tương lai chứng khoán tại Việt Nam chưa nhiều hoặc nếu có cũng không được phổ biến lên Internet. Do đó nếu nhà đầu tư thực sự quan tâm muốn tìm hiểu về hợp đồng tương lai chứng khoán thì chỉ còn cách truy cập vào các website nước ngoài. Chỉ bằng việc gõ từ “stock future contract”, nhà đầu tư có thể tìm thấy rất nhiều website nước ngoài cung cấp khá chi tiết kiến thức về hợp đồng tương lai chứng khoán từ cơ bản đến nâng cao kể cả lý thuyết lẫn thực hành. Chẳng hạn: www.onechicago.com, www.cbot.com, www.themasteryoftrading.com,...
- Tự trang bị kỹ năng ngoại ngữ để có thể đọc hiểu kiến thức về hợp đồng tương lai chứng khoán được cung cấp trên website nước ngoài.

- Tích cực tham dự và nêu ý kiến tại các buổi nói chuyện, chuyên đề, tọa đàm về chứng khoán và hợp đồng tương lai chứng khoán do UBCKNN, các sở giao dịch hoặc công ty chứng khoán tổ chức để tự bổ sung thêm kiến thức cho bản thân.

3.3.4 Tạo hành lang pháp lý vững chắc bảo vệ nhà đầu tư

- UBCKNN cần nâng cao hiệu quả giám sát việc công bố thông tin của doanh nghiệp niêm yết. Nghiêm minh xử phạt các doanh nghiệp chậm công bố thông tin hoặc công bố không đầy đủ. Bắt buộc mọi doanh nghiệp niêm yết lớn nhỏ đều phải có website và cập nhật đầy đủ kịp thời thông tin lên website để cho cổ đông dễ dàng nắm bắt, nếu không sẽ xử phạt nặng. Hiện mức xử phạt vi phạm chứng khoán tối đa cũng chỉ 1 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận bất hợp pháp có thể lớn gấp nhiều lần. Do vậy, UBCKNN cần phải kiến nghị Bộ Tài chính nâng mức xử phạt lên cao hơn nữa, thậm chí có thể tịch thu toàn bộ số tiền thu được từ giao dịch bất hợp pháp.
- Hiện tại UBCKNN vẫn là một cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính, cho nên đối với nhiều kiến nghị của Hiệp hội kinh doanh chứng khoán lên Ủy ban về các giải pháp để phát triển bền vững thị trường, Ủy ban không có quyền trả lời trực tiếp mà phải chuyển các kiến nghị đó lên Bộ Tài chính. Và nhà đầu tư phải chờ đợi rất lâu phản hồi chính thức từ Bộ Tài chính. Thiết nghĩ Chính phủ nên nghiên cứu mở rộng thêm quyền hạn đối với UBCKNN, hoặc hay hơn là cho phép phát triển Ủy ban thành một cơ quan độc lập ngang bộ. Để cho Ủy ban kiểm soát và điều tiết thị trường một cách hiệu quả hơn, nhanh chóng hơn, kịp thời phản ứng với diễn biến trên thị trường, tạo sự tin tưởng nơi nhà đầu tư.

- UBCKNN nên cho phép nhà đầu tư mở nhiều tài khoản kinh doanh chứng khoán tại nhiều công ty chứng khoán khác nhau và được đồng thời đặt lệnh mua bán cổ phiếu trong cùng ngày giao dịch. Đây là biện pháp nhằm tăng tính thanh khoản cho chứng khoán giao dịch, bởi vì thanh khoản là một yếu tố rất quan trọng đối với hợp đồng tương lai chứng khoán. Như vậy cần thiết phải sửa Thông tư 58/2004/TT-BTC. Thông tư này nêu rõ: “Nhà đầu tư không được phép đồng thời đặt lệnh mua và bán đối với một loại cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư trong cùng một ngày giao dịch” và “Nhà đầu tư chỉ được có một tài khoản giao dịch chứng khoán và chỉ được mở tại một công ty chứng khoán duy nhất”. Thực tế không thiếu nhà đầu tư “lách luật” bằng cách mở nhiều hơn một tài khoản, nhờ người khác đứng tên chủ tài khoản và giao dịch bình thường mà cơ quan quản lý và công ty chứng khoán không phát hiện được. Hoặc nếu có phát hiện ra thì cũng tốn kém không ít chi phí và thời gian, và chế tài cũng chưa đủ sức răn đe. Nếu thay thế Thông tư này bằng một quy định khác hợp tình hợp lý hơn thì không những sẽ tạo thuận lợi cho việc áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán mà còn giúp phát triển bền vững thị trường chứng khoán, bởi nó mang lại cho các chủ thể tham gia thị trường nhiều lợi ích:

- **Đối với nhà đầu tư:** Được tự do thực hiện mua bán cùng một loại cổ phiếu trên nhiều tài khoản sẽ tạo cơ hội cho họ thu được lợi nhuận cao hơn, từ đó khuyến khích họ nhiệt tình tham gia thị trường hơn. Khi đó công ty chứng khoán thu được nhiều phí giao dịch và phí môi giới hơn. Doanh nghiệp niềm yết dễ dàng huy động vốn hơn. Vốn được luân chuyển sử dụng đúng mục đích đem lại hiệu quả cho toàn xã hội.

- **Đối với công ty chứng khoán:** Khi nhà đầu tư được phép mở nhiều tài khoản giao dịch thì cũng tăng áp lực cạnh tranh đối với các công ty chứng khoán. Chỉ công ty nào có chất lượng dịch vụ tốt, có những gói sản phẩm hữu ích, có hệ thống cơ sở hạ tầng tốt thì mới thu hút được nhà đầu tư mở tài khoản giao dịch. Các công ty chứng khoán cũng không cần tiêu tốn chi phí để kiểm soát liệu nhà đầu tư có mở nhiều hơn một tài khoản tại công ty mình hay không.

- **Đối với cơ quan quản lý:** Thay vì tiêu tốn một khoản chi phí không nhỏ để duy trì quy chế cũ mà không đem lại hiệu quả thì có thể sử dụng khoản chi phí này để phát triển hệ thống hạ tầng, nghiên cứu về hợp đồng tương lai chứng khoán, xây dựng các biện pháp kiểm soát hạn chế hành vi lũng đoạn thị trường.

- Nghiên cứu ban hành quy chế hướng dẫn doanh nghiệp niêm yết chứng khoán ở nước ngoài. Việc niêm yết chứng khoán trên thị trường chứng khoán nước ngoài là một nhu cầu thực sự của doanh nghiệp, bởi nó đem lại lợi ích lớn cho công ty như: mở rộng thị trường, khuyến khích thương hiệu, nâng cao vị thế và uy tín,...Hiện nhiều doanh nghiệp niêm yết lớn có nhu cầu và cũng đủ khả năng niêm yết trên thị trường chứng khoán châu Á (Singapore, Hàn Quốc,...) như: Vinamilk, SSI, PVD (Công ty khoan và dịch vụ khoan dầu khí),...Đại diện sở giao dịch chứng khoán Singapore, Hàn Quốc cũng đã có nhiều cuộc viếng thăm, làm việc với UBCKNN để giới thiệu và mời gọi doanh nghiệp Việt Nam niêm yết tại nước họ. Tuy nhiên do nhiều vướng mắc về kỹ thuật như: doanh nghiệp đồng thời niêm yết trên HOSE và Singapore thì cổ đông sẽ mua bán trên hai sàn như thế nào, được nhận cổ tức/cổ phiếu thưởng ra sao; doanh nghiệp sẽ được mua ngoại

tệ như thế nào để chi trả cổ tức cho cổ đông nước ngoài,...và lớn nhất là sự khác biệt chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS) và chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), cho đến nay vẫn chưa có một doanh nghiệp Việt Nam nào chính thức được niêm yết trên sàn ngoại. Luật chứng khoán, quy định niêm yết tại sở giao dịch nước ngoài hẳn đã được doanh nghiệp của ta nghiên cứu kỹ. Cái họ cần là văn bản hướng dẫn thật chi tiết từ UBCKNN. Do vậy, các quan chức Ủy ban cần sớm xem xét giải quyết vấn đề này.

- Bộ Tài chính kiến nghị Quốc Hội hoãn thi hành Luật Thuế thu nhập cá nhân mới đến hết năm 2009, nhằm chia sẻ khó khăn với nhà đầu tư trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang suy thoái nặng nề như hiện nay. Vấn đề này đã được bàn thảo rất nhiều lần, được đông đảo nhà đầu tư kiến nghị lên UBCKNN, và chính UBCKNN cũng đã có kiến nghị lên Bộ Tài chính như là một trong những giải pháp chủ yếu bình ổn thị trường chứng khoán. Với dự kiến tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ còn ảm đạm ít nhất là đến quý 3-2009 trước khi có dấu hiệu phục hồi, những nhà đầu tư chứng khoán dài hạn vốn đã chịu lỗ từ khi VN-Index bắt đầu giảm, nay lại có rất ít cơ hội thu lợi nhuận từ giao dịch, dễ dẫn đến nguy cơ họ rời bỏ thị trường. Hoãn hẳn việc thực hiện thu thuế thu nhập cá nhân thay vì chỉ giảm hoặc giãn sẽ khiến nhà đầu tư phần chấn hơn, yên tâm nắm giữ chứng khoán chờ cơ hội phục hồi thay vì bán đổ bán tháo. Thị trường sẽ ổn định hơn và từng bước vượt qua khó khăn.
- Trên cơ sở nghiên cứu hợp đồng tương lai chứng khoán tại các sàn giao dịch trên thế giới, UBCKNN cần tích cực tổng hợp, soạn thảo và nhanh chóng ban hành các văn bản pháp quy về hợp đồng tương lai chứng khoán. Nhằm giới thiệu và hướng dẫn các chủ thể thị trường về hợp đồng tương lai

chứng khoán và tính tất yếu áp dụng loại hợp đồng này vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Một khung pháp lý rõ ràng về hợp đồng tương lai chứng khoán là rất quan trọng, vì nó tạo tiền đề cho công chúng nhận thức và áp dụng theo. Tất nhiên do đây là một loại hợp đồng mới, nên việc hiểu và áp dụng nó cần có lộ trình cụ thể.

3.4 Lộ trình áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam

Để triển khai áp dụng thành công hợp đồng tương lai chứng khoán cần phải có lộ trình, bắt đầu từ việc chuẩn bị các điều kiện cần và đủ. Trên cơ sở những điều đã nêu, người viết xin đưa ra lộ trình cơ bản gồm 5 giai đoạn như sau:

3.4.1 Giai đoạn 1 (02/05/2009 → 31/10/2009): UBCKNN tìm hiểu về hợp đồng tương lai chứng khoán thế giới. Nghiên cứu lựa chọn mô hình phù hợp có khả năng áp dụng tại Việt Nam

- UBCKNN xem xét các hợp đồng tương lai chứng khoán đã được áp dụng trên thế giới. Chọn một loại hợp đồng khả thi áp dụng tại Việt Nam. Nguồn thông tin là các website uy tín về chứng khoán, chẳng hạn như website của sàn giao dịch OneChicago, website của sở giao dịch chứng khoán Chicago (CBOT, CME), sàn giao dịch chứng khoán Luân Đôn (LIFFE). Hoặc dựa vào mối quan hệ đối tác giữa Ủy ban và các sàn giao dịch trên thế giới.
- Nghiên cứu xem xét các đặc tính kỹ thuật, quy trình giao dịch, cách vận hành của hợp đồng tương lai chứng khoán đã chọn. Giả sử UBCKNN chọn mô hình hợp đồng tương lai chứng khoán SSF của sàn OneChicago. Để hiểu rõ về thuật ngữ, đặc tính kỹ thuật, các điều kiện điều khoản liên quan của SSF, trong trường hợp cần thiết UBCKNN phải liên hệ với đại diện

sàn giao dịch OneChicago, đặt vấn đề hợp tác, để họ giảng giải và cung cấp thêm tài liệu chi tiết về hợp đồng.

- Cử đội ngũ cán bộ chủ chốt của UBCKNN đi tập huấn thực tế tại OneChicago. Học hỏi quy trình giao dịch hợp đồng, ngay từ lúc nhà đầu tư đặt lệnh. Cần có thời gian đủ dài để nắm vững và hiểu kỹ.
- Do mọi giao dịch tại OneChicago hoàn toàn thông qua phần mềm giao dịch điện tử, nên UBCKNN cần chú trọng nghiên cứu kỹ ưu khuyết điểm của hai phần mềm giao dịch điện tử tại OneChicago là GLOBEX và CBOEDirect. Từ đó quyết định chọn một trong hai phần mềm trên làm phần mềm lõi cho giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán tại Việt Nam.

3.4.2 Giai đoạn 2 (01/11/2009 → 30/06/2010): UBCKNN việt hóa hợp đồng tương lai chứng khoán. Xây dựng đề án ứng dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam trình Chính phủ phê duyệt.

- Dịch các tài liệu liên quan về hợp đồng ra tiếng Việt sao cho thật dễ hiểu. Phổ biến kiến thức về hợp đồng tương lai chứng khoán cho cán bộ của UBCKNN, HOSE, HASTC hiểu rõ.
- Đưa các tài liệu đã được dịch lên website chính thức của UBCKNN nhằm phổ biến kiến thức cho các đối tượng quan tâm.
- UBCKNN xây dựng khuôn khổ pháp lý cho hợp đồng tương lai chứng khoán đi kèm theo các văn bản hướng dẫn chi tiết.
- Cán bộ UBCKNN soạn thảo đề án ứng dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam. Nhấn mạnh tính cần thiết áp dụng hợp đồng này

cùng với kế hoạch chi tiết cho việc triển khai, dự toán kinh phí thực hiện. Trình lên Bộ Tài chính và Chính phủ chờ được xem xét phê duyệt và cấp kinh phí. Quá trình xem xét của Chính phủ có thể kéo dài tùy thuộc vào quan điểm Chính phủ và tình hình thực tế. Tuy nhiên do kinh phí để áp dụng rất lớn nên chỉ khi được phê duyệt thì mới có thể triển khai.

3.4.3 Giai đoạn 3 (01/07/2010 → 31/12/2010): Sau khi được phê duyệt và cấp kinh phí, UBCKNN và các cơ quan chức năng, các công ty chứng khoán phối hợp chuẩn bị các yếu tố cần thiết cho việc triển khai hợp đồng tương lai chứng khoán

- Xây dựng bảng mô tả đặc tính kỹ thuật của hợp đồng tương lai chứng khoán được Việt hóa. Chẳng hạn xây dựng như sau:
 - Quy mô: 1 hợp đồng = 100 cổ phiếu
 - Biên độ dao động giá: giống như trên sàn HOSE: +/- 5%
 - Thời gian giao dịch: theo thông lệ quốc tế, từ 8:30 am → 3:00 pm
 - Ngày đáo hạn: theo thông lệ quốc tế: ngày thứ sáu tuần thứ ba trong tháng đáo hạn của hợp đồng
 - Phương thức thanh toán: chứng khoán hoặc tiền mặt
 - Mức ký quỹ: 20% giá trị hợp đồng.

- Thử nghiệm để cho Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán đồng thời thực hiện chức năng thanh toán bù trừ hợp đồng tương lai chứng khoán.

- HOSE thông báo đến các công ty chứng khoán về việc thử nghiệm áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán. Lựa chọn ít nhất 5 công ty chứng khoán lớn đã có hạ tầng công nghệ tốt và đã kết nối trực tuyến thành công với sở như: ACBS, FPTC, SSI,... để thử nghiệm. Cung cấp tài liệu và cử cán

bộ tập huấn về hợp đồng tương lai chứng khoán cho đại diện các công ty này. Để họ có thời gian chuẩn bị tốt nhất về nhân lực, kỹ thuật cho giai đoạn tiến hành thử nghiệm.

- Mua bản quyền phần mềm giao dịch điện tử GLOBEX hoặc CBOEDirect (dựa trên quyết định ở giai đoạn 1). Yêu cầu các chuyên gia kỹ thuật của OneChicago thiết lập hệ thống và giải thích cách thức vận hành hệ thống.
- Dù cả GLOBEX và CBOEDirect đều hỗ trợ nhiều loại lệnh nhưng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam chưa cho phép áp dụng tất cả các lệnh vào giao dịch. Vì lẽ đó, bước đầu thử nghiệm HOSE chỉ nên áp dụng một số lệnh thông dụng như: lệnh giới hạn (LO), lệnh thị trường (MO), lệnh dừng (SO). Các lệnh khác sẽ áp dụng sau tùy tình hình thử nghiệm thực tế.

3.4.4 Giai đoạn 4 (02/01/2011 → 30/06/2011): HOSE tiến hành thử nghiệm giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán.

- Có thể phải tiến hành nhiều đợt với nhiều công ty chứng khoán và các mã chứng khoán khác nhau, để xem xét đánh giá rút kinh nghiệm.
- Việc thử nghiệm nhất định phải có mặt của chuyên viên sàn OneChicago, để họ hướng dẫn và giúp chúng ta theo dõi quy trình vận hành đồng thời xử lý các trục trặc hệ thống phát sinh (nếu có)
- HOSE lựa chọn ít nhất 20 cổ phiếu có tính thanh khoản cao và thường biến động giá nhiều trong năm 2008. Có thể xem xét đưa các mã cổ phiếu sau vào danh sách: DPM, STB, KDC, SSI, GMD, SJS,...

- Các công ty chứng khoán được chọn trong đợt thử nghiệm tiến hành kết nối hệ thống giao dịch của mình với hệ thống giao dịch của HOSE. Cử nhân viên môi giới tham gia thử nghiệm theo đúng như trong quy trình giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán mà UBCKNN đã xây dựng ở giai đoạn 2. Trong quá trình chạy thử nghiệm cần chú ý việc điều chỉnh theo thị trường (mark-to-market) của hợp đồng tương lai chứng khoán có được diễn ra chính xác và suôn sẻ hay không.
- Sau mỗi đợt thử nghiệm, HOSE và các công ty chứng khoán tiến hành tổng kết đánh giá rút kinh nghiệm, rồi gửi báo cáo lên UBCKNN để xin ý kiến chỉ đạo và khắc phục các sai sót phát sinh.

3.4.5 Giai đoạn 5 (01/07/2011 → 02/05/2012): UBCKNN tập hợp kết quả của toàn bộ quá trình thử nghiệm báo cáo lên Bộ Tài chính và Chính phủ.

- UBCKNN chờ ý kiến chỉ đạo của Chính phủ về việc có đồng ý cho phép áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào thực tế hay chưa.
 - Nếu chưa được thì cần phải khắc phục những gì, cần phải bổ sung những gì vào quá trình thử nghiệm.
 - Nếu được sự đồng ý của Chính phủ thì UBCKNN thông báo rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng về thành công của đợt thử nghiệm và thời điểm áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam.
- Các quan chức UBCKNN xây dựng khuôn khổ pháp lý cho hợp đồng tương lai chứng khoán đi kèm theo các văn bản hướng dẫn chi tiết.
- Tổ chức tập huấn về hợp đồng tương lai chứng khoán cho tất cả công ty chứng khoán và các đối tượng quan tâm.

Nếu mọi việc tiến hành suôn sẻ, dự kiến hợp đồng tương lai chứng khoán sẽ được áp dụng vào giữa năm 2012, thời điểm thị trường chứng khoán Việt Nam đạt được sự tăng trưởng cả về lượng và chất.

Kết luận chương ba

Trên đây chỉ là một số điều kiện cần và đủ cùng với các giải pháp tổng quát của người viết để phần nào áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam. Tất nhiên trên thực tế UBCKNN hẳn đã có nhiều nghiên cứu về các công cụ tài chính phái sinh và việc áp dụng các công cụ này vào điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó có hợp đồng tương lai chứng khoán. Việc chọn thời điểm áp dụng có ý nghĩa vô cùng quan trọng quyết định thành công hay thất bại của hợp đồng này. Người viết tin rằng UBCKNN đã có sự chuẩn bị và sẽ có quyết định hợp lý vì sự phát triển của thị trường chứng khoán nước nhà.

PHẦN KẾT LUẬN



Chúng ta đang sống trong một thế giới đầy rủi ro. Mà rủi ro tài chính lại là một trong những loại rủi ro cần đặc biệt chú ý, bởi vì nó có thể khiến cho những nhà đầu tư tài chính như chúng ta phải trả giá đắt với phần thiệt hại nặng nề. Có cung ắt có cầu, có rủi ro thì ắt có nhu cầu sử dụng các công cụ để phòng ngừa rủi ro, hạn chế tới mức thấp nhất tổn thất do rủi ro mang lại.

Xuất phát từ nhu cầu phòng ngừa rủi ro trong lĩnh vực tài chính chứng khoán, hợp đồng tương lai chứng khoán đã ra đời và từ khi ra đời cho đến nay nó ngày càng khẳng định vai trò thiết yếu của mình trong thị trường chứng khoán thế giới. Đối với những nhà đầu tư bảo thủ không thích mạo hiểm, hợp đồng tương lai chứng khoán là công cụ hữu hiệu phòng ngừa rủi ro. Đối với những nhà đầu tư ưa thích khẩu vị rủi ro hoặc những nhà đầu cơ kinh doanh chênh lệch giá, hợp đồng tương lai chứng khoán là công cụ hữu hiệu để tối đa hóa lợi nhuận. Quả thật hợp đồng tương lai chứng khoán là một công cụ phái sinh tài chính cao cấp có thể đáp ứng đa dạng nhu cầu của người sử dụng. Tuy nhiên, chính vì là công cụ tài chính cao cấp nên hợp đồng tương lai chứng khoán không phải có thể dễ dàng áp dụng được. Nó tỏ ra chỉ thích hợp đối với các thị trường chứng khoán đã phát triển, có công nghệ kỹ thuật hiện đại, có các nhà đầu tư chuyên nghiệp, có cơ chế pháp lý nghiêm ngặt. Nó còn là “con dao hai lưỡi” đối với người chơi: có thể mang lại lợi nhuận lớn nhưng đồng thời cũng có thể khiến chủ thể trắng tay.

Trong chặng đường gần mười năm phát triển của mình, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua không ít thăng trầm. Bên cạnh nhiều phiên tăng điểm ngoạn mục đem lại sự đổi đời cho những người chọn đúng thời điểm đầu tư, thị trường chứng khoán còn có không ít những phiên giảm điểm thê thảm khiến cho nhiều người phải “ngậm đắng nuốt cay” với mớ cổ phiếu bán không ai mua. Rõ ràng việc tăng hay giảm điểm cũng là điều bình thường bởi lẽ không có một thị trường nào chỉ toàn tăng hoặc toàn giảm, song cái mà chúng ta hướng tới là một thị trường tăng trưởng bền vững, trong đó mọi nhà đầu tư đều có một sân chơi công bằng và cơ hội chiến thắng bằng nhau. Nhưng làm sao có được điều đó trong một thị trường chứng khoán thường biến động theo yếu tố tâm lý hơn là các quy luật thị trường, và rủi ro giá chứng khoán giảm luôn là nỗi ám ảnh dai dẳng đối với nhà đầu tư, nhất là trong giai đoạn hiện nay?

Hợp đồng tương lai chứng khoán chính là câu trả lời hợp lý cho vấn đề trên. Để bảo vệ nhà đầu tư khỏi rủi ro, để hướng tới một thị trường phát triển bền vững, không sớm thì muộn chúng ta cần phải áp dụng loại hợp đồng này vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Đề tài phác thảo những nét cơ bản của hợp đồng tương lai chứng khoán và việc nó được áp dụng thực tế trong thế giới tài chính. Đồng thời, xuất phát từ thực trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam, đề tài đưa ra một số giải pháp cơ bản nhằm từng bước áp dụng hợp đồng này trong điều kiện kinh tế xã hội Việt Nam hiện nay. Việc áp dụng thành công hợp đồng tương lai chứng khoán và các công cụ phái sinh tài chính nói chung tuy là một thử thách hết sức khó khăn, nhưng với quyết tâm của Chính phủ, cơ quan quản lý và toàn thể thành viên thị trường, hy vọng nó có thể trở thành sự thật trong một tương lai không xa.

TÀI LIỆU THAM KHẢO



Tiếng Việt

1. Lê Lệ Hằng (2008), “SSI30: Triển vọng 2008 – 2009”. *Báo cáo của Công ty chứng khoán Sài Gòn – SSI* (26/09/2008).
2. Nguyễn Hữu (2008), “VN-Index: Chưa hết lo toan”. *Diễn đàn doanh nghiệp Online* (13/08/2008).
3. Kim Lan (2009), “Kích cầu bằng hàng tốt”. *Báo Đầu tư chứng khoán Online* (14/02/2009).
4. Đỗ Đức Lương (2008), “Việt Nam cần một TTCK phát triển ổn định, bền vững”. *Báo Đầu tư chứng khoán Online* (16/01/2008).
5. Hàn Ni (2008), “Các giải pháp bình ổn thị trường chứng khoán: Hay nhưng chưa đủ...”đô”!”. *Báo Sài Gòn Giải Phóng Online* (28/03/2008).
6. Giang Thanh (2009), “Thức cùng Dow Jones”. *Báo Đầu tư chứng khoán Online* (29/01/2009).
7. TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), “Hợp đồng giao sau”. *Quản trị rủi ro tài chính*, tr.33-35, NXB Thống Kê.
8. TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), “Cơ chế của giao dịch giao sau”. *Quản trị rủi ro tài chính*, tr.128-130, NXB Thống Kê.
9. Trần Thị Mộng Tuyết (2007), “Đầu tư trên thị trường chứng khoán mới nổi – Phân tích lợi nhuận và rủi ro”. *Tạp chí Kinh Tế Phát Triển* (12/2007), tr.33-34
10. Anh Việt (2008), “Niêm yết ở nước ngoài: Mông lung...hướng dẫn”. *Báo Đầu Tư Chứng Khoán* (137), tr.14.

11. Anh Việt (2008), “Định mức tín dụng của Việt Nam: Standard & Poor’s quá lời!?”. *Báo Đầu Tư Chứng Khoán* (137), tr.21.
12. Website Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước: www.ssc.gov.vn.
13. Website Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hồ Chí Minh: www.vse.org.vn.
14. Website Trung Tâm Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội: www.hastc.org.vn.
15. Website Công ty chứng khoán FPT: www.fpts.com.vn.
16. Website Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư phát triển Việt Nam: www.bsc.com.vn.
17. Website Công ty chứng khoán Sài Gòn: www.ssi.com.vn.
18. Website Chứng khoán – Tài chính – Ngân hàng Vietstock: www.vietstock.com.vn.

Tiếng Anh

1. OneChicago website: www.onechicago.com.
2. CME website: www.cme.com
3. Malcolm Robinson (2002), “Section I: Futures Trading”. *An Introduction to Direct Access Futures Trading*, page 6 – 28.
4. John C. Hull (2001), “Chapter II: Mechanics of Futures and Forward Markets. *Fundamental of Futures and Options Markets* (4th edition © 2001).

NHỮNG ĐIỂM MỚI CỦA LUẬN VĂN



1. Luận văn mô tả hợp đồng tương lai chứng khoán được giao dịch trên thực tế tại sàn giao dịch OneChicago (Mỹ):

- Mô tả chi tiết các đặc tính kỹ thuật của hợp đồng:
 - Mức ký quỹ ban đầu và mức ký quỹ duy trì. Trong đó có nêu ví dụ cụ thể đi kèm với phân tích để giúp người đọc nắm được nội dung mà người viết chuyển tải.
 - Vai trò của Trung tâm thanh toán bù trừ.
 - Quá trình điều chỉnh theo thị trường (mark-to-market).
 - Các loại lệnh thường được thực hiện trong quá trình giao dịch.
- Mô tả quy trình giao dịch tại sàn giao dịch OneChicago, so với quy trình giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán thông thường.
- Nêu một số loại rủi ro mà nhà đầu tư có thể gặp trong quá trình giao dịch hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago.

2. Trên cơ sở nghiên cứu hợp đồng tương lai chứng khoán tại OneChicago, người viết đưa ra một số điều kiện cần thiết và những giải pháp khả thi để có thể áp dụng loại hợp đồng này tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Trong phần giải pháp, người viết xây dựng lộ trình áp dụng hợp đồng tương lai chứng khoán vào Việt Nam gồm 5 giai đoạn với thời gian dự kiến và các bước thực hiện cơ bản.