

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

PHẠM VĂN CHÍNH

**QUYỀN CHỌN VÀ KHẢ NĂNG ÁP
DỤNG CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP. Hồ Chí Minh – Năm 2007

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

PHẠM VĂN CHÍNH

**QUYỀN CHỌN VÀ KHẢ NĂNG ÁP
DỤNG CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành : Kinh tế tài chính – Ngân hàng
Mã số : 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC
PGS.TS. NGÔ HƯỚNG**

TP. Hồ Chí Minh – Năm 2007

MỤC LỤC

	<i>Trang</i>
Trang phụ bìa	i
Lời cam đoan	ii
Mục lục	iii
Danh mục các từ viết tắt	vii
Danh mục các bảng biểu – hình vẽ	viii
LỜI MỞ ĐẦU	1
Chương 1: TỔNG QUAN VỀ QUYỀN CHỌN VÀ THỊ TRƯỜNG	
QUYỀN CHỌN	4
1.1 KHÁI QUÁT VỀ QUYỀN CHỌN	6
1.1.1 Quyền chọn	6
1.1.2 Các loại quyền chọn	7
1.1.2.1 Quyền chọn mua	7
1.1.2.2 Quyền chọn bán	9
1.1.3 Chiến lược phòng ngừa rủi ro với quyền chọn	11
1.1.3.1 Quyền chọn mua và cổ phiếu	12
1.1.3.2 Quyền chọn bán và cổ phiếu	13
1.2 THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN	14
1.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển	15
1.2.2 Các thành phần của thị trường quyền chọn	18
1.2.2.1 Hàng hoá, cung và cầu	18
1.2.2.2 Nhà tạo lập thị trường	19
1.2.2.3 Các nhà môi giới	20

1.2.2.4 Trung tâm thanh toán	20
1.2.2.5 Hệ thống giám sát, kiểm soát	21
1.3 QUYỀN CHỌN VỀ CHỨNG KHOÁN	21
1.3.1 Khái niệm về quyền chọn chứng khoán	21
1.3.2 Đặc điểm về quyền chọn chứng khoán	22
1.4 MỘT SỐ KINH NGHIỆM CỦA THẾ GIỚI VỀ TỔ CHỨC SÀN GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN	24
1.4.1 Sàn giao dịch Chicago Board Options Exchange – CBOE	24
1.4.1.1 Lịch sử hình thành và phát triển	24
1.4.1.2 Những chủ thể tham gia giao dịch	25
1.4.1.3 Giao dịch và thanh toán	27
1.4.1.4 Cơ chế giám sát	29
1.4.2 Sàn giao dịch Chứng khoán Tokyo – TSE	30
1.4.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển	30
1.4.2.2 Tổ chức sàn giao dịch	31
1.4.2.3 Cơ chế giao dịch	31
1.4.2.4 Cơ chế giám sát	33
 Chương 2: THỰC TRẠNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	 35
 2.1 ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	 35
2.1.1 Sự thăng trầm của thị trường chứng khoán Việt Nam	35
2.1.2 Mô hình tổ chức sàn giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh hiện tại	38
2.2 CÁC YẾU TỐ RỦI RO TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	40

2.2.1 Tâm lý và trình độ của công chúng đầu tư	40
2.2.2 Rủi ro từ các quy định và chất lượng dịch vụ của các sàn, trung tâm giao dịch và công ty chứng khoán	41
2.2.3 Thông tin thị trường thiếu minh bạch	43
2.2.4 Thủ thuật làm giá của giới đầu cơ	45
2.2.5 Hệ thống quản lý, giám sát thị trường chưa hiệu quả	45
2.2.6 Rủi ro từ các chấn động thị trường trong và ngoài nước	47
2.3 SỰ CẦN THIẾT CỦA VIỆC ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀO GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	48
2.3.1 Tạo ra công cụ bảo vệ nhà đầu tư	48
2.3.2 Đa dạng hóa cơ hội kinh doanh cho các nhà đầu tư tài chính trong và ngoài nước	48
2.3.3 Thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán	49
2.3.4 Thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam	49
2.3.5 Nâng cao tính cạnh tranh của thị trường chứng khoán Việt Nam	52
Chương 3: KHẢ NĂNG ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	54
3.1 ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VIỆT NAM TRONG NHỮNG NĂM TỚI	54
3.1.1 Định hướng phát triển thị trường chứng khoán VN trong những năm tới	54
3.1.2 Khó khăn và thách thức trong việc áp dụng quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam	57
3.1.2.1 Khung pháp lý chưa hoàn chỉnh	58
3.1.2.2 Hạ tầng kỹ thuật chưa đáp ứng được nhu cầu hiện tại	58
3.1.2.3 Nhận thức và trình độ của nhà đầu tư trong nước	59
3.1.2.4 Sự phức tạp trong khâu tổ chức	60

3.1.3 Thuận lợi trong việc áp dụng quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam	60
3.1.3.1 Tiềm năng phát triển của thị trường chứng khoán rất lớn	60
3.1.3.2 Ý thức về rủi ro chứng khoán của nhà đầu tư Việt Nam rất cao	62
3.1.3.3 Có sự định hướng từ các cơ quan quản lý nhà nước	62
3.1.3.4 Kinh nghiệm từ việc ứng dụng quyền chọn trong giao dịch ngoại tệ và vàng ở Việt Nam	63
3.1.4 Đánh giá khả năng đáp ứng những yêu cầu cơ bản cho việc phát triển quyền chọn chứng khoán trong giao dịch tại Việt Nam	64
3.2 MÔ HÌNH TỔ CHỨC GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN Ở VIỆT NAM – MÔ HÌNH DỰ KIẾN	65
3.2.1 Môi trường giao dịch	65
3.2.2 Nhà tạo lập thị trường, nhà môi giới	65
3.2.3 Mô hình tổ chức và phương thức giao dịch	66
3.2.4 Phí giao dịch, phí thanh toán và hoa hồng	67
3.2.5 Cơ chế quản lý, giám sát	68
3.3 MỘT SỐ ĐỀ XUẤT LÀM TĂNG KHẢ NĂNG ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	69
3.3.1 Đẩy mạnh công tác tuyên truyền – tạo nhận thức cho công chúng về công cụ quyền chọn chứng khoán.	69
3.3.2 Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý	70
3.3.3 Sớm hình thành sàn giao dịch các công cụ tài chính phái sinh	72
3.3.4 Xây dựng những nhà giao dịch quyền chọn chuyên nghiệp tiên phong	73
3.3.5 Tiến trình xây dựng và áp dụng quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam	73
3.3.5.1 Giai đoạn từ nay đến năm 2011	74
3.3.5.2 Giai đoạn sau năm 2011	74
KẾT LUẬN	76
TÀI LIỆU THAM KHẢO	

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

CBOE	: Sàn giao dịch Chicago Board Options Exchange
DNNN	: Doanh nghiệp nhà nước
FII	: Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài
GDP	: Tổng sản phẩm quốc dân
HoSTC	: Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
HSBC	: Ngân hàng Hongkong Shanghai Banking Corporation
IPO	: Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng
OTC	: Thị trường giao dịch phi tập trung
TP. HCM	: Thành phố Hồ Chí Minh
TSE	: Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo
TTCK	: Thị trường chứng khoán
VCBS	: Công ty Chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
VN-Index	: Chỉ số chứng khoán Việt Nam
WTO	: Tổ chức Thương mại Thế giới

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU – HÌNH VẼ

A. Danh mục các bảng

Bảng 2.1 : Giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài	51
--	----

B. Danh mục các hình

Hình 1.1 : Vị thế của quyền chọn mua.....	8
Hình 1.2 : Vị thế của quyền chọn bán.....	10
Hình 1.3 : Mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn của sàn CBOE	27
Hình 1.4 : Mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn của sàn TSE	33
Hình 2.1 : Sơ đồ chỉ số VN-Index từ ngày 28/07/2000 đến ngày 09/08/2007	36
Hình 2.2 : Mô hình tổ chức giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	39
Hình 2.3 : Giao dịch mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư nước ngoài từ tháng 11/2006 đến tháng 06/2007	50
Hình 2.4 : Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài so với toàn thị trường	51
Hình 3.1 : Mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn dự kiến cho Việt Nam	66

LỜI MỞ ĐẦU

Thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời, hoạt động hơn bảy năm qua và trở thành một bộ phận không thể thiếu của nền kinh tế Việt Nam. Trong thời gian gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam có sự phát triển nhanh chóng, góp phần không nhỏ trong việc huy động vốn cho sự phát triển của nền kinh tế đất nước. Tuy nhiên, hàng hoá trên thị trường chứng khoán còn quá đơn điệu, ngoài cổ phiếu và trái phiếu thì vẫn chưa có một sản phẩm nào khác. Ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển, bên cạnh giao dịch các sản phẩm chính còn có sự sôi động không kém của các sản phẩm phái sinh như quyền chọn chứng khoán, quyền chọn chỉ số chứng khoán, hợp đồng tương lai, ...

Trong quá trình hội nhập nền kinh tế và tham gia vào các tổ chức kinh tế lớn như WTO thì việc mở cửa thị trường tài chính mà trong đó có thị trường chứng khoán là một bước đi tất yếu. Để nâng cao năng lực cạnh tranh của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng thì việc nghiên cứu và ứng dụng các sản phẩm tài chính phái sinh là điều cần thiết. Việc nghiên cứu và áp dụng quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam không chỉ đa dạng hoá sản phẩm cho thị trường mà còn tạo ra công cụ để bảo vệ nhà đầu tư trước những rủi ro của sự biến động về giá.

Hơn nữa, sự phát triển nhanh thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian vừa qua cũng bộc lộ những rủi ro tiềm ẩn nhất định cho công chúng đầu tư, mà đặc biệt là nhà đầu tư nhỏ lẻ. Trong tổng số hơn 200.000 tài khoản của nhà đầu tư hiện tại được mở và giao dịch tại các công ty chứng khoán thì có hơn 70% là tài khoản của nhà đầu tư cá nhân, nhỏ lẻ. Khi thị trường chứng khoán trong giai đoạn suy thoái những nhà đầu tư nhỏ lẻ này không thể nào trụ vững trên thị trường vì vậy hành động tốt nhất cho họ là ồ ạt bán để bảo toàn vốn và sớm rút ra khỏi thị trường, làm cho thị trường càng trở nên trầm trọng hơn, dễ dẫn đến khủng hoảng, sụp đổ. Trong trường hợp này quyền chọn chứng khoán không những giúp cho các nhà đầu

tư bảo toàn được nguồn vốn mà còn hạn chế tình trạng ồ ạt bán tháo trên thị trường, bảo vệ thị trường chứng khoán trước nguy cơ bị khủng hoảng và sụp đổ.

Xuất phát từ những vấn đề trên, việc tham khảo và ứng dụng quyền chọn chứng khoán vào điều kiện thực tiễn ở nước ta là một bước đi cần thiết cho sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, đó cũng là lý do tác giả chọn đề tài “**Quyền chọn và khả năng áp dụng cho thị trường chứng khoán Việt Nam**” làm Luận văn thạc sĩ của mình.

1. Mục tiêu nghiên cứu

- Tìm hiểu, làm sáng tỏ đặc điểm, vai trò của công cụ quyền chọn, chiến lược phòng ngừa rủi ro bằng quyền chọn, các thành phần của thị trường quyền chọn.
- Đánh giá thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam, xem xét các yếu tố tạo nên rủi ro trên thị trường chứng khoán và sự cần thiết của việc áp dụng quyền chọn vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam
- Nghiên cứu các mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn tiêu biểu và xây dựng mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn chứng khoán dự kiến cho Việt Nam

2. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Nghiên cứu các lý luận về sản phẩm quyền chọn và thị trường quyền chọn.
- Nghiên cứu một số mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn chứng khoán tiêu biểu trên thế giới và các điều kiện thực tiễn để ứng dụng vào Việt Nam
- Nghiên cứu quá trình hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam từ khi thành lập cho đến tháng 08/2007
- Ngoài ra, do có sự giới hạn nên trong khuôn khổ Luận văn này, đề tài không đi sâu vào nghiên cứu các kỹ thuật định giá quyền chọn.

3. Phương pháp nghiên cứu

Luận văn này được nghiên cứu trên cơ sở lý thuyết tài chính hiện đại, lý thuyết quản trị rủi ro tài chính, cùng với các phương pháp thống kê mô tả, phân tích và tổng hợp dữ liệu để khái quát hóa lên bản chất của các vấn đề cần nghiên cứu

4. Kết cấu của luận văn

Với phạm vi nghiên cứu như trên, nội dung chính của Luận văn bao gồm 3 chương:

- Chương 1: Tổng quan về quyền chọn và thị trường quyền chọn
- Chương 2: Thực trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam
- Chương 3: Khả năng áp dụng quyền chọn cho thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 1

TỔNG QUAN VỀ QUYỀN CHỌN VÀ THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN

Các sản phẩm tài chính phái sinh nói chung mà quyền chọn nói riêng ra đời từ sự bất ổn của thị trường, nhằm mục đích tạo ra công cụ bảo vệ giá trị tài sản của nhà đầu tư trước sự thay đổi của giá cả thị trường. Thị trường chứng khoán ban đầu phát triển một cách rất tự phát và sơ khai, xuất phát từ một nhu cầu đơn lẻ ở buổi ban đầu. Vào giữa thế kỷ 15, tại những thành phố trung tâm buôn bán ở phương Tây, các thương gia tụ tập tại các quán cà phê để trao đổi mua bán các vật phẩm, hàng hóa, v...v...lúc đầu chỉ một nhóm nhỏ, dần dần tăng dần và hình thành một khu chợ riêng. Cuối thế kỷ 15, để tiện hơn cho việc làm ăn, khu chợ trở thành “thị trường” với việc thống nhất các quy ước và cũng dần dần những quy ước này được sửa đổi hoàn chỉnh thành những quy tắc có giá trị bắt buộc chung cho mọi thành viên tham gia thị trường.

Phiên chợ đầu tiên được diễn ra vào năm 1453 tại một lữ quán của gia đình Vanber ở Bruges (Bi), tại đó có một bảng hiệu có hình ba túi da với một từ tiếng Pháp là “Bourse” tức là “Mậu dịch trường” hay còn gọi là “Sở giao dịch”. Còn ba chiếc túi da tượng trưng cho 3 nội dung của Mậu dịch trường đó là: Hàng hóa, Ngoại tệ và Giá khoán động sản. Năm 1574 do eo biển dẫn tàu bè vào thị trấn bị lấp mất mà Mậu dịch trường Bruges mất hẳn sự phồn vinh của nó. Thị trường được dời đến Auvers, tại đây Mậu dịch trường đã phát triển mạnh và từ kinh nghiệm của nó mà Mậu dịch trường ở các nước đã bắt đầu phát triển. Tại London vào khoảng giữa thế kỷ 18 Mậu dịch trường Anh quốc đã được phát triển theo nguyên mẫu của Auvers được gọi là Stock Exchange. Tại các nước Châu Âu khác Mậu dịch trường cũng dần được thành lập nhưng cũng đã có ít nhiều cải tiến để phù hợp với điều kiện ở mỗi quốc gia. Sau một thời gian hoạt động Mậu dịch trường không còn đủ sức và phù hợp để tiến hành giao dịch trên cả 3 lĩnh vực với nội dung khác nhau.

Cho nên giao dịch hàng hóa tách ra thành Khu thương mại, giao dịch ngoại tệ thành Thị trường hối đoái, giao dịch các hợp đồng về sau được gọi là “Thị trường tương lai”.... và giao dịch giá khoán động sản thành Thị trường chứng khoán.

Các phương thức ban đầu diễn ra ngoài trời với những ký hiệu bằng tay và có thư ký nhận lệnh của khách hàng. Ở Mỹ cho đến năm 1921, khu chợ ngoài trời được chuyển vào trong nhà, Sở giao dịch chứng khoán được thành lập. Hàng hóa trên thị trường lúc này chỉ đơn thuần là những giấy tờ có giá như cổ phiếu và trái phiếu

Lịch sử phát triển của thị trường chứng khoán thế giới trải qua một sự phát triển thăng trầm lúc lên lúc xuống, vào những năm 1875 – 1913, thị trường chứng khoán thế giới phát triển huy hoàng cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế thế giới lúc đó, nhưng rồi đến ngày thứ “Năm đen tối”, tức là ngày 29/10/1929, thị trường chứng khoán New York, Tây Âu, Bắc Âu và Nhật Bản đã khủng hoảng. Mãi tới khi chiến tranh thế giới thứ 2 kết thúc, các thị trường mới dần phục hồi và phát triển. Năm 1987, một lần nữa các thị trường chứng khoán trên thế giới lại điên đảo với “Ngày thứ hai đen tối” do hệ thống thanh toán kém cỏi không đảm đương yêu cầu giao dịch, sụt giá chứng khoán ghê gớm, mất lòng tin và phản ứng dây chuyền, mà hậu quả của nó còn nặng hơn cuộc khủng hoảng năm 1929. Gần đây nhất, thị trường chứng khoán ở các nước Đông Á, Nga và một số thị trường ở châu Mỹ cũng rơi vào vòng xoáy của cơn lốc khủng hoảng tài chính tiền tệ, giảm lòng tin và có tính chất lây lan, tạo ra sự suy giảm nghiêm trọng của các chỉ số giá chứng khoán.

Các nhà đầu tư chứng khoán luôn đứng trước những rủi ro rất lớn và họ ý thức được rằng cần phải có công cụ bảo vệ mình trước sự biến động của thị trường. Từ đó, các sản phẩm tài chính phái sinh ra đời và được sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư. Lịch sử cho thấy rằng có thời kỳ giá trị giao dịch của các sản phẩm phái sinh mà đặc biệt là giá trị giao dịch quyền chọn đã vượt qua giá trị giao dịch của tài sản làm cơ sở.

Quyền chọn là một trong những công cụ phái sinh được sử dụng khá phổ biến ở các nước có nền kinh tế phát triển, công cụ phái sinh này có vai trò quan trọng trong việc phòng ngừa rủi ro hữu hiệu trên thị trường tài chính nói chung và trên thị trường chứng khoán nói riêng.

1.1 KHÁI QUÁT VỀ QUYỀN CHỌN

1.1.1 Quyền chọn

Quyền chọn (Option) là hợp đồng giữa hai bên - người mua và người bán – trong đó người mua có quyền (không phải là nghĩa vụ) để mua hoặc bán một tài sản nào đó vào một ngày trong tương lai với giá cả được thỏa thuận vào ngày hôm nay.

Tài sản được đề cập thường là cổ phiếu, trái phiếu, tiền, vàng hoặc là hàng hóa, ... và các loại tài sản trừu tượng khác như chỉ số chứng khoán chẳng hạn.

Mức giá cố định mà người mua hợp đồng quyền chọn có thể mua hoặc bán tài sản được gọi là giá chốt, hay giá thực hiện. Một hợp đồng quyền chọn được thực hiện tại bất cứ thời điểm nào trước khi đáo hạn được gọi là quyền chọn theo kiểu Mỹ và chỉ có thể thực hiện được vào ngày đáo hạn thì được gọi là quyền chọn theo kiểu Châu Âu.

Trong một hợp đồng quyền chọn có hai bên: mua quyền chọn và bán quyền chọn. Người mua quyền chọn trả cho người bán quyền chọn một số tiền gọi là phí quyền chọn.

Bên bán quyền chọn: là bên phát hành quyền chọn, sau khi thu phí quyền chọn phải có nghĩa vụ luôn sẵn sàng tiến hành giao dịch (mua hoặc bán) tài sản cơ sở đã thỏa thuận trong hợp đồng với bên mua – khi bên mua thực hiện quyền trong thời hạn đã thỏa thuận. Bên bán quyền chọn có lợi nhuận giới hạn (tối đa là phí quyền chọn), còn lỗ thì không giới hạn. Trên thị trường, có hai loại người bán quyền: người bán quyền chọn mua (Seller Call Option) và người bán quyền chọn bán (Seller Put Option)

Bên mua quyền chọn: là bên nắm giữ quyền chọn, và phải trả cho bên mua phí quyền chọn để được “quyền” mua hoặc bán một loại tài sản cơ sở nào đó. Trong thời hạn hiệu lực của hợp đồng, bên mua có ba sự lựa chọn: (i) thực hiện hợp đồng quyền chọn nếu giá trên thị trường biến động theo hướng có lợi cho họ; (ii) bán hợp đồng quyền chọn cho bên thứ ba trên thị trường để hưởng chênh lệch giá; (iii) để quyền chọn tự động hết hiệu lực mà không tiến hành bất cứ một giao dịch mua bán nào nếu giá trên hợp đồng quyền chọn bất lợi hơn so với giá trên thị trường. Trường hợp không thực hiện quyền chọn, họ vẫn bị mất phí mua quyền. Do vậy, bên mua quyền bị lỗ chỉ giới hạn bằng phí quyền chọn nhưng có lời thì không giới hạn. Có hai loại người mua quyền: người mua quyền chọn mua (Buyer Call Option) và người mua quyền chọn bán (Buyer Put Option)

Giá quyền chọn (phí quyền chọn) thay đổi theo giá tài sản cơ sở và theo thời gian. Giá quyền chọn phải phản ánh được cơ hội mà hợp đồng này đem lại lợi nhuận cho người mua. Do đó, nếu giá tài sản cơ sở càng biến động mạnh (volatile) và thời gian đáo hạn càng dài thì phí quyền chọn càng cao.

Đối tượng tham gia mua bán quyền chọn rất đa dạng, bao gồm: những người đang sở hữu tài sản tham gia giao dịch nhằm phòng ngừa rủi ro và những người không sở hữu tài sản nào nhưng tham gia với mục đích đầu cơ kiếm lời.

1.1.2 Các loại quyền chọn

Một quyền chọn để mua tài sản với một mức giá thực hiện trước hay đúng vào ngày được ấn định gọi là quyền chọn mua (Call Option). Một quyền chọn cho phép chủ sở hữu của nó quyền bán tài sản với một mức giá ấn định trước đúng vào ngày được ấn định gọi là quyền chọn bán (Put Option).

1.1.2.1 Quyền chọn mua

Hợp đồng quyền chọn mua (Call Option) là một loại hợp đồng tài chính diễn ra giữa hai bên, cho phép người mua hợp đồng có quyền mua một số lượng tài sản nhất định ở một mức giá ấn định trước, gọi là "strike price" hoặc "exercise price" -

vào hoặc trước ngày đáo hạn của hợp đồng. Đổi lại, người mua hợp đồng (holder) phải trả cho người bán hợp đồng quyền chọn (writer) một khoản phí (call premium).

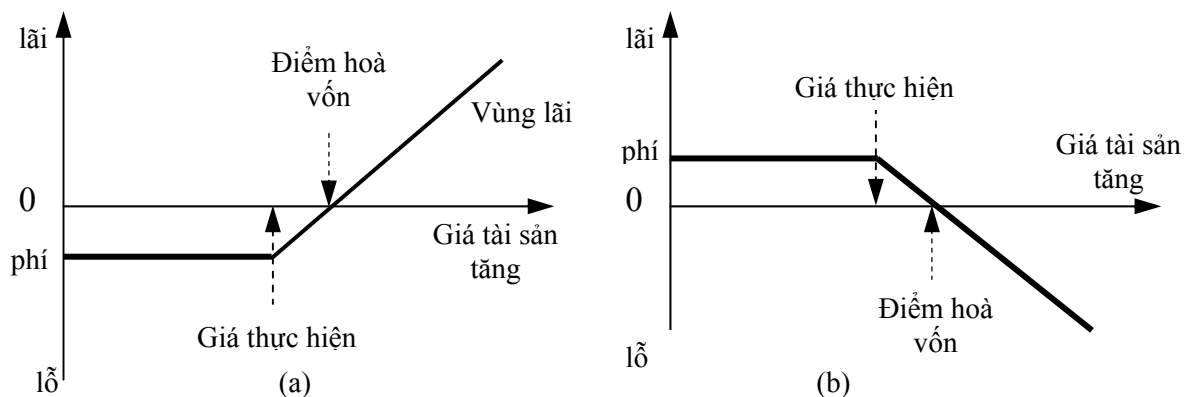
Nếu giá tài sản cơ sở tăng như dự đoán thì người mua hợp đồng sẽ thu được lợi nhuận trong khi chỉ phải đầu tư một khoản nhỏ (phí hợp đồng) hơn là phải bỏ tiền ra mua toàn bộ số tài sản đó, trường hợp này người ta nói hợp đồng quyền chọn mua có lãi (in-the-money call option), ngược lại hợp đồng quyền chọn mua bị lỗ (out-of-the money call option). Về phía người bán, anh ta chỉ thu được một khoản lợi tức bằng với phí quyền chọn, nhưng khi người mua thực hiện hợp đồng thì người bán sẽ bị lỗ không giới hạn.

Nếu hợp đồng được thực hiện thì người bán sẽ phải từ bỏ quyền sở hữu đối với số tài sản đã xác định trong hợp đồng. Nếu người mua hợp đồng cảm thấy không có lợi anh ta có thể từ chối việc thực thi hợp đồng.

Trong hợp đồng quyền chọn mua, người mua bao giờ cũng kì vọng giá tài sản tăng trong khi người bán kì vọng giá tài sản đứng hoặc giảm hoặc cũng có trường hợp là do người bán sẵn sàng từ bỏ khoản lợi nhuận từ giá tài sản tăng để đổi lấy khoản phí thực hiện hợp đồng (được thanh toán ngay). Do có những nguồn thông tin khác nhau, cách phân tích, đánh giá khác nhau cho nên mới nảy sinh những kì vọng khác biệt giữa người mua và người bán, dẫn đến việc các hợp đồng quyền chọn (call option, put option) như thế này diễn ra.

Vị thế của người mua, người bán và phí quyền chọn được mô tả bằng hình sau:

Hình 1.1: Vị thế của quyền chọn mua



Hình 1.1(a) mô tả thành quả của người mua quyền chọn mua với lợi nhuận tiềm năng là vô hạn khi giá của tài sản tăng trong tương lai. Ngược lại, nếu giá chứng khoán giảm so với giá thực hiện, người mua quyền chỉ lỗ với mức lỗ tối đa bằng với phí mua quyền chọn.

Hình 1.1(b) mô tả thành quả của người bán quyền chọn mua tài sản, người bán quyền chọn mua chỉ kiếm lời bằng khoản phí nhận được từ người mua quyền chọn, và sẽ bị thua lỗ vô hạn khi giá tài sản tăng so với giá thực hiện.

1.1.2.2 Quyền chọn bán

Nếu như Call option là hợp đồng quyền chọn mua thì ngược lại với nó có một loại hợp đồng quyền chọn khác là Put option, hợp đồng quyền chọn bán. Hợp đồng quyền chọn bán là một hợp đồng tài chính giữa hai bên, theo đó người mua hợp đồng (holder) có quyền bán cho người bán hợp đồng (writer) một số tài sản nhất định tại một mức giá xác định (strike price, exercise price), vào hoặc trước ngày đáo hạn hợp đồng (expiration date). Để đổi lại người mua phải trả cho người bán một khoản phí hợp đồng (option premium).

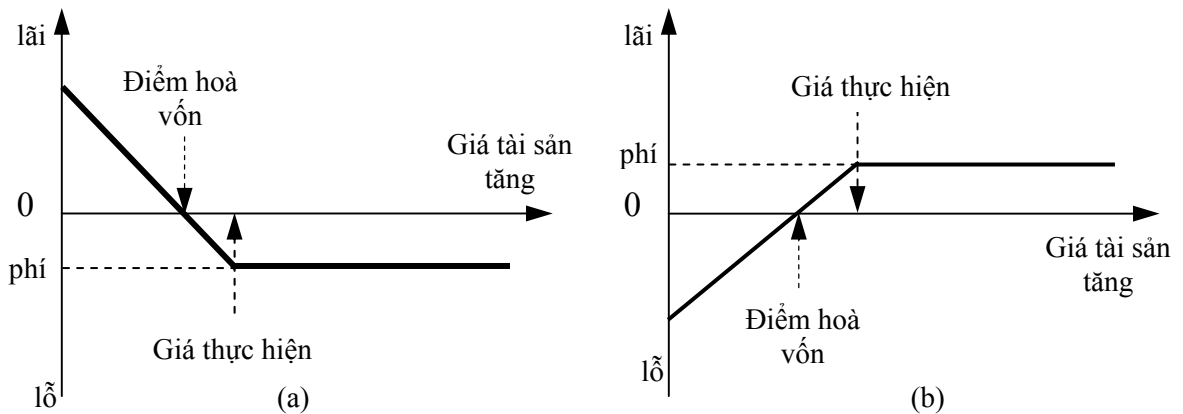
Cần lưu ý trong hợp đồng quyền chọn bán người mua hợp đồng lại chính là người có quyền bán tài sản. Người mua hợp đồng sẽ có lợi nếu giá tài sản sụt giảm mạnh, khi đó nếu người mua hợp đồng quyết định thực thi quyền bán (exercise the option), người bán hợp đồng buộc phải mua số tài sản đó. Ngược lại, người bán hợp đồng (người có nghĩa vụ mua tài sản khi đến hạn nếu người mua hợp đồng yêu cầu) sẽ thu lợi khi giá chứng khoán tăng, đứng, hoặc giảm ít hơn khoản phí hợp đồng nhận được.

Hợp đồng quyền chọn bán là một cách để nhà đầu tư bảo hiểm cho tài sản của mình khi ông ta dự đoán tài sản đó có khả năng tụt giá trong tương lai, đồng thời không muốn bán hẳn số tài sản đó hoặc để đầu cơ thu lợi trước dự đoán đó. Dù trường hợp nào có xảy ra chăng nữa thì rủi ro người mua hợp đồng cũng chỉ giới hạn trong số phí hợp đồng. Hợp đồng quyền chọn bán phổ biến nhất đối với cổ

phiếu của một số công ty nhất định, ngoài ra, hợp đồng put option còn được mua bán với tài sản tài chính như lãi suất, hoặc mặt hàng thực như vàng, dầu mỏ.

Ngược lại với quyền chọn mua, vị thế của người mua, người bán và phí quyền chọn được mô tả bằng hình sau:

Hình 1.2 : Vị thế của quyền chọn bán



Tương tự, hình 1.2(a) mô tả thành quả của người mua quyền chọn bán và hình 1.2(b) mô tả thành quả của người bán quyền chọn bán. Với một khoản phí để sở hữu quyền, người mua quyền chọn bán chỉ lỗ giới hạn bằng với khoản phí đã trả khi mua quyền chọn mua tài sản và có lợi vô hạn khi giá của tài sản giảm. Ngược lại, người bán quyền chọn bán chỉ thu về có giới hạn bằng với phí bán quyền chọn nhưng nếu giá tài sản giảm thì họ sẽ gánh chịu một khoản lỗ là vô hạn.

Như vậy, khi nhà đầu tư có dự định mua tài sản và kỳ vọng giá của tài sản đó sẽ tăng lên trong tương lai thì họ sẽ phòng ngừa rủi ro bằng cách mua một quyền chọn mua. Ngược lại khi nhà đầu tư đang sở hữu tài sản và họ dự đoán trong tương lai giá tài sản sẽ giảm thì sự lựa chọn cho nỗi lo về giá của họ đối với tài sản đang sở hữu là mua một quyền chọn bán.

Nếu như vậy, không có nghĩa là người bán quyền chọn mua và chọn bán là những kẻ liều lĩnh hay thích đùa, đánh đổi một ít lợi nhuận bằng cả một rủi ro thua lỗ vô hạn. Trên thị trường các nhà đầu tư khác nhau sẽ có nhận định và đánh giá khác nhau về xu hướng thay đổi của thị trường vì vậy họ sẽ hành động theo nhận

định, phân tích, dự báo của mình. Ngoại trừ họ vững tin xu thế giá cả tài sản sẽ biến động theo hướng kỳ vọng, bằng cách này hay cách khác họ sẽ tiến hành bù trừ vị thế rủi ro hay tự bảo vệ mình khỏi thua lỗ bằng cách kết hợp nhiều chiến lược một cách khôn khéo và độc đáo.

1.1.3 Chiến lược phòng ngừa rủi ro với quyền chọn

Một trong những đặc tính hấp dẫn nhất của quyền chọn là nó có thể được kết hợp với cổ phiếu hoặc một quyền chọn khác để tạo ra nhiều chiến lược đa dạng. Các khả năng có thể đạt được lợi nhuận đa dạng đến nỗi gần như bất kỳ một nhà đầu tư nào cũng có thể tìm được một chiến lược đáp ứng mức rủi ro ưa thích của mình và phù hợp dự báo thị trường.

Có nhiều cách kết hợp khác nhau giữa quyền chọn chứng khoán và nhà đầu tư chứng khoán nhằm đạt được mục tiêu của nhà đầu tư. Việc kết hợp các chiến lược với nhau như thế nào là tùy thuộc vào khẩu vị rủi ro và mục tiêu lợi nhuận của nhà đầu tư. Sau đây là một vài chiến lược cơ bản:

Để có thể tính toán một số công thức, ta có các ký hiệu qui ước sau:

C : Giá quyền chọn mua hiện tại	S_t : Giá cổ phiếu khi đáo hạn
P : Giá quyền chọn bán hiện tại	π : Lợi nhuận của chiến lược
S_0 : Giá cổ phiếu hiện tại	N_c : Số quyền chọn mua
T : Thời gian đến khi đáo hạn	N_p : Số quyền chọn bán
X : Giá thực hiện	N_s : Số lượng cổ phiếu

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

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

1.1.3.1 Quyền chọn mua và cổ phiếu

Một trong số các chiến lược phổ biến nhất của nhà kinh doanh quyền chọn chuyên nghiệp là mua cổ phiếu và bán quyền chọn mua đối với một loại cổ phiếu. Nhà đầu tư thực hiện chiến lược này gọi là bán một quyền chọn mua có phòng ngừa. Vì người kinh doanh quyền chọn đang sở hữu cổ phiếu nên nếu người mua quyền chọn thực hiện quyền thì nhà kinh doanh quyền chọn này chỉ chuyển giao cổ phiếu mà không phải mua trên thị trường với một mức giá có thể khá cao. Đúng trên quan điểm khác, người sở hữu cổ phiếu mà không bán quyền chọn sẽ gặp phải một rủi ro đáng kể khi giá cổ phiếu giảm xuống. Bằng cách bán một quyền chọn mua đối với cổ phiếu đó, nhà đầu tư sẽ giảm rủi ro khi giá cổ phiếu giảm xuống đáng kể, vì lúc này khoản lỗ sẽ được bù đắp một phần bởi phí bán quyền chọn mua.

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

$$\pi = N_s(S_t - S_0) \quad (1.1) \quad \text{Với } N_s > 0$$

và phương trình lợi nhuận của việc bán một quyền chọn mua như sau:

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

Phương trình kết hợp lợi nhuận của hai chiến lược là:

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

Xét trường hợp của một cổ phiếu và một quyền chọn, với $N_s > 0$ (mua cổ phiếu), $N_c < 0$ (bán quyền chọn) và $N_s = -N_c = 1$, phương trình lợi nhuận lúc này là:

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

- Nếu $S_t \leq X$, tức là giá cổ phiếu khi đáo hạn nhỏ hơn hoặc bằng giá thực hiện quyền chọn, người mua quyền chọn sẽ không yêu cầu thực hiện quyền chọn, vì vậy lợi nhuận của người bán quyền là phí quyền chọn tương ứng C . Tuy nhiên, do giá cổ phiếu giảm nên nhà đầu tư sẽ bị lỗ một khoản là $S_t - S_0$. Phương trình lợi nhuận kết hợp của chiến lược là: $\pi = S_t - S_0 + C$

- Nếu $S_t > X$, tức giá cổ phiếu khi đáo hạn lớn hơn giá thực hiện, người mua quyền yêu cầu thực hiện hợp đồng, lúc này giá trị lỗ của người bán quyền tỷ lệ thuận với mức chênh lệch giữa giá thị trường và giá trị thực hiện và số lượng quyền chọn trong hợp đồng.

Lúc này, lợi nhuận của chiến lược mua cổ phiếu và bán quyền chọn mua là lợi nhuận của chiến lược thực hiện hai vị thế song song. Phương trình lợi nhuận của nhà đầu tư lúc này: $\pi = S_t - S_0 - S_t + X + C = X - S_0 + C$

1.1.3.2 Quyền chọn bán và cổ phiếu

Một chiến lược khác của quyền chọn là kết hợp giữa mua cổ phiếu và bán một quyền chọn mua, người sở hữu cổ phiếu có thể được bảo vệ khi giá giảm. Trong một thị trường giá lên, cổ phiếu gần như sẽ được mua lại bằng cách thực hiện quyền chọn. Một cách để nhận được sự bảo vệ trước thị trường giá xuống và vẫn có thể chia phần lợi nhuận trong một thị trường giá lên là mua một quyền chọn bán bảo vệ, tức là nhà đầu tư mua cổ phiếu và mua một quyền chọn bán. Quyền chọn bán cung cấp một mức giá bán tối thiểu dành cho cổ phiếu.

Ta có phương trình lợi nhuận của việc mua một quyền chọn bán như sau:

$$\pi = N_p[\text{Max}(0, X - S_t) - P] \quad (1.2) \quad \text{Với } N_p > 0$$

Phương trình kết hợp lợi nhuận của hai chiến lược được thiết lập bằng cách cộng hai phương trình lợi nhuận của chiến lược mua cổ phiếu (1.1) và chiến lược mua quyền chọn bán (1.2):

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

Xét trường hợp của một cổ phiếu và một quyền chọn, với $N_s > 0$ (mua cổ phiếu), $N_p > 0$ (mua quyền chọn bán) và $N_s = N_p = 1$, phương trình lợi nhuận lúc này là:

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

- Nếu $S_t \geq X$, tức là giá cổ phiếu khi đáo hạn lớn hơn hoặc bằng giá thực hiện, quyền chọn sẽ không được thực hiện và kết quả là: $\pi = S_t - S_0 - P$, lợi nhuận từ việc cổ phiếu tăng giá sẽ được trừ đi một phần chi phí dự phòng rủi ro.

- Nếu $S_t < X$, tức là giá cổ phiếu khi đáo hạn nhỏ hơn giá thực hiện, người mua quyền chọn yêu cầu thực hiện quyền, tức là người bán quyền phải mua lại cổ phiếu. Người mua quyền có phương trình lợi nhuận kết hợp của chiến lược này là:

$$\pi = S_t - S_0 + X - S_t - P = X - S_0 - P$$

Quyền chọn trong trường hợp này như một hợp đồng bảo hiểm đối với cổ phiếu. Trong thị trường giá xuống, tổn thất của cổ phiếu sẽ phần nào được bù đắp bởi việc thực hiện quyền chọn, trong thị trường giá lên, bảo hiểm là không cần thiết và mức lợi nhuận do cổ phiếu tăng giá bị giảm đi do phí của quyền chọn trả trước để phòng ngừa rủi ro. Như vậy, quyền chọn bán bảo vệ ấn định mức lỗ tối đa do giá cổ phiếu giảm nhưng lại chịu một loại chi phí là lợi nhuận ít hơn khi giá tăng. Nó tương tự như một hợp đồng bảo hiểm tài sản.

1.2 THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN

Quyền chọn tuy là một khái niệm kinh tế tài chính, nhưng chúng ta vẫn thường gặp phổ biến trong đời sống xã hội thường ngày, dưới các hình thức thể hiện khác nhau của chúng. Một khoản tiền đặt cọc mua nhà cửa, hàng hoá, các khoản chi phí mà công ty bỏ ra cho hoạt động nghiên cứu phát triển sản phẩm mới, các khoản khuyến mãi, tiếp thị v.v... đều là những dạng thể hiện bên ngoài của quyền chọn.

Với các đặc tính ưu việt riêng có quyền chọn, chúng dần trở thành các công cụ được sử dụng thường xuyên bởi các nhà đầu tư kinh doanh, theo xu thế phát triển của nền kinh tế tiên tiến và sự phổ biến của các sản phẩm phái sinh, về sau này, quyền chọn chính thức được xem như một loại hàng hoá và được nâng tầm giao dịch trên thị trường có tổ chức: thị trường quyền chọn.

1.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Hệ thống thị trường quyền chọn hiện nay có nguồn gốc từ thế kỷ 19, khi quyền chọn mua và chọn bán được chào bán đối với cổ phiếu. Những năm đầu tiên của thập niên 1900, một nhóm các công ty được gọi là Hiệp hội các Nhà môi giới và kinh doanh quyền chọn mua và chọn bán đã thành lập thị trường các quyền chọn. Mục đích của hiệp hội này là cung cấp kỹ thuật nhằm đưa những người mua và bán lại với nhau. Nếu một người nào đó muốn mua quyền chọn, một thành viên của hiệp hội sẽ tìm kiếm một người bán sẵn sàng muốn ký hợp đồng bán quyền chọn. Nếu công ty thành viên không thể tìm được người tự bán, tự công ty sẽ bán quyền chọn. Vì vậy, một công ty thành viên có thể vừa là nhà môi giới - người môi giới giữa người mua và người bán đến với nhau - hoặc là nhà kinh doanh - người thực hiện vị thế giao dịch.

Tuy nhiên, thị trường quyền chọn phi tập trung (OTC) này bộc lộ rõ nhiều khiếm khuyết. **Thứ nhất**, do không có thị trường thứ cấp, thị trường này không cung cấp cho người nắm giữ quyền chọn cơ hội bán quyền chọn cho một người khác trước khi quyền chọn đáo hạn. Các quyền chọn được thiết kế để được nắm giữ cho đến khi đáo hạn, và rồi thì chúng sẽ được thực hiện hoặc để cho hết hiệu lực. Vì vậy, hợp đồng quyền chọn có rất ít, thậm chí không có tính thanh khoản. **Thứ hai**, việc thực hiện hợp đồng của người bán chỉ được đảm bảo bởi công ty môi giới kiêm kinh doanh. Nếu người bán hoặc công ty thành viên của Hiệp hội các Nhà môi giới và kinh doanh quyền chọn mua và quyền chọn bán bị phá sản, người nắm giữ quyền chọn coi như tổn thất hoàn toàn. **Thứ ba**, phí giao dịch tương đối cao, một phần cũng do hai nguyên nhân kể trên.

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

Board Options Exchange (CBOE), mở cửa giao dịch quyền chọn mua vào ngày 26/04/1973 và giao dịch các hợp đồng quyền chọn bán trong tháng 6 năm 1977.

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

Tiếp theo đó, thị trường chứng khoán Mỹ (AMEX) và thị trường chứng khoán Philadelphia (PHLX) bắt đầu thực hiện giao dịch quyền chọn vào năm 1975, thị trường chứng khoán Pacific (PSE) thực hiện giao dịch vào năm 1976. Khoảng đầu thập niên 80, khối lượng giao dịch tăng lên nhanh chóng đến mức mà số lượng cổ phiếu theo hợp đồng quyền chọn bán hàng ngày vượt quá khối lượng giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán New York.

Thập niên 80 cũng giai đoạn phát triển đối với thị trường quyền chọn ngoại tệ, chỉ số chứng khoán và hợp đồng giao sau ở Mỹ. Thị trường chứng khoán Philadelphia là nơi giao dịch quyền chọn ngoại tệ đầu tiên. Chicago Board Option Exchange bắt đầu giao dịch quyền chọn chỉ số chứng khoán của S&P 100 và S&P 500. Thị trường chứng khoán Mỹ giao dịch về chỉ số chứng khoán của một số thị trường chính và thị trường chứng khoán New York giao dịch chỉ số NYSE. Đa số các thị trường đều giao dịch quyền chọn đối với các hợp đồng giao sau.

Từ thời điểm đó, nhiều sàn giao dịch chứng khoán và gần như tất cả các sàn giao dịch giao sau bắt đầu giao dịch quyền chọn. Được kích thích bởi nhu cầu của

công chúng về quyền chọn, ngành kinh doanh này đang tăng trưởng mạnh mẽ cho đến khi thị trường chứng khoán sụp đổ vào năm 1987. Bị tổn hại bởi cú sốc này, nhiều nhà đầu tư cá nhân đã sử dụng quyền chọn trước đây đã tránh xa thị trường, và khối lượng giao dịch chỉ mới được hồi phục ở mức năm 1987 trong thời gian gần đây.

Mặc dù các giao dịch của các định chế trên sàn giao dịch quyền chọn vẫn tương đối mạnh sau vụ sụp đổ, một xu hướng đồng thời tồn tại đã buộc các sàn giao dịch phải đương đầu với một mối đe dọa cạnh tranh mới, đó là sự hồi sinh của các thị trường quyền chọn phi tập trung. Vào đầu thập niên 1980, nhiều công ty bắt đầu sử dụng hoán đổi tiền tệ và lãi suất để quản trị rủi ro. Với các chuyển biến thuận lợi của thị trường phi tập trung thời đó, các công ty này bắt đầu tạo ra các hợp đồng phi tập trung khác như kỳ hạn và quyền chọn.

Lúc này, các giao dịch quyền chọn trên thị trường phi tập trung được thỏa thuận qua điện thoại nhiều hơn trên sàn giao dịch. Một bên đối tác thường là ngân hàng đầu tư, ngân hàng sẽ duy trì hạn mục đầu tư quyền chọn và bảo hộ bằng cách sử dụng một số công cụ. Bên còn lại là khách hàng của ngân hàng đầu tư như các nhà quản lý quỹ đầu tư hoặc là những người chịu trách nhiệm về vốn và ngoại hối của các tập đoàn lớn. Các giao dịch quyền chọn này thường được phổ biến nhằm đáp ứng nhu cầu cho các loại khách hàng của ngân hàng đầu tư.

Vì định mức tối thiểu của mỗi giao dịch khá lớn và có rủi ro tín dụng, công chúng không thể tham gia vào thị trường phi tập trung mới hồi sinh này. Tuy nhiên, sự phát triển của thị trường phi tập trung của các định chế đã gây áp lực nặng nề lên các sàn giao dịch quyền chọn. Vào đầu thập niên 1990, các sàn giao dịch cố gắng trở nên sáng tạo hơn để giành lại thị phần giao dịch và kích thích mối quan tâm của công chúng đối với quyền chọn. Tuy nhiên, các xu hướng này không có nghĩa là quyền chọn đang mất dần tính đại chúng. Thật ra, chúng trở nên phổ biến hơn bao giờ hết đối với các định chế tài chính về doanh nghiệp, nhưng mức tăng trưởng thì tập trung ở các thị trường phi tập trung.

1.2.2 Các thành phần của thị trường quyền chọn

Như đã đề cập, các giao dịch quyền chọn hoàn toàn không bị bó hẹp trong các sàn giao dịch tập trung. Tuy nhiên, một cấu trúc thị trường quyền chọn được chuẩn hoá vẫn là mối quan tâm hàng đầu đối với tất cả các nhà đầu tư, qua đó, họ có thể yên tâm về các quy trình, thủ tục, cơ sở pháp lý và quan trọng nhất là cơ sở đảm bảo tính thanh khoản của hợp đồng quyền chọn.

Đối với thị trường phi tập trung một số định chế nhất định, có thể là ngân hàng hay các công ty môi giới, sẵn sàng đứng ra tạo lập thị trường quyền chọn. Còn thị trường quyền chọn được niêm yết trên sàn được tạo ra bởi sàn giao dịch quyền chọn – là một pháp nhân mà các thành viên là cá nhân hoặc pháp nhân, mỗi thành viên được gọi là một seat. Cho dù cấu trúc tổ chức của sàn giao dịch là không giống nhau, nhưng cơ bản bao gồm:

1.2.2.1 Hàng hoá, cung và cầu

Trong thị trường hàng hoá thông thường, các nhà kinh doanh mua bán, trao đổi các loại hàng hoá vật chất, tài sản thực. Trong thị trường chứng khoán, các bên mua bán các loại cổ phiếu, trái phiếu..., là mua bán những khoản vốn để trở thành chủ sở hữu hay chủ nợ. Còn trên thị trường quyền chọn, hàng hoá là các sản phẩm phái sinh, tức là một công cụ phụ thuộc vào giá trị của một hay một số hàng hoá khác cách ly sản phẩm gốc một vài cấp - hợp đồng quyền chọn. Các bên trong thị trường phái sinh mang danh nghĩa là giao dịch một số hàng hoá nhất định nhưng thực ra trong nhiều trường hợp, họ không cần phải thực sự sở hữu hoặc trao đổi tiền – hàng đối với tất cả các loại hàng hoá đó. Họ chỉ mượn giá trị của hàng hoá cơ sở để mua đi bán lại với mục đích bảo hộ hoặc kiếm lời. Chẳng hạn trường hợp các nhà đầu tư tự lập các hợp đồng về nông sản, dầu... mà không chờ mong một sự giao nhận hàng hoá như cam kết trong hợp đồng, họ chỉ dùng nó nhằm mục đích bảo hộ rủi ro. Tương tự, đối với các mặt hàng cao cấp hơn trong thị trường quyền chọn như ngoại tệ, lãi suất, chỉ số chứng khoán..., các nhà đầu tư không nhằm mục đích cuối cùng là mua – bán và tiến hành giao nhận những hàng hoá đó mà họ lập hợp đồng

quyền chọn về nó để kiếm được tiền từ sự chênh lệch giá mua bán nhằm mục đích bảo hộ hay đầu cơ. Như vậy, hoạt động chủ yếu trên thị trường quyền chọn là bỏ tiền ra để đầu tư vào giá cả của một loại hàng hoá để kiếm lời. Nhưng không dừng lại ở chỗ là một hợp đồng mua bán hàng hoá thông thường, quan hệ mua bán này được nâng lên một tầm cao mới, được tổ chức qui cũ tại các sàn giao dịch. Ở đó, các quan hệ mua bán được thiết lập không nhằm mục đích chính là trao đổi hàng hoá mà trở thành một nơi luân chuyển tiền tệ, luân chuyển vốn dựa trên cơ sở giá cả của các loại hàng hoá. Các hợp đồng quyền chọn là những sản phẩm phái sinh hàng hoá, cùng với các nhu cầu đa dạng về mua – bán những hợp đồng này để phòng ngừa rủi ro và kinh doanh kiếm lời là một trong những yếu tố cấu thành thị trường quyền chọn.

1.2.2.2 Nhà tạo lập thị trường

Một cá nhân mua một seat (gọi nôm na là quyền được tham gia thị trường) trên sàn giao dịch có thể đăng ký để trở thành nhà tạo lập thị trường hay môi giới trên sàn. Nhà tạo lập thị trường chịu trách nhiệm đáp ứng nhu cầu của công chúng đối với quyền chọn. Khi một nhu cầu mua hay bán quyền chọn nhưng không kiếm được người bán hay mua. Nhà tạo lập thị trường sẽ thực hiện giao dịch đó để đảm bảo tính thực hiện ngay lập tức của thị trường.

Nhà tạo lập thị trường về bản chất là một doanh nghiệp. Để tồn tại, nhà tạo lập thị trường phải tạo ra lợi nhuận bằng cách mua vào ở một mức giá và bán ra với một mức giá cao hơn, thực hiện thông qua việc yết giá hỏi mua và chào bán, là các mức giá cao nhất và giá thấp nhất mà nhà tạo lập thị trường chấp nhận mua hay bán quyền chọn.

Các nhà tạo lập thị trường sử dụng đa dạng các biện pháp kỹ thuật để giao dịch quyền chọn sao cho có lợi nhuận. Nhiều người quan sát các nhân tố cơ bản, điều kiện kinh tế và biểu hiện của Công ty. Một số dựa vào các nhân tố kỹ thuật từ các dữ liệu lịch sử, hoặc đơn giản chỉ dựa vào trực giác và kinh nghiệm.

1.2.2.3 Các nhà môi giới

Môi giới sàn giao dịch là một dạng nhà kinh doanh khác trên sàn giao dịch. Nhà môi giới trên sàn thực hiện các giao dịch cho các thành viên của công chúng. Nếu một người nào đó muốn mua hay bán một quyền chọn, cá nhân người đó phải thiết lập một tài khoản tại công ty môi giới. Công ty này phải thuê một nhà môi giới trên sàn, hoặc hợp tác với nhà môi giới độc lập hay nhà môi giới sàn giao dịch của các công ty khác.

Nhà môi giới trên sàn thực hiện các lệnh của những người không phải là thành viên (để nhận mức lương thuần hay hoa hồng trên mỗi lệnh giao dịch thành công). Nhà môi giới trên sàn thường không cần quan tâm đến việc giá tăng hay giảm, tuy nhiên, một nhà môi giới giỏi sẽ tận dụng các khả năng để đạt được mức giá tốt nhất cho khách hàng của mình.

1.2.2.4 Trung tâm thanh toán

Sau khi các giao dịch được thực hiện, trung tâm thanh toán – Công ty thanh toán bù trừ trên quyền chọn - là một công ty độc lập đảm bảo cho việc thực hiện của người bán. Công ty thanh toán bù trừ trên quyền chọn là trung gian trong mỗi giao dịch. Người mua sẽ thực hiện quyền chọn không hướng vào người bán mà hướng vào trung tâm giao dịch. Người bán quyền chọn được thực hiện chỉ trả hoặc giao chứng khoán cho trung tâm giao dịch. Mỗi thành viên của Công ty thanh toán bù trừ trên quyền chọn, được gọi là công ty thanh toán, có mở một tài khoản tại Công ty thanh toán bù trừ trên quyền chọn. Các nhà tạo lập thị trường phải thanh toán tất cả các giao dịch thông qua một công ty thành viên, cũng như mỗi công ty môi giới, mặc dù trong một số trường hợp một công ty môi giới có thể đồng thời là một công ty thanh toán.

1.2.2.5 Hệ thống giám sát, kiểm soát

Ở Mỹ, ngành kinh doanh quyền chọn giao dịch trên sàn được quản lý theo nhiều cấp độ. Mặc dù các quy định của liên bang và từng bang giữ vai trò lớn nhất, ngành kinh doanh này cũng tự quản lý thông qua các quy tắc và chuẩn mực, được thiết lập bởi sàn giao dịch và Công ty thanh toán bù trừ trên quyền trọn, Công ty này cũng quản lý các thành viên của mình để giúp đảm bảo tất cả các hoạt động trên thị trường quyền chọn là phù hợp mà không tạo ra rủi ro đối với sự tồn tại của thị trường.

Bên cạnh đó, SEC (the US Securities and Exchange commission) là cơ quan quản lý chính của thị trường quyền chọn ở Mỹ. SEC là một tổ chức liên bang được thiết lập vào năm 1934 để giám sát lĩnh vực kinh doanh chứng khoán, bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, quyền chọn và quỹ đầu tư. Mục tiêu chung của SEC là đảm bảo công khai đầy đủ các thông tin thích đáng về các khoản đầu tư được chào bán rộng rãi ra công chúng. SEC có quyền thiết lập một số quy định, quy trình và điều tra các vụ vi phạm luật chứng khoán liên bang. Ở hầu hết các nước, quyền chọn và hợp đồng giao sau được quản lý bởi các cơ quan liên bang giống nhau với mục tiêu chính là bảo vệ các nhà đầu tư.

1.3 QUYỀN CHỌN VỀ CHỨNG KHOÁN

1.3.1 Khái niệm về quyền chọn chứng khoán

Quyền chọn chứng khoán cho phép người nắm giữ hợp đồng cơ hội nhưng không bắt buộc thực hiện mua hoặc bán chứng khoán với giá được thỏa thuận trước.

Người bán hoặc người phát hành quyền chọn bắt buộc phải thực hiện hợp đồng quyền chọn nếu như người mua quyền chọn yêu cầu.

Các thị trường giao dịch quyền chọn về chứng khoán nổi tiếng ở Mỹ là Chicago Board Option Exchange (CBOE), Philadelphia Stock Exchange (PHLX), New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX), Pacific Stock Exchange (PSE).

Quyền chọn cổ phiếu (Stock option): là quyền chọn đối với cổ phần thường. Quyền chọn này đối với các cổ phiếu riêng lẻ và tồn tại đối với hàng ngàn lô cổ phiếu riêng lẻ.

Quyền chọn chỉ số (Index option): là quyền chọn đối với một chỉ số chứng khoán. Quyền chọn này sử dụng một số chỉ số chứng khoán như NASDAQ 100, S&P 500, Dow Jones... Ngoài ra, còn sử dụng cả các chỉ số của nhiều ngành kinh doanh khác nhau và những khu vực thị trường khác nhau.

Cần phân biệt giữa hợp đồng quyền chọn mua có thể chuyển nhượng được với quyền mua chứng khoán ưu đãi (incentive stock option). Quyền mua chứng khoán ưu đãi là quyền được chọn mua chứng khoán ở một công ty nhất định, do công ty đó dành cho một người nhất định nào đó (thường là các nhà quản lý cấp cao). Khi quyền chọn mua chứng khoán ưu đãi được thực hiện thì một số lượng cổ phần mới sẽ được phát hành. Quyền chọn mua chứng khoán ưu đãi cũng không được mua bán rộng rãi trên thị trường mở. Ngược lại khi một hợp đồng quyền chọn mua được thực hiện, không có cổ phần mới nào được phát hành mà chỉ là sự chuyển nhượng từ chủ sở hữu này sang chủ sở hữu khác.

1.3.2 Đặc điểm về quyền chọn chứng khoán

- **Giá thực hiện** (Exercise price): Mức giá mà quyền chọn cho phép người sở hữu mua hoặc bán chứng khoán cơ sở.

Trên sàn giao dịch quyền chọn giá thực hiện được chuẩn hoá. Sàn giao dịch qui định mức giá thực hiện có thể ký kết hợp đồng quyền chọn. Quyền chọn chứng khoán được qui định mức giá thực hiện có khoảng chênh lệch 2,5\$ nếu giá cổ phiếu thấp hơn 25\$, khoảng 5\$ nếu giá cổ phiếu từ 25\$ đến 200\$, và trong khoảng 10\$ nếu giá cổ phiếu trên 200\$. Đối với quyền chọn chỉ số, các khoản chênh lệch giá thực hiện có sự khác biệt nhiều do biên độ rộng của nhiều chỉ số khác nhau

- **Ngày đáo hạn** (Expiration date): là ngày mà sau đó hợp đồng quyền chọn không còn tồn tại nữa.

Quyền chọn chứng khoán thường được qui định chu kỳ đáo hạn theo các *chu kỳ tháng*: Chu kỳ tháng 1 (gồm các tháng: 1, 4, 7 và 10); Chu kỳ tháng 2 (gồm các tháng 2, 5, 8 và 11); Chu kỳ tháng 3 (gồm các tháng 3, 6, 9 và 12). Ngày đáo hạn chính xác là vào lúc 22 giờ 59 phút (theo giờ của trung tâm giao dịch) của ngày thứ bảy ngay sau ngày thứ sáu tuần lễ thứ ba của tháng đáo hạn. Theo thông lệ, nhà đầu tư nắm giữ quyền chọn (nếu quyết định thực hiện quyền chọn) sẽ có thời gian đến hết 16 giờ 30 phút của ngày thứ sáu đó để ra chỉ thị cho nhà môi giới thực hiện quyền chọn. Sau đó, nhà môi giới sẽ có thời gian đến 22 giờ 59 phút của ngày thứ bảy hôm sau để hoàn thành các thủ tục giấy tờ thông báo cho Trung tâm giao dịch chứng khoán thực hiện quyền chọn đó.

- ***Ảnh hưởng của việc phân chia cổ tức và cổ phiếu***: quyền chọn chứng khoán trên thị trường OTC được đảm bảo về cổ tức. Khi một công ty công bố chia cổ tức bằng tiền mặt, thì giá thực hiện của quyền chọn về cổ phiếu sẽ giảm một khoản bằng số cổ tức vào thời điểm không nhận cổ tức. Quyền chọn chứng khoán trao đổi qua trung tâm giao dịch chứng khoán nói chung không được điều chỉnh theo cổ tức trả bằng tiền mặt, nhưng điều chỉnh theo sự phân chia cổ phiếu. Việc phân chia cổ phiếu xảy ra khi số cổ phiếu hiện tại được chia thành nhiều cổ phiếu nhỏ hơn. Ngoài ra, quyền chọn về cổ phiếu còn được điều chỉnh theo cổ tức chi trả bằng cổ phiếu.

- ***Hạn mức vị thế và hạn mức thực hiện***: được thiết kế nhằm ngăn ngừa tình trạng thị trường quyền chọn bị chi phối quá mức bởi hành vi của một hoặc một nhóm các nhà đầu tư cá biệt. ***Hạn mức vị thế*** (position limit): là số lượng quyền chọn tối đa mà đầu tư có thể nắm giữ về một phía của thị trường. Sàn giao dịch chứng khoán ban hành hạn mức vị thế cho từng chứng khoán căn cứ vào khối lượng cổ phiếu giao dịch và số cổ phiếu trôi nổi. ***Hạn mức thực hiện*** (exercise limit): là số quyền chọn tối đa có thể được thực hiện trong vòng 5 ngày làm việc liên tục bất kỳ bởi mỗi nhà đầu tư riêng lẻ hay một nhóm các nhà đầu tư cùng hành động với nhau.

Mục tiêu của hạn mức thực hiện và hạn mức vị thế là nhằm ngăn cản từng cá nhân hoặc một nhóm người có tác động đáng kể đến thị trường

- **Điều kiện niêm yết:** Các sản giao dịch quyền chọn qui định các tài sản mà giao dịch được phép. Đối với quyền chọn cổ phiếu, sản giao dịch qui định những điều kiện tối thiểu mà một cổ phiếu phải đạt được để có thể giao dịch quyền chọn.

- **Qui mô hợp đồng:** một hợp đồng quyền chọn giao dịch trên sàn tiêu chuẩn gồm 100 quyền chọn đơn lẻ, mỗi quyền chọn đơn lẻ được mua (bán) một cổ phiếu. Như vậy một hợp đồng quyền chọn được mua (bán) tối thiểu là 100 cổ phiếu. Tuy nhiên, quyền chọn cũng được tuân thủ nguyên tắc chia tách cổ phiếu và cổ tức

1.4 MỘT SỐ KINH NGHIỆM CỦA THẾ GIỚI VỀ TỔ CHỨC SẢN GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN

1.4.1 Sàn giao dịch Chicago Board Options Exchange – CBOE

Tính đến thời điểm hiện tại, CBOE là sàn giao dịch quyền chọn lớn nhất thế giới cả về số lượng lẫn qui mô. Bằng cách tiêu chuẩn hóa các kỳ hạn và điều kiện của hợp đồng quyền chọn đã làm tăng tính thanh khoản cho thị trường. Năm 2006 CBOE chính thức chuyển từ tổ chức hoạt động phi lợi nhuận trực thuộc Chính phủ sang hình thức doanh nghiệp hoạt động vì lợi nhuận. Theo báo cáo thường niên của CBOE năm 2006, tổng doanh thu đạt được là 257,98 triệu USD tăng 27% so với năm 2005, lợi nhuận trước thuế đạt được là 72 triệu USD tăng 61,8% so với năm 2005, nâng tổng mức lợi nhuận giữ lại lên 162 triệu USD và tổng nguồn vốn cổ phần ở ngày 31/12/2006 là 183,4 triệu USD

1.4.1.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Ngày 26/04/1973 là ngày giao dịch đầu tiên sàn CBOE được đưa vào hoạt động với 911 hợp đồng quyền chọn mua được giao dịch dựa trên 16 loại chứng khoán cơ sở. Năm 1975, hệ thống yết giá được thiết kế trên chương trình máy tính, công thức Black-Scholes được áp dụng vào phương thức định giá quyền chọn, đồng thời thành lập công ty thanh toán bù trừ quyền chọn đảm bảo cho người mua rằng người bán sẽ thực hiện đầy đủ nghĩa vụ theo hợp đồng. Vì vậy, người mua quyền

chọn không còn phải lo lắng về rủi ro tín dụng của người bán. Điều này khiến quyền chọn trở nên hấp dẫn hơn đối với công chúng.

Tháng 06/1977 các hợp đồng quyền chọn bán đầu tiên được đưa vào giao dịch. Năm 1983 CBOE đã tạo nên một cuộc cách mạng mới trong ngành kinh doanh quyền chọn bằng cách đưa ra các hợp đồng quyền chọn dựa trên chỉ số chứng khoán như: CBOE-100, chỉ số S&P 100 (OEX) và chỉ số S&P 500 (SPX). Năm 1985 CBOE thành lập viện đào tạo quyền chọn để đào tạo cho các nhà đầu tư trên khắp thế giới về quyền chọn và áp dụng quyền chọn chỉ số chứng khoán NASDAQ.

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

Năm 1993, CBOE cho ra đời quyền chọn FLEX, với quyền chọn này đã phá đi những qui định đã được chuẩn hoá trước đây và cho phép nhà đầu tư có thể thiết lập hợp đồng quyền chọn FLEX rất linh hoạt bằng bất cứ mức giá thực hiện nào, cũng có thể có bất kỳ ngày đáo hạn nào.

1.4.1.2 Những chủ thể tham gia giao dịch

➤ Nhà tạo lập thị trường (Market Makers): chịu trách nhiệm đáp ứng nhu cầu của công chúng đối với quyền chọn. Khi một công chúng nào đó muốn mua (bán) một quyền chọn và không có thành viên nào trong công chúng muốn bán (mua) quyền chọn đó, nhà tạo lập thị trường sẽ thực hiện vụ giao dịch đó. Một cá nhân mua một seat ở CBOE có thể nộp đơn đăng ký để trở thành nhà tạo lập thị trường, phải qua kỳ thi sát hạch và cuối cùng được Ủy ban thành viên xác nhận. Nhà tạo lập thị trường về bản chất là một doanh nghiệp. Để tồn tại họ phải tạo ra lợi nhuận bằng cách mua vào với một mức giá thấp và bán ra với một mức giá cao hơn. Theo điều lệ giao dịch của CBOE, vị trí của nhà tạo lập thị trường trên sàn cũng có thể được công ty thành viên thuê lại với giá niêm

yết công khai. Các nhà tạo lập thị trường có trách nhiệm thiết lập thị trường giao dịch hợp đồng quyền chọn theo nguyên tắc giá cả hợp lý, trật tự, khuôn mẫu và mang tính cạnh tranh lành mạnh.

➤ Môi giới sàn giao dịch (Floor Broker): là cá nhân hay là người được ủy nhiệm của tổ chức đăng ký hoạt động tại sàn giao dịch nhằm thực hiện các lệnh mua bán từ các thành viên trên sàn hoặc các nhà môi giới ngoài sàn. Để làm nhà môi giới tại sàn, nhà môi giới phải hoàn tất thủ tục đăng ký, trải qua cuộc thi sát hạch năng lực và được Ủy ban phụ trách thành viên CBOE phê duyệt. Nhà môi giới trên sàn có trách nhiệm giao dịch các lệnh mà anh ta nhận được ở các mức giá tốt nhất có thể.

➤ Nhân viên giữ sổ lệnh (Order Book Officials): là một nhân viên của sàn giao dịch, có chức năng nhận và cập nhật các lệnh giới hạn của tất cả khách hàng. Nếu các điều kiện thay đổi đến mức có ít nhất các mức giá tốt nhất, lúc này bằng lệnh giới hạn nhân viên giữ sổ lệnh sẽ thực hiện giao dịch (trong phạm vi giới hạn) thay cho các nhà môi giới, bằng sự nhận định của mình, khi tiếp thu các lệnh giới hạn, nhân viên giữ sổ lệnh này sẽ thông báo giá mua thấp nhất và giá bán cao nhất đến các nhà tạo lập thị trường. Lệnh sẽ được thực hiện khi các điều kiện thay đổi đến mức có ít nhất một nhà tạo lập thị trường sẵn sàng chấp nhận ở những mức giá đó

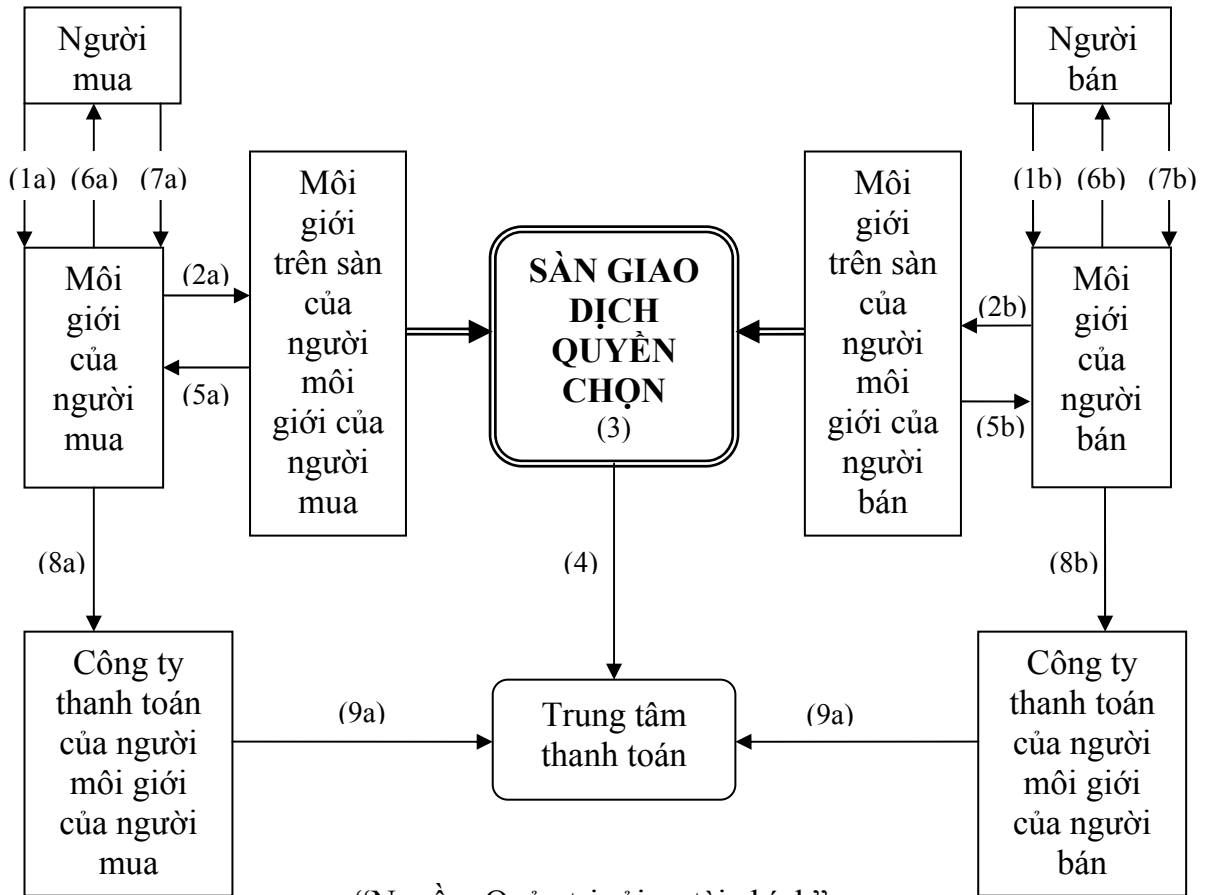
➤ Nhân viên sàn giao dịch (Floor Officials): là các thành viên hoạt động trực thuộc Ủy ban giám sát, có trách nhiệm giám sát, hướng dẫn các hoạt động giao dịch đảm bảo đúng nguyên tắc và luật pháp, có quyền xác nhận tư cách thành viên, kiểm tra và thông báo đến Ủy ban kiểm tra những giao dịch có dấu hiệu bất thường.

➤ Thư ký thành viên (Member Clerks): là những người thư ký của nhà tạo lập thị trường hay nhà môi giới trên sàn, họ có nhiệm vụ hỗ trợ và giúp đỡ trong việc nhận lệnh, kiểm tra, chuyển lệnh giao dịch trên sàn.

1.4.1.3 Giao dịch và thanh toán

Về cơ bản sàn giao dịch CBOE có thể khái quát như sau:

Hình 1.3 Mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn của sàn CBOE



- (1a)(1b) Người mua và Người bán chỉ thị cho nhà môi giới riêng của mình tiến hành một giao dịch quyền chọn.
- (2a)(2b) Người môi giới của người mua và người bán yêu cầu nhà môi giới trên sàn của của công ty mình thực hiện giao dịch.
- (3) Các nhà môi giới trên sàn gặp gỡ trên sàn giao dịch quyền chọn và thống nhất giá cả.
- (4) Thông tin về giao dịch được báo cho trung tâm thanh toán bù trừ.
- (5a)(5b) Nhà môi giới trên sàn thông báo giá cho người môi giới của người mua và người bán.

- (6a)(6b) Người môi giới của người bán và người mua thông báo giá về cho người bán và người mua.
- (7a)(7b) Người mua (người bán) ký gửi phí quyền chọn cho người môi giới.
- (8a)(8b) Người môi giới của người mua và người bán ký gửi phí quyền chọn và tiền ký quỹ cho công ty thanh toán của mình
- (9a)(9b) Công ty thanh toán của người môi giới của bên mua và bên bán ký gửi phí quyền chọn và tiền ký quỹ cho trung tâm thanh toán bù trừ

Năm 2002, CBOE đã chuyển đổi thành công từ hệ thống đấu giá thủ công sang hệ thống sàn giao dịch lai ghép (Hybrid Trading System), bằng phương thức này, các thành viên giao dịch trên sàn có thể sử dụng giao dịch điện tử tự động song song với phương thức đấu giá công khai thủ công.

Hệ thống giao dịch lai ghép được CBOE xây dựng một cách linh hoạt, nó có thể thích ứng với mọi nhu cầu và thay đổi của thị trường, dẫn đến khối lượng khách hàng và giao dịch qua hệ thống ngày một tăng cao.

Ngoài ra, CBOE cũng xây dựng thành công hệ thống tạo lập thị trường từ xa (Remote Market Making) và áp dụng giao dịch vào ngày 26/04/2005, cho phép tổ chức, hình thành các nhà tạo lập thị trường và tiến hành giao dịch qua mua bán hợp đồng quyền chọn từ khắp nơi trên thế giới, nhằm mục đích mở rộng qui mô giao dịch và thanh toán vượt ra khỏi khu vực. Trong năm 2005, hệ thống này đã thu hút hơn 197 thành viên tham gia và đạt được 20% khối lượng giao dịch mỗi ngày qua sàn CBOE.

Mỗi ngày, các phiên giao dịch sẽ được thực hiện thông qua các hệ thống sàn giao dịch điện tử tự động (Exchange's Rapid Opening System) và sàn giao dịch ghép (Exchange's Hybrid System) bởi các nhà tạo lập thị trường, nhà môi giới trên sàn và nhân viên giữ sổ lệnh. Thời hạn giao dịch phải được đảm bảo song song với thị trường chứng khoán cơ sở. Trình tự giao dịch được sắp xếp theo thứ tự nguyên tắc ưu tiên theo thời gian đáo hạn gần nhất của các hợp đồng quyền chọn. Nguyên

tắc khớp lệnh được ưu tiên cho giá tốt nhất, nếu các lệnh cùng giá thì ưu tiên cho lệnh giới hạn được đăng ký trong sổ của nhân viên giữ sổ lệnh, sau đó là thời gian đặt lệnh và 3 giờ 15 phút chiều đối với các hợp đồng quyền chọn chỉ số. Việc giao dịch khớp lệnh luôn được giám sát và xác nhận của các nhân viên điều hành sàn giao dịch.

Lệnh mua phải xác định nhà tạo lập thị trường, nhà môi giới, mã chứng khoán cơ sở, loại hợp đồng quyền chọn, thời gian đáo hạn, giá thực hiện, giá chuyển nhượng, khối lượng giao dịch, tên công ty thanh toán và được cung cấp đến các thành viên giao dịch có liên quan trên sàn. Các thông tin này sẽ được công bố trên sàn trong vòng 90 giây.

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

Công tác giao nhận chứng khoán cơ sở, thanh toán hợp đồng quyền chọn đều phải thông qua công ty thanh toán bù trừ và tuân theo nguyên tắc giao dịch của công ty thanh toán bù trừ. Khi đến ngày đáo hạn hay người sở hữu hợp đồng yêu cầu thực hiện, Công ty đề nghị khách hàng bên mua nộp số tiền tương ứng với giá trị hợp đồng đối với quyền chọn mua cổ phiếu, hoặc chứng khoán cơ sở đối với hợp đồng quyền chọn bán, sau đó yêu cầu khách hàng bán quyền chọn nộp cổ phiếu cơ sở hay tiền mặt tương ứng để tiến hành chuyển giao. Nếu một bên vi phạm nghĩa vụ thực hiện chuyển giao hoặc thanh toán thì Công ty sẽ xử lý theo luật Chứng khoán và qui định của Cục dự trữ liên bang.

1.4.1.4 Cơ chế giám sát

Ủy Ban Quản lý Kinh doanh Chứng khoán (Exchange's Business Conduct Committee) – cơ quan quản lý các nhà kinh doanh chứng khoán ở Mỹ- quản lý các thành viên hoạt động trên sàn giao dịch CBOE, đồng thời chịu sự giám sát của Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ (Securities Exchange Commission). CBOE phải tuân thủ

theo luật Chứng khoán năm 1934 và chịu sự điều chỉnh bởi các nguyên tắc của Cục dự trữ liên bang (Federal Reserve Board)

Ngoài ra, Sàn giao dịch CBOE cũng thiết lập các bộ phận nhằm giám sát hoạt động trên sàn gồm:

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

1.4.2 Sàn giao dịch Chứng khoán Tokyo – TSE

1.4.2.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo (TSE) được thành lập ngày 01/01/1878. Từ khi thành lập cho đến năm 1988, TSE chỉ giao dịch hàng hóa chứng khoán đơn thuần, mãi cho tới ngày 03/09/1988 TSE bắt đầu tiến hành giao dịch các hợp đồng tương lai và giao dịch các hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán Tokyo vào năm 1989. Ngày 18/07/1997, TSE đưa vào giao dịch các hợp đồng quyền chọn chứng khoán dựa trên 166 cổ phiếu cơ sở của các công ty Nhật.

Ngày 09/04/2001, TSE phối hợp với Công ty Standard & Poor, chọn ra 150 chứng khoán cơ sở có độ thanh khoản cao nhất thời bấy giờ làm danh mục chuẩn và tiến hành giao dịch các hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán S&P/TOPIX 150

Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo được đánh giá là sàn giao dịch chứng khoán và các hợp đồng phái sinh hàng đầu Nhật Bản và Châu Á. Khối lượng giao dịch các hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai qua sàn TSE phát triển tăng

vọt vào giữa thập niên 1990 và trở thành một trong những thị trường năng động với tính thanh khoản cao. Ngoài ra, TSE còn giao dịch các hợp đồng tương lai, quyền chọn tài sản.

1.4.2.2 Tổ chức sàn giao dịch

Sàn giao dịch các sản phẩm phái sinh được tổ chức giao dịch chung với sàn giao dịch chứng khoán cơ sở vì vậy cơ cấu tổ chức, ban điều hành sàn giao dịch các hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai cũng đồng thời là cơ cấu tổ chức, điều hành của sàn giao dịch chứng khoán Tokyo, bao gồm :

- Ban giám đốc: có quyền đề ra các chính sách quản lý, quyết định các vấn đề quan trọng liên quan đến hoạt động trên sàn, có trách nhiệm quản lý sàn giao dịch, Ban giám đốc gồm 12 thành viên hoặc ít hơn, trong đó có 6 thành viên nằm ngoài hệ thống sàn giao dịch nhằm tăng tính minh bạch và khách quan cho công tác quản lý, điều hành.
- Ủy ban bổ nhiệm và bồi thường: có chức năng xem xét bổ nhiệm, miễn nhiệm hay xác định trách nhiệm bồi thường của giám đốc.
- Nhân viên môi giới trên sàn: có chức năng thi hành các lệnh mua bán nhận được từ nhà đầu tư hay khách hàng.
- Ủy ban tư vấn: có trách nhiệm tư vấn, hỗ trợ Ban giám đốc trong việc ra quyết định và phương thức quản lý điều hành. Ủy ban này bao gồm Ủy ban cấu trúc thị trường, Ủy ban điều lệ và Ủy ban kỷ luật.
- Kiểm toán độc lập: có nhiệm vụ kiểm toán tất cả các hoạt động giao dịch trên sàn nhằm đảm bảo tuân thủ các qui định của pháp luật.
- Kiểm toán nội bộ: có nhiệm vụ kiểm tra, phát hiện và ngăn ngừa các hoạt động trên sàn vi phạm các nguyên tắc, qui định của sàn giao dịch.

1.4.2.3 Cơ chế giao dịch

Các hợp đồng quyền chọn trên sàn TSE được giao dịch theo nguyên tắc đấu giá, kết quả giao dịch được xác định theo trình tự ưu tiên về giá và thời gian đặt lệnh. Có hai cách xác định giá giao dịch:

- Xác định giá đóng cửa và mở cửa của các phiên giao dịch trên cơ sở xác định mức giá hợp lý nhất từ ghi nhận tập trung các lệnh giao dịch.

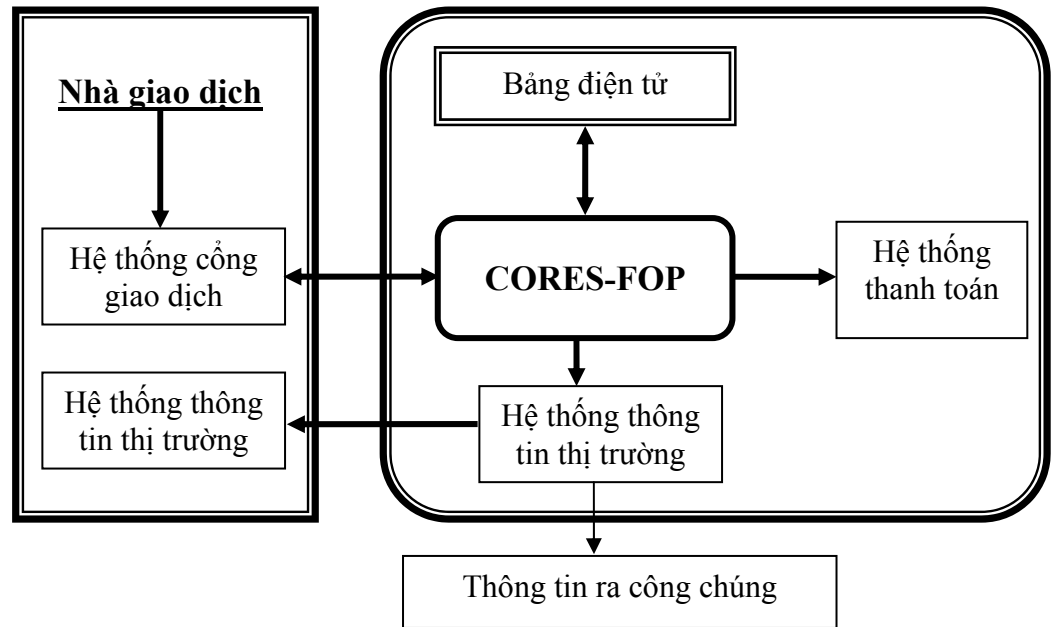
- Giá giao dịch được xác định trong suốt các phiên giao dịch theo nguyên tắc ưu tiên về giá và thời gian đặt lệnh. Nếu không có lệnh mua nào được khớp thì TSE sẽ đề nghị các mức giá để các bên tham gia giao dịch

Khách hàng phải mở tài khoản giao dịch tại các thành viên trên sàn TSE trước khi tiến hành giao dịch hợp đồng quyền chọn. Trước khi đặt lệnh, khách hàng phải ký quỹ vào tài khoản và ủy quyền cho các thành viên giao dịch thông qua tài khoản này. Nếu số tiền ký quỹ không đáp ứng được giá trị giao dịch hoặc nghĩa vụ thanh toán, khách hàng phải ký quỹ bổ sung ngay ngày hôm sau.

Tất cả các giao dịch hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai trên sàn TSE được thực hiện thông qua các Thành viên giao dịch tổng hợp. Tất cả các lệnh và quá trình khớp lệnh đều được thực hiện thông qua hệ thống giao dịch điện tử tự động (Computerized order Routing and Execution System for Futures and Options – CORES-FOP), các lệnh giao dịch sẽ được nhập vào hệ thống từ các máy trạm của các thành viên giao dịch thông qua hệ thống máy vi tính nối mạng với Sở giao dịch, có thể được mô phỏng sàn TSE như hình 1.4

Đến thời hạn thanh toán, nếu khách hàng muốn thực hiện hợp đồng thì phải chỉ định cho các thành viên giao dịch trên sàn trước 16 giờ của ngày giao dịch, các thành viên có trách nhiệm thông báo việc thực hiện cho sàn giao dịch thông qua hệ thống CORES-FOP trước 16 giờ 15. Sau đó, TSE sẽ chỉ định thành viên có liên quan trên sàn thực hiện chuyển giao chứng khoán và thanh toán tiền tương ứng vào ngay ngày hôm sau thông qua hệ thống thanh toán

Hình 1.4 Mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn của sàn TSE



“Nguồn: www.tse.or.jp”

1.4.2.4 Cơ chế giám sát

Sàn giao dịch TSE vận hành trên cơ sở một hệ thống các điều lệ của sàn giao dịch và luật chứng khoán Nhật Bản. Bên cạnh đó còn có một hệ thống kiểm soát nội bộ để giám sát các hoạt động, tư cách của các thành viên điều hành và các thành viên giao dịch nhằm đảm bảo tuân thủ tất cả các qui định, phát hiện những vi phạm, gian lận, điều chỉnh kịp thời những vấn đề mới phát sinh, đảm bảo tính an toàn cho thị trường và giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Hệ thống kiểm soát nội bộ được chia thành các bộ phận gắn liền với chức năng và nhiệm vụ của chúng, gồm:

- Bộ phận quản lý công ty thành viên
- Bộ phận giám sát thị trường
- Bộ phận niêm yết
- Bộ phận giám sát tuân thủ

Quyền chọn chứng khoán là một sản phẩm phái sinh còn khá xa lạ đối với công chúng đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, đối với các nước phát triển thì nó là một sản phẩm không thể thiếu được trên thị trường chứng khoán, lịch sử cũng đã đánh dấu thời kì mà thị trường sản phẩm chứng khoán phái

sinh phát triển qua mặt cả thị trường chứng khoán cơ sở, chứng tỏ khả năng và ưu điểm ghê gớm của nó đối với thị trường tài chính đương đại.

Từ khi quyền chọn chứng khoán được chuẩn hoá, xây dựng một cách quy mô và bài bản, thị trường sản phẩm bậc cao này đã thể hiện tính hiệu quả và năng động của mình song song với thị trường chứng khoán cơ sở. Quyền chọn cổ phiếu đã mở ra cho các nhà đầu tư một thế giới phong phú những chiến thuật đầy thú vị, dựa trên sở thích, tính nhạy bén và thông minh của mỗi người. Quyền chọn được khẳng định là một công cụ phòng ngừa rủi ro hết sức hiệu quả, đáp ứng được hầu hết mọi khẩu vị của các nhà đầu tư và kinh doanh, đặc biệt đối với những ngành nghề, chủng loại hàng hoá mang nhiều yếu tố rủi ro.

Chương 2

THỰC TRẠNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1 ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1.1 Sự thăng trầm của thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời rất muộn màng so với các nước trong khu vực và thế giới (năm 1990 ở Hungary - Thị trường chứng khoán Budapest; năm 1992 ở Trung Quốc - Thị trường chứng khoán Thượng Hải; năm 1993 ở Ban Lan - Thị trường chứng khoán Varsovie và Tiệp Khắc – Thị trường chứng khoán Praha). Thị trường chứng khoán nước ta mãi đến năm 2000 mới được hình thành, sự ra đời muộn màng gắn liền với quá trình cải cách tài chính và cổ phần hoá diễn ra hết sức chậm chạp đã tạo nhiều hệ lụy khiến hệ thống tài chính Việt Nam khó đáp ứng xu thế hội nhập và mở cửa nền kinh tế, trong đó bao gồm công tác hình thành và phát triển các sản phẩm tài chính phái sinh. Kể từ khi ra đời Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ngày 28-7-2000, khi đó mới có 2 cổ phiếu được giao dịch với tổng số vốn 270 tỉ đồng và 6 công ty chứng khoán thành viên. Hơn 6 năm đầu, mức vốn hoá của thị trường mới chỉ tăng lên 0,5 tỉ USD. Vài năm gần đây mức vốn hóa của thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng đột biến, tháng 12-2006 đạt 13,8 tỉ USD (chiếm 22,7% GDP) và đến cuối tháng 4- 2007, đạt 24,4 tỉ USD (chiếm 38% GDP), tăng hơn 1400 lần so với năm 2000, và nếu tính cả trái phiếu thì đạt mức 46% GDP.

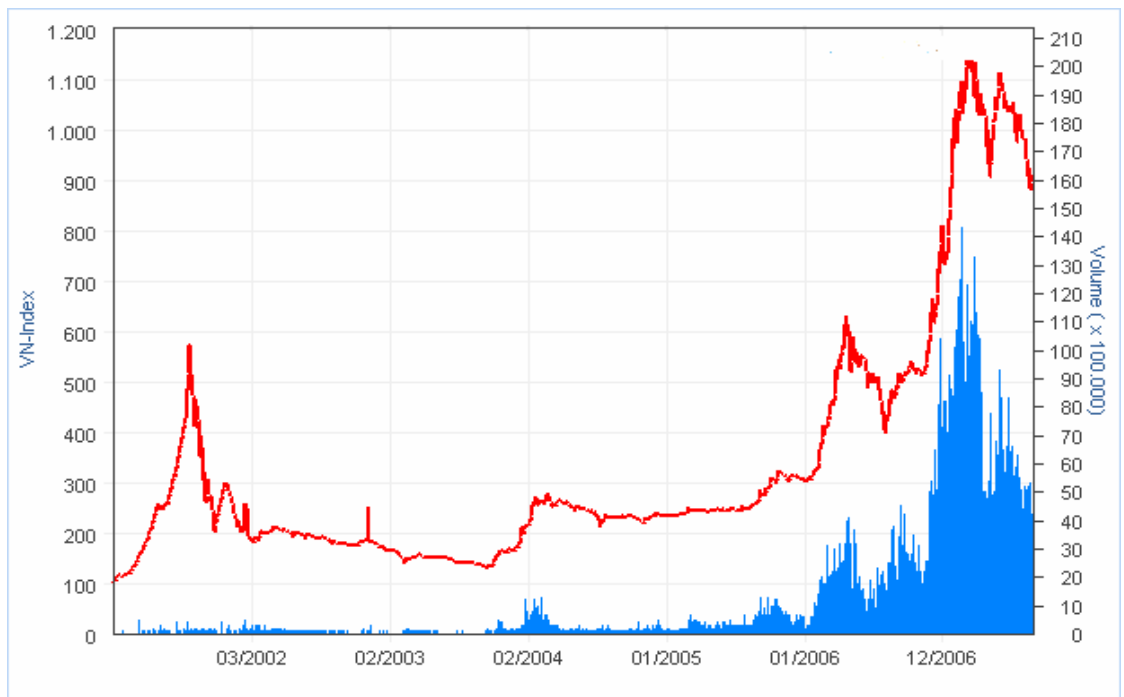
Số lượng doanh nghiệp niêm yết tăng 704% so với năm 2000. Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam cũng có sự gia tăng đáng kể. Tính đến nay, các nhà đầu tư nước ngoài đã đổ vào khoảng 4 tỉ USD. Theo dự tính, quy mô của thị trường còn tiếp tục được mở rộng do các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hoá sẽ tiếp tục niêm yết vào năm 2007-2008 trong đó

có Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng Công thương Việt Nam, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển, Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam với số vốn lên tới hàng ngàn tỉ đồng.

Chỉ số VN-Index cũng đã chứng minh sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường. Nếu trong phiên giao dịch đầu tiên ngày 28-7- 2000, VN-Index ở mức 100 điểm thì tháng 3 - 2007, chỉ số này đã đạt ở mức kỷ lục trên 1.170 điểm và sau một vài tháng giảm sút, hiện nay VN-Index đang dao động xung quanh ngưỡng 1.000 điểm (đến giữa tháng 5-2007 đã lên 1.060 điểm), tăng hơn 10 lần so với năm 2000.

Điểm qua tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam ngay từ ngày đầu thành lập đến ngày 09/08/2007, biểu đồ biến động của chỉ số VN-Index và khối lượng giao dịch thể hiện như sau:

Hình 2.1: Sơ đồ chỉ số VN-Index từ ngày 28/07/2000 đến ngày 09/08/2007



“nguồn: www.vietstock.com.vn”

Từ phiên giao dịch đầu tiên ngày 28/07/2000, thị trường chứng khoán Việt Nam đã thể hiện tính hấp dẫn của một môi trường đầu tư mới khi chỉ số VN-Index liên tục tăng từ 100 điểm lên 571,04 điểm trong phiên giao dịch thứ 137 ngày

25/06/2001, với tổng khối lượng khớp lệnh là 2,681 triệu cổ phiếu, đạt giá trị 23,571 tỷ đồng, đánh dấu đỉnh điểm của đợt sốt nóng lần thứ nhất trên thị trường.

Tuy nhiên ngay sau đó, sự phấn khích của nhà đầu tư nhanh chóng chuyển thành nỗi ám ảnh kinh hoàng khi chỉ số VN-Index bắt đầu tuột dốc không phanh trong suốt giai đoạn từ tháng 07/2001 đến tháng 10/2001, bắt đầu thời kỳ ảm đạm của thị trường chứng khoán Việt Nam trong một thời gian dài từ tháng 11/2001 cho đến tháng 10/2005. Trong giai đoạn này, mốc đánh dấu sự khủng hoảng được thể hiện trong phiên giao dịch thứ 652 ngày 24/10/2003 với tổng giá trị giao dịch trên thị trường chỉ còn 1,782 tỷ đồng.

Vào những tháng đầu năm 2006, thị trường chứng khoán Việt Nam chuyển mình tăng trở lại, VN-Index từ hơn 300 điểm cuối năm 2005 tăng liên tục đến 623,69 điểm ở phiên giao dịch 1276 ngày 25/04/2006, đỉnh điểm của đợt sốt thứ hai còn cao hơn đợt sốt thứ nhất với nhiều chuyển biến tích cực của thị trường. Tổng khối lượng cổ phiếu được giao dịch trong phiên này là 37,767 triệu cổ phiếu, tương đương 314,238 tỷ đồng. VN-Index sau đó cũng nhanh chóng hạ nhiệt và chỉ còn 399 điểm vào ngày 01/08/2006 đã làm chao đảo các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Sau sự kiện Việt Nam chính thức là thành viên thứ 150 của tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) vào tháng 11/2006 đã tác động mạnh mẽ lên thị trường chứng khoán. Một làn sóng đầu tư mới của các nhà đầu tư nước ngoài ồ ạt đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam và cùng với sự phấn khích quá mức của nhà đầu tư trong nước đã đẩy chỉ số VN-Index lên mức kỷ lục mới là trên 1.000 điểm. Đỉnh điểm của đợt sốt thứ ba là phiên giao dịch thứ 1495 ngày 12/03/2007 với VN-Index đạt 1.170,67 điểm, khối lượng cổ phiếu giao dịch trong phiên này là 13,34 triệu cổ phiếu, tương đương với giá trị là 1.180,99 tỷ đồng

Tiếp tục điệp khúc thăng trầm, VN-Index sau đó cũng lên xuống xoay quanh ngưỡng 1.000 điểm, vào những ngày đầu tháng 07/2007 sau khi các tổ chức tài chính lớn như Merrill Lynch và HSBC đã đưa ra những báo cáo không mấy lạc quan về thị trường chứng khoán Việt Nam đã tác động đến tâm lý của nhà đầu tư,

đã đẩy chỉ số VN-Index tiếp tục giảm mạnh và xuống thấp nhất là 883,9 điểm vào ngày 06/08/2007 ở phiên giao dịch thứ 1596.

Số lượng các nhà đầu tư mới tham gia thị trường ngày càng đông, tính đến cuối tháng 12- 2006, có trên 120.000 tài khoản giao dịch chứng khoán được mở, trong đó gần 2.000 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài. Số lượng các nhà đầu tư có tổ chức cũng tăng lên đáng kể, hiện có 35 quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam, trong đó 23 quỹ đầu tư nước ngoài và 12 quỹ đầu tư trong nước. Ngoài ra, còn có gần 50 tổ chức đầu tư theo hình thức uỷ thác qua công ty chứng khoán.

Hệ thống các tổ chức trung gian trên TTCK đã hình thành và phát triển nhanh chóng. Tính đến nay, trên thị trường có 55 công ty chứng khoán, tăng mạnh hàng năm, vốn điều lệ bình quân đạt 77 tỉ đồng/công ty. Ngoài ra, còn có sự tham gia của 18 công ty quản lý quỹ, 41 tổ chức tham gia hoạt động lưu ký chứng khoán, 6 ngân hàng lưu ký.

Sự ra đời của Luật Chứng khoán (có hiệu lực từ ngày 01-01-2007) đã tạo khung pháp lý cao cho TTCK phát triển và việc thành lập Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM đã góp phần thúc đẩy khả năng hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế của TTCK Việt Nam.

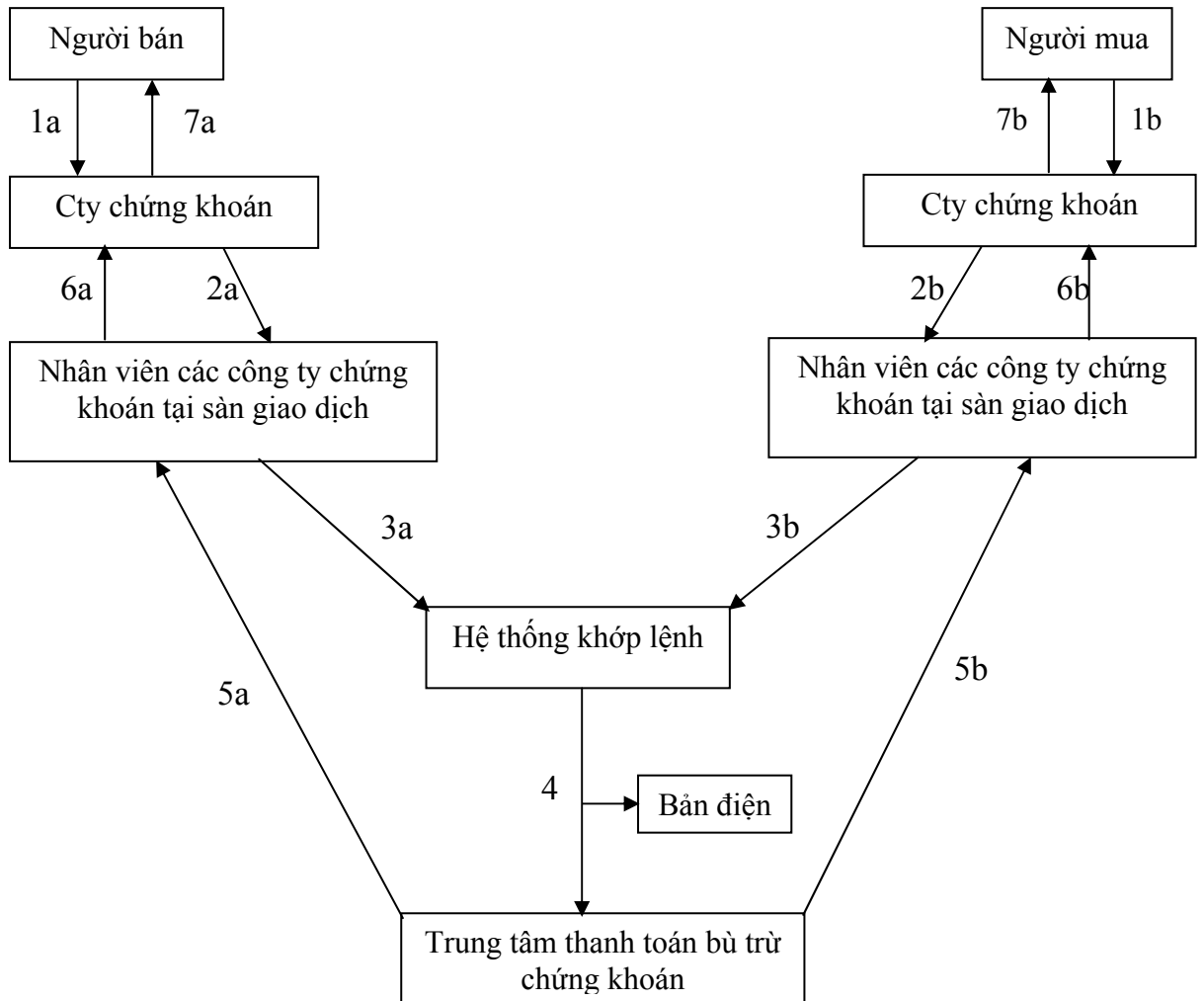
2.1.2 Mô hình tổ chức sàn giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh hiện tại

Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ra đời trên cơ sở chuyển từ Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh vào ngày 10/08/2007, là một thị trường chính thức, tập trung, là nơi diễn ra các hoạt động mua bán các loại chứng khoán. Hoạt động dựa trên các nguyên tắc trung gian, đấu giá và nguyên tắc công khai.

Hoạt động của trung tâm từ thứ Hai đến thứ Sáu hàng tuần. Phương thức khớp lệnh kết hợp giữa khớp lệnh định kỳ (để xác định giá mở cửa và đóng cửa) và khớp lệnh liên tục. Áp dụng biên độ giao động giá chứng khoán trong quá trình giao

dịch, với biên độ cho phép là $\pm 5\%$ so với giá đóng cửa ngày hôm trước. Mô hình tổ chức sàn giao dịch chứng khoán có thể khái quát bằng sơ đồ sau:

Hình 2.2: Mô hình tổ chức giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh



Trong đó:

1a, 1b: Nhà đầu tư đặt lệnh bán, lệnh mua tại các công ty chứng khoán.

2a, 2b: Công ty chứng khoán đưa lệnh vào sàn cho nhân viên công ty chứng khoán tại sàn.

3a, 3b: Đại diện của các công ty chứng khoán tại sàn nhập lệnh vào hệ thống.

4 : Hệ thống tổng hợp lệnh và đưa ra kết quả giao dịch

5a, 5b: Thông báo kết quả cho nhân viên của các công ty chứng khoán tại sàn.

6a, 6b: Nhân viên tại sàn thông báo kết quả cho công ty chứng khoán của mình.

7a, 7b: Công ty chứng khoán thông báo đến khách hàng.

2.2 CÁC YẾU TỐ RỦI RO TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.2.1 Tâm lý và trình độ của công chúng đầu tư

Các đợt sốt giá cuối năm 2006 và kéo dài cho đến đầu năm 2007 cho thấy phân nào tính hấp dẫn của một thị trường non trẻ và tạo ra một làn sóng đầu tư đón đầu vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Những nhà đầu tư tiên phong “có công” làm bật lên thị trường trong giai đoạn đầu hầu như đã thạo nghề, gồm những người và tổ chức trong và ngoài nước có kinh nghiệm, có tiềm lực tài chính và nhạy bén, có mục tiêu và chiến lược rõ ràng và chủ động, có mục tiêu là đầu tư dài hạn. Tuy nhiên trong quá trình xây dựng và tái cơ cấu cho danh mục đầu tư của mình họ đã vô tình tạo ra tình trạng cạnh tranh mua, và làm cho thị trường bắt đầu nóng lên ...

Như là qui luật, thị trường sôi động và giá tăng liên tục ấy đã nhanh chóng cuốn hút những nhà đầu tư mới, đó là đại bộ phận công chúng đang nắm giữ số vốn nhàn rỗi khá lớn, kèm theo là việc thị trường bất động sản đóng băng suốt thời gian dài, muốn thử thách thời vận trên thị trường chứng khoán có mức lợi nhuận hấp dẫn, tham gia dễ dàng. Tâm lý đầu tư theo số đông nổi bật trên thị trường chứng khoán thì đặc điểm này đã bộc lộ rõ nhất trong nhóm công chúng như thế này. Không chấp nhận việc thua lỗ trong ngắn hạn, cùng với việc mua bán đơn thuần chỉ dựa vào cảm tính và xu hướng thị trường, điều tất yếu sẽ xảy ra khi thị trường đảo chiều là sẽ có một làn sóng bán tháo cổ phiếu, là nguyên nhân chính gây ra xu thế ồ ạt giảm giá trên thị trường, ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

Theo nhận định của các chuyên gia, trong số hơn 200.000 tài khoản mở tại các công ty chứng khoán hiện nay, có lẽ không quá 1/5 số người có kiến thức và hiểu biết sâu sắc về thị trường chứng khoán, do đó ảnh hưởng của tâm lý “bầy đàn” lên sự biến động dữ dội của chỉ số VN-Index là rất lớn. Theo báo cáo ngày

05/07/2007 của Merrill Lynch thì chỉ số VN-Index tăng 85% trong hai năm 2004-2005, tiếp tục tăng 145% trong năm 2006 và tăng 35% trong 7 tháng đầu năm 2007 nhưng tính riêng 3 tháng đầu năm 2007 lại tăng tới 55%. Như vậy, điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam đang bước vào giai đoạn điều chỉnh và rủi ro cho nhà đầu tư trong giai đoạn này là rất lớn. Đối với nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm và trình độ, dường như cách mua bán chứng khoán thiên về “mua cao và bán thấp” thông qua việc mua nhanh chờ giá lên là bán nhanh vì sợ giá còn giảm. Ở nhóm đầu tư này, khả năng phân tích tình hình tài chính, đánh giá các chỉ số hoạt động của doanh nghiệp còn rất hạn chế, đưa đến những lệnh giao dịch của họ vô tình làm cho thị trường chao đảo, tuy trong thời gian ngắn nhưng cũng phân nào làm mất phương hướng của các nhà đầu tư cũ và tạo ra tâm lý e dè cho các nhà đầu tư mới muốn tham gia vào thị trường.

Việc nghiên cứu, đánh giá giá trị cổ phiếu đòi hỏi những kiến thức nhất định và đầu tư đúng mức. Với khả năng hạn chế của một số nhà đầu tư khi tham gia vào thị trường hàng hóa bậc cao này, dẫn đến việc đầu tư ô ạt theo xu hướng thị trường, kết quả tất yếu là gánh lấy thua lỗ.

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

Vì yêu cầu đặc thù đòi hỏi bắt buộc phải thông qua các tổ chức trung gian, môi giới trong kinh doanh chứng khoán, nên các nhà đầu tư chứng khoán có thể phải chịu những rủi ro liên quan đến các quy định, quy trình nghiệp vụ và chất lượng dịch vụ của các tổ chức trung gian này, điển hình là các rủi ro liên quan đến việc tổ chức khớp lệnh và phân lô giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán có tổ chức.

- Hình thức khớp lệnh định kỳ gây rủi ro cho nhà đầu tư vì họ không thể hủy ngang lệnh đã đặt mua, bán trước khi kết thúc phiên khớp lệnh, bất chấp những biến động mới bất lợi trên thị trường cho họ, nếu họ không muốn chịu phạt về sự thay đổi quyết định này. Khớp lệnh định kỳ cũng có thể gây rủi ro cho nhà đầu tư vì dễ gây tình trạng cung – cầu ảo trên thị trường và cả tình trạng nghẽn mạch, quá tải

hoặc phân biệt đối xử theo kiểu bỏ rơi nhà đầu tư nhỏ ở các sàn, trung tâm và công ty chứng khoán. Tuy vậy, việc khớp lệnh định kỳ có thể tạo cơ hội để nhà đầu tư giảm bớt thiệt hại khi hủy lệnh đã đặt sau khi khớp lệnh đối với các chứng khoán còn dư chưa xử lý hết trong phiên giao dịch gần nhất mà họ tham dự.

- Khớp lệnh liên tục là giao dịch trên cơ sở khớp liên tục các lệnh mua – bán chứng khoán ngay khi lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch, không phải chờ đến thời điểm định kỳ như kiểu khớp lệnh định kỳ. Trong nguyên tắc xử lý khớp lệnh liên tục này thì quyền ưu tiên luôn dành cho các lệnh mua có mức giá cao hơn và các lệnh bán có mức giá thấp hơn. Trường hợp các lệnh mua và bán có đồng mức giá thì quyền ưu tiên sẽ dành cho lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước. Việc tổ chức khớp lệnh liên tục cho phép các nhà đầu tư đặt lệnh thận trọng, chính xác hơn, được giải quyết nhu cầu mua – bán nhiều hơn, nhanh chóng, bình đẳng hơn và giảm thiểu tình trạng cung – cầu ảo trên thị trường chứng khoán.

Bên cạnh những ưu điểm trên, việc khớp lệnh liên tục có thể gây rủi ro cho nhà đầu tư theo 2 cách: hoặc rủi ro vì lệnh mua – bán của họ bị nhập vào hệ thống chậm hơn so với các nhà đầu tư khác có lệnh tương tự nên không thực hiện được sớm hoặc hết các lệnh đã đặt (thực tế ở Thành phố Hồ Chí Minh khi khớp lệnh định kỳ thường chỉ khớp được khoảng 60% số lệnh đã được nhập vào hệ thống); hoặc rủi ro vì họ buộc phải mua – bán bằng hết các chứng khoán đã đặt lệnh theo mức giá thị trường thời điểm hiện hành cao (khi mua vào) hoặc thấp hơn (khi bán ra) so với mức lệnh đã đặt. Sở dĩ có sự rủi ro này là vì trong quy trình khớp lệnh liên tục sử dụng loại “lệnh thị trường” – gọi tắt là MP. Lệnh này có nghĩa là lệnh mua tại mức giá thấp nhất (sàn) hoặc lệnh bán tại mức giá cao nhất (trần) trên thị trường. Nếu sau khi so khớp lệnh theo nguyên tắc trên mà khối lượng đặt lệnh của lệnh MP vẫn chưa thực hiện hết, thì MP sẽ được xem là lệnh bán tại mức giá thấp hơn tiếp theo hiện hành trên thị trường. Do thực hiện nguyên tắc ưu tiên khi khớp lệnh là: bán ở mức giá thấp, mua ở mức giá cao, nên thiệt hại cho nhà đầu tư đặt lệnh bán sẽ càng lớn nếu giá bán được ngày một giảm trong quá trình khớp lệnh này vì lệnh mua sẽ

khớp số lượng bán với bất kỳ giá nào cho đến khi đủ số lượng. Khi đó, nhà đầu tư dễ bị lâm vào tình trạng mua vào ở giá trần và bán ra ở giá sàn.

Trong khớp lệnh liên tục, hiệu lực lệnh của nhà đầu tư trong nước được tính từ khi lệnh được nhập vào hệ thống cho đến khi kết thúc ngày giao dịch, hoặc bị hủy bỏ. Riêng đối với nhà đầu tư nước ngoài, nếu lệnh mua nhập vào hệ thống không được khớp, hoặc chỉ được khớp một phần vào thời điểm, thì sẽ bị hủy, sau đó nhà đầu tư muốn mua thì phải tiếp tục đặt lệnh trở lại.

Các nhà đầu tư nhỏ lẻ trên thị trường chứng khoán còn có thể phải đối diện với các rủi ro gắn với sự điều chỉnh quy định về số lượng giao dịch cổ phiếu thực hiện, cụ thể từ mức 10 cổ phiếu trước đây, nâng lên tối thiểu 100 cổ phiếu mỗi lô giao dịch trong quá trình khớp lệnh liên tục ở Thành phố Hồ Chí Minh. Các rủi ro đối với nhà đầu tư nhỏ lẻ sẽ có thể gồm:

- Không thể xé nhỏ các khoản đầu tư như trước, vì đã “bỏ hết trứng vào một giỏ”.

- Không có cơ hội mua các hàng - chứng khoán tốt vì chúng chỉ được giao dịch theo lô lớn.

- Chịu thiệt hại do phải là người “bán lẻ”, “mua lẻ” với giá thấp hơn (tới 10%) so với các nhà đầu tư có số lượng cổ phiếu đủ lô quy định, trong khi đó họ cũng không có cơ hội mua lẻ thêm cổ phiếu (giả sử đã có 90) để làm tròn 100 cổ phiếu cho đủ lô theo quy định.

- Chịu nhiều cảnh phân biệt đối xử khác khi thụ hưởng các dịch vụ chứng khoán nếu vẫn muốn là người trực tiếp đầu tư, không muốn thông qua các quỹ đầu tư đại chúng, quỹ tín thác và các công ty chứng khoán...

2.2.3 Thông tin thị trường thiếu minh bạch

Ra đời cách đây trên 200 năm, bất chấp những thăng trầm của các ngành, nghề, sản phẩm kinh doanh khác, kinh doanh chứng khoán ngày càng trở thành một bộ phận không thể thiếu được của nền kinh tế hiện đại với đặc trưng cơ bản là kinh tế thông tin. Hiếm có hoạt động kinh doanh nào mà sự thành bại của nhà đầu tư lại gắn bó mật thiết, thậm chí phụ thuộc vào sự đa dạng, hệ thống, toàn diện, cập nhật

và chính xác các thông tin có liên quan trực tiếp và gián tiếp như đầu tư chứng khoán.

Nhà đầu tư chứng khoán luôn luôn tìm kiếm mọi thông tin, kể cả những tin đồn. Trong số họ, ai là người nắm được nhiều, nhanh, chính xác thông tin, người đó sẽ dễ dàng chiến thắng và chiếm thế thượng phong, giảm thiểu những rủi ro “chết người” do mù mờ thông tin. Khả năng lắng nghe, phân tích đọc “vị” các “chiêu thức” và cả nghệ thuật “tung tin đồn”, gây nhiễu trên thị trường chứng khoán của các “đại gia” kinh doanh chứng khoán, hay của bản thân các công ty, tổ chức phát hành chứng khoán, là biện pháp đặc hiệu để nhà đầu tư tự bảo vệ mình, tránh những cạm bẫy và rủi ro gắn với các loại thông tin “mờ ảo” trên thị trường đặc thù này.

Một báo cáo tài chính hoặc cáo bạch chưa được kiểm toán, thẩm định bởi các tổ chức độc lập, chuyên nghiệp, có uy tín và trình độ chuyên môn cao; một thông tin đến chậm hoặc bị cắt xén không đầy đủ, không chính xác về hoạt động kinh doanh của công ty phát hành cổ phiếu, về môi trường pháp lý và về các nhà đầu tư khác trên cùng “sân chơi”, hoặc đơn giản là về tình hình thời tiết hay dịch bệnh nào đó... đều có thể trở thành đầu mối trực tiếp gây ra các thiệt hại khôn lường cho nhà đầu tư chứng khoán.

Nhận định từ phía các công ty chứng khoán, từ trước đến nay hầu hết các công ty này chỉ nhận thông tin định hướng thị trường hoặc các thông tin về các công ty niêm yết từ trung tâm chứng khoán dưới dạng “thô”. Bản thân công ty muốn xử lý thêm nhưng không dám vì sợ khiển trách. Thực tế, không có công ty chứng khoán nào dám phân tích những rủi ro hoặc lợi nhuận kém của doanh nghiệp đã có cổ phiếu niêm yết. Do vậy, nhà đầu tư phải tự phân tích, nhận định, ra quyết định đầu tư và vai trò tư vấn của các công ty chứng khoán bị triệt tiêu. Mặt khác, giới đầu tư cho rằng, báo cáo hàng tháng theo yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán không có ý nghĩa do mức độ sai số của các chỉ tiêu tạm tính, ngay cả bản cáo bạch hoặc báo cáo tài chính của các công ty niêm yết cũng không rõ ràng và thường không phản ánh đúng thực chất hoạt động của công ty hiện nay.

2.2.4 Thủ thuật làm giá của giới đầu cơ

Thị trường chứng khoán gần đây đã xuất hiện tình trạng làm giá và tạo ra cung cầu giả tạo để thao túng giá trên thị trường đã khiến nhiều nhà đầu tư hoang mang. Thị trường chứng khoán Việt Nam còn non trẻ có thể ví như mảnh đất màu mỡ cho giới đầu cơ chứng khoán kiếm lời dựa vào sự kém hiểu biết và tâm lý bầy đàn của nhà đầu tư trong nước. Sau đây là những thủ thuật thường sử dụng:

- **Mua giá trần tạo tâm lý hưng phấn:** Khi muốn bán một loại cổ phiếu nào đó với giá trần, các nhà đầu cơ chỉ cần đặt một lệnh mua giá trần với khối lượng khá lớn, nhưng sau đó hủy lệnh. Các nhà đầu tư khác trên sàn sẽ “sập bẫy” khi nhà đầu cơ này dùng tài khoản khác (trong hệ thống tài khoản của mình) để bán ra dần cổ phiếu này cho đến khi nào đạt được lợi nhuận mong muốn.
- **Bán giá sàn để tạo tâm lý hoảng loạn:** Đây là cách mà nhà đầu cơ thường sử dụng khi họ muốn mua cổ phiếu nào đó ở giá sàn, chỉ cần đặt lệnh bán cổ phiếu này ở giá sàn với khối lượng lớn, có thể đưa lệnh vào cuối phiên hay hủy lệnh, đồng thời dùng tài khoản khác để mua lại số cổ phiếu của chính mình vừa bán và mua thêm cổ phiếu của các nhà đầu tư khác bán ở mức giá rẻ hơn.
- **Rãi đỉnh để che giá mua thật:** là thủ thuật để mua được giá tốt nếu không muốn mua ở giá trần. Bằng cách đặt 3 lệnh ở 3 mức giá mua cao nhất, mỗi lệnh chỉ mua một vài lô và khi đó các lệnh mua khác bị che khuất, vì bảng điện tử chỉ cho phép hiện 3 mức giá mua cao nhất. Phía sau những thông số giá trên bảng điện tử là các giao dịch thực sự của những nhà đầu cơ thị trường.
- **Rãi đỉnh để che giá bán thật:** Ngược lại, các nhà đầu cơ sẽ đặt 3 lệnh bán ở 3 mức giá sàn thấp nhất và làm cho các lệnh bán khác bị che khuất hoàn toàn, từ đó có thể bán được giá tốt, nếu không muốn bán ở giá sàn.

2.2.5 Hệ thống quản lý, giám sát thị trường chưa hiệu quả

Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay chịu sự điều chỉnh bởi Luật chứng khoán số 70/2006/QH ngày 29/06/2006 và có hiệu lực ngày 01/01/2007, nghị

định 17/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 qui định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán, nghị định 36/2007/NĐ-CP ngày 08/03/2007 về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán cùng với một hệ thống các thông tư, qui chế hướng dẫn của Bộ Tài chính.

Luật chứng khoán ra đời, cùng với các văn bản hướng dẫn luật chứng khoán là một bước tiến quan trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên sự phát triển của thị trường chứng khoán hiện nay đang đặt ra một số vấn đề phải xử lý như: giá một số cổ phiếu tăng liên tục ở mức cao; chất lượng dịch vụ của các tổ chức tài chính trung gian, hoạt động tư vấn, giám sát, định giá cổ phần để niêm yết, chất lượng và quản lý thông tin còn hạn chế; các quy định về quản lý, kiểm soát thị trường đảm bảo phát triển bền vững còn thiếu và chưa đồng bộ; sự chủ động của các bộ, ngành chức năng cũng như sự phối hợp liên ngành để thực hiện quản lý, kiểm soát thị trường chứng khoán chưa thật tốt; năng lực quản lý giám sát thị trường của Ủy ban Chứng khoán còn yếu.

Điều này tất yếu dẫn đến một số tiêu cực trên thị trường chứng khoán trong thời gian vừa qua như: tình trạng làm giá, tạo nhu cung cầu giả tạo, cung cấp thông tin sai sự thật, ém thông tin, mua bán nội gián, không tuân thủ qui trình đặt lệnh ở các công ty chứng khoán ... làm tăng nguy cơ lũng đoạn thị trường và làm thiệt hại rất lớn cho nhà đầu tư, mà đặc biệt là nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Trong thời gian vừa qua có những tình trạng có một khối lượng mua bán rất lớn từ các tổ chức có tiềm lực mạnh về tài chính, gây ra những cơn chao đảo giá cả, nhưng những nhà quản lý không đủ khả năng hoặc không có công cụ để phát hiện. Điều này chứng tỏ rằng, khối lượng tiền và cổ phiếu được mua bán không nằm trong một, hai tài khoản mà nằm trong nhiều tài khoản này có thể cùng hoạt động trong một phiên giao dịch. Tình trạng một cá nhân có thể mở nhiều tài khoản giao dịch tại các công ty chứng khoán khác nhau là phổ biến nhưng cơ quan quản lý lại chưa có kiểm soát được vấn đề này.

Bên cạnh đó, rất khó để xác định đâu là hành vi mua bán thông thường, đâu là hành vi mua bán giả tạo, vi phạm luật trên thị trường chứng khoán. Việc xác định

các hành vi thao túng giá trên thị trường rất phức tạp, ngay cả ở các nước có thị trường phát triển. Do vậy muốn Luật Chứng khoán có khả năng thực thi cao thì cần phải quan tâm nhiều đến việc đào tạo chuyên môn cho đội ngũ quản lý, thanh tra, giám sát.

2.2.6 Rủi ro từ các chấn động thị trường trong và ngoài nước

Các nhà đầu tư chứng khoán (nhất là các nhà đầu tư nhỏ, lẻ) có thể phải gánh chịu nhiều rủi ro liên quan đến các chấn động thị trường trong nước hoặc nước ngoài, bởi:

- Các trào lưu mua, bán chứng khoán theo tâm lý đám đông, đầy cảm tính và xúc cảm, làm phá vỡ các quy luật vận động bình thường của thị trường.
- Các hoạt động đầu cơ, tung tin đồn thất thiệt, gây nhiễu thông tin và tự “đánh bóng”, thổi giá hoặc thậm chí lừa đảo và thông đồng có tổ chức của một số nhà đầu tư chuyên nghiệp có tiềm lực tài chính và sức mạnh khác đủ tạo nên động thái thăng, trầm của thị trường để trục lợi.
- Các chấn động thị trường khác từ nước ngoài (cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ những năm cuối thập kỷ 80 của thế kỷ XX ở châu Á là một thí dụ điển hình).

Ngoài ra, các nhà đầu tư còn chịu các rủi ro liên quan đến động thái chính sách của Chính phủ, chẳng hạn như: chính sách 2 giá trong phát hành cổ phiếu (giảm giá từ 20-40% cho các nhà đầu tư chiến lược hoặc cán bộ, công nhân viên của công ty cổ phần hóa lần đầu); những thay đổi trong chính sách tỷ giá, lạm phát, tỷ lệ nắm giữ cổ phần trong công ty cổ phần của các nhà đầu tư chiến lược, các nhà đầu tư nước ngoài; chính sách xuất – nhập khẩu, độc quyền hoặc các quan hệ quốc tế song phương - đa phương v.v..

Cuối cùng, rủi ro lớn nhất và cũng là nguồn cội của mọi rủi ro trong đầu tư chứng khoán là sai lầm do thiếu hiểu biết, thiếu kỹ năng tổng hợp, phân tích và phản ứng thị trường một cách nhạy bén, chính xác của bản thân nhà đầu tư...Đã vĩnh viễn qua rồi những cơ hội ngắn ngủi và các ảo tưởng về kinh doanh chứng

khoán thật dễ chịu và hấp dẫn: mua chứng khoán vào, “đắp chiếu”, đợi giá lên một chiều rồi khi cần tiền thì bán ra. Sự phát triển của kinh tế thông tin, kinh tế tri thức đòi hỏi và cho phép phải tri thức hóa các hoạt động kinh doanh, trong đó có kinh doanh chứng khoán, để đầu tư chứng khoán thực sự “ích nước, lợi nhà”.

2.3 SỰ CẦN THIẾT CỦA VIỆC ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN VÀO GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.3.1 Tạo ra công cụ bảo vệ nhà đầu tư

Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn gần đây có nhiều sự biến động lớn, tốc độ tăng trưởng khá nhanh, giá chứng khoán tăng – giảm đột biến, thị trường lúc thì nóng, lúc thì lạnh bất thường và được các nhà quản lý đánh giá có tiềm ẩn rủi ro rất cao cho các nhà đầu tư, mà đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ, do đó nhu cầu về quyền chọn càng trở nên cấp bách. Nếu có công cụ quyền chọn chứng khoán thì nhà đầu tư sẽ không bị hoảng loạn khi thị trường đảo chiều vì họ đã mua “bảo hiểm” về giá.

2.3.2 Đa dạng hóa cơ hội kinh doanh cho các nhà đầu tư tài chính trong và ngoài nước

Thị trường chứng khoán Việt Nam gần đây phát triển rất nhanh cả về lượng lẫn về chất nhưng xét về qui mô thì vẫn còn nhỏ so với các nước trong khu vực và thế giới. Việc cho ra đời các sản phẩm phái sinh chứng khoán sẽ có ý nghĩa thiết thực cho xu hướng gia tăng số lượng và chất lượng hàng hóa, đa dạng hóa các loại hàng hóa trên thị trường chứng khoán, cũng đồng nghĩa với việc gia tăng các cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Việc phát triển quyền chọn chứng khoán sẽ tạo thêm cho thị trường một tầng lớp đầu tư mới, kể cả những nhà đầu tư vốn ít cũng có thể mua quyền chọn. Thay vì phải bỏ ra một khoản tiền lớn để đầu tư cổ phiếu, sau đó đợi giá cổ phiếu tăng cao rồi bán để hưởng chênh lệch thì việc đầu tư vào quyền chọn chỉ bỏ ra một khoản tiền nhỏ để trả phí quyền chọn nhưng có thể có một hợp đồng quyền chọn với số

lượng cổ phiếu rất lớn và nếu xu hướng thị trường diễn biến thuận lợi thì cũng có thể kiếm được một khoản chênh lệch lớn từ hợp đồng này.

Quyền chọn chứng khoán rất phù hợp với những người có thu nhập khiêm tốn, thận trọng với rủi ro, vốn đầu tư ban đầu tương đối ít. Tiềm năng phát triển quyền chọn trên thị trường chứng khoán Việt Nam là rất lớn vì phù hợp với phần lớn nhà đầu tư nhỏ trong nước hiện nay.

2.3.3 Thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán

Thị trường quyền chọn chứng khoán phát triển dựa trên sự phát triển của thị trường chứng khoán, nhưng khi thị trường quyền chọn phát triển sẽ tác động ngược lại thị trường chứng khoán. Kỳ vọng giảm thiểu rủi ro và tìm kiếm lợi nhuận thông qua các hợp đồng quyền chọn chắc chắn thu hút thêm nhiều nhà đầu tư và làm gia tăng mức cầu về chứng khoán, hoàn thiện cơ cấu hàng hóa, giao dịch, làm tiền đề cho sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

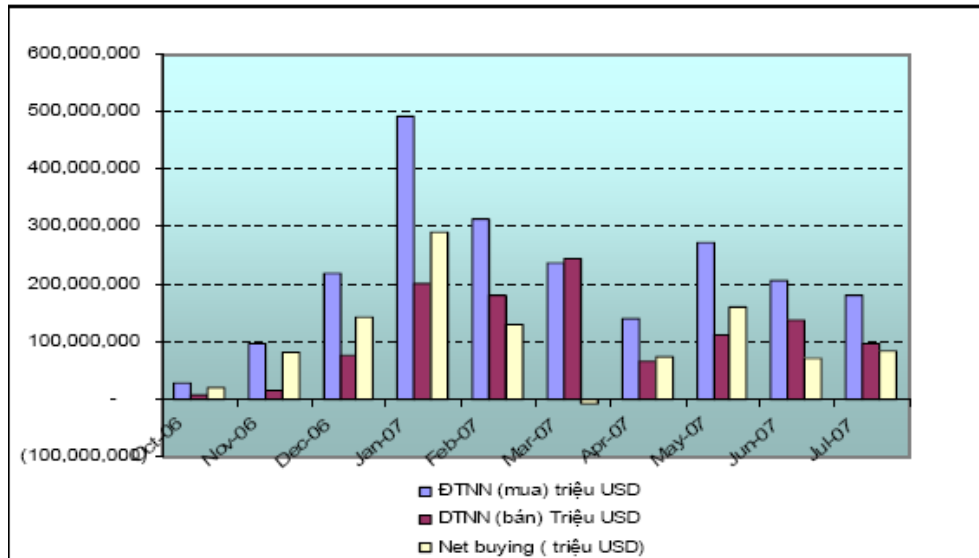
Đầu tư vào thị trường chứng khoán vốn chứa nhiều rủi ro, khi mà quyền chọn phát triển nhà đầu tư chứng khoán sẽ bắt đầu nhận thức và áp dụng chiến lược phòng ngừa bằng quyền chọn, dần trở nên khôn ngoan và mạnh dạn đổ vốn đầu tư vào chứng khoán, vô hình chung đã thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển

2.3.4 Thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam

Kể từ tháng 11/2006 cùng với sự kiện Việt Nam gia nhập WTO, giới đầu tư tài chính quốc tế đã nhìn nhận TTCK Việt Nam là một thị trường mới nổi nhiều tiềm năng trong trung dài hạn và tính thanh khoản ngày càng được cải thiện. Hiện có khoảng 4.400 nhà đầu tư nước ngoài tham gia đầu tư trên TTCK Việt Nam trong đó có một số định chế tài chính quốc tế lớn như: JP Morgan; Merryll Lynch, Citigroup Global Group, HSBC...và hiện đang nắm giữ khoảng 25-30% số lượng cổ phiếu của các công ty niêm yết.

Tại thời điểm hiện nay có khoảng 206 tổ chức nước ngoài đăng ký tham gia thị trường với lượng vốn đầu tư khoảng 5 tỷ USD.

Hình 2.3: Giao dịch mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư nước ngoài từ tháng 11/2006 đến tháng 06/2007



“Nguồn: Báo cáo thị trường quý 2/2007 của VCBS”

Kể từ thời điểm Việt Nam gia nhập WTO vào tháng 11/2006, các nhà đầu tư nước ngoài đã tích cực mua vào đối với các cổ phiếu niêm yết trên thị trường. Có thể thấy tại các thời điểm từ tháng 11 năm 2006 đến tháng 2 năm 2007, nhà đầu tư nước ngoài tăng mạnh mua vào với các cổ phiếu trên thị trường, góp phần đẩy thị trường tăng trưởng mạnh trong giai đoạn từ tháng 11/2006 đến tháng 3 năm 2007. Tại mức đỉnh của thị trường tháng 3 năm 2007, các nhà đầu tư nước ngoài thực hiện bán ra nhiều hơn mua, hiện thực hoá lợi nhuận.

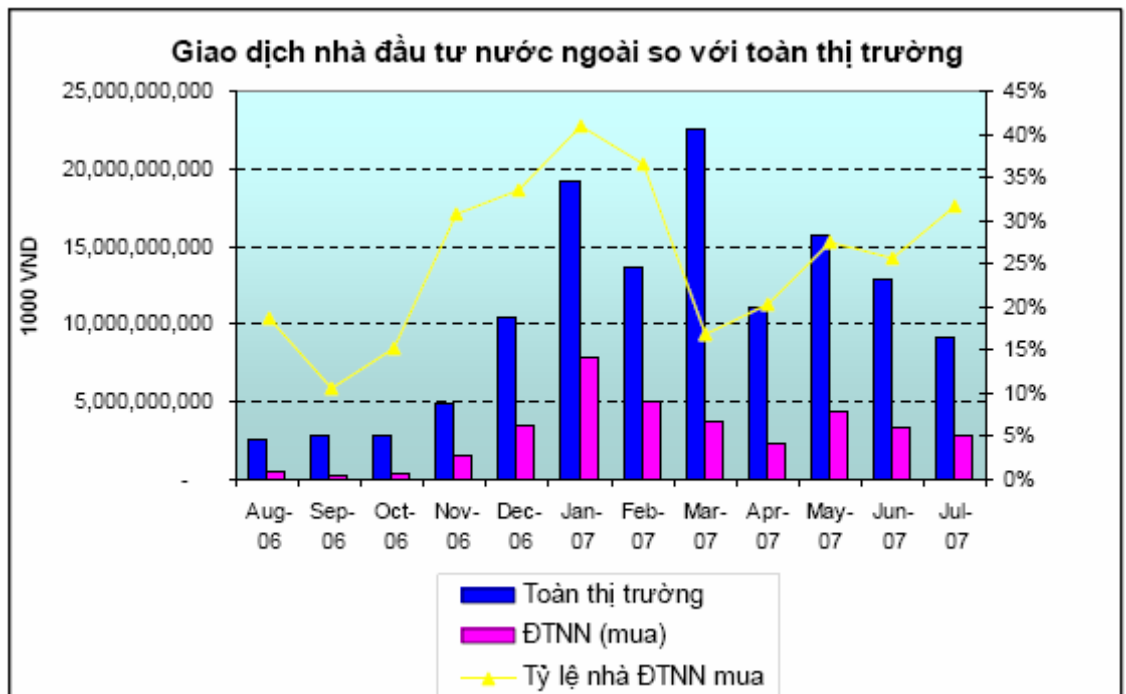
Trong giai đoạn suy thoái từ tháng 4 đến tháng 7 năm 2007, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục mua vào, với giá trị mua cao hơn bán. Tuy nhiên, hiện nay nhiều cổ phiếu blue chips trên sàn TP. HCM đã hết room, nên các nhà đầu tư nước ngoài không thể mua vào các cổ phiếu này, do đó lượng mua của các nhà đầu tư nước ngoài giảm.

Bảng 2.1 Giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài

Đơn vị (USD)	Mua	Bán	Chênh lệch mua bán
Tổng giá trị 12 tháng (từ tháng 6/2006-6/2007)	2.236.288.988	1.145.513.419	1.090.775.570
Trung bình tháng	186.357.416	95.459.452	90.897.964

“Nguồn: Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM”

Trong vòng 12 tháng qua, các nhà đầu tư nước ngoài đã bỏ ra hơn 2,2 tỷ USD để mua các loại cổ phiếu trên thị trường niêm yết HoSTC và thực hiện bán ra 1,1 tỷ USD, chênh lệch mua bán là 1,09 tỷ USD. Trung bình một tháng các nhà đầu tư nước ngoài mua vào 186 triệu USD, và bán ra 95 triệu USD. Giao dịch mua bán của nhà đầu tư nước ngoài bình quân chiếm 28% giá trị giao dịch thị trường trong 12 tháng qua. Có thể nói, các nhà đầu tư nước ngoài với kiến thức và kinh nghiệm có vai trò rất quan trọng, thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường trong suốt thời gian qua.

Hình 2.4

“Nguồn : Báo cáo thị trường quý 2/2007 của VCBS”

Trong thời gian qua, các quỹ đầu tư nước ngoài liên tục huy động thêm vốn để đầu tư vào thị trường Việt Nam. Hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài rất đa dạng, các lĩnh vực được các quỹ đầu tư nước ngoài đầu tư là thị trường chứng khoán, các công ty OTC, bất động sản, các công ty tư nhân và tham gia các đợt đầu giá IPO các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa.

Đối với các công ty niêm yết, các nhà đầu tư nước ngoài liên tục mua vào các cổ phiếu mạnh và vẫn còn room. Trong suốt giai đoạn thị trường giảm vừa qua, các cổ phiếu PVD, VNM, DHG, IMP, DMC, KDC, NKD, TAC vẫn được các nhà đầu tư nước ngoài mua vào liên tục, các cổ phiếu nhóm công ty Kinh Đô, cổ phiếu được vẫn liên tục lên giá trong tháng 6 và tháng 7 vừa qua. Lượng vốn của các quỹ đầu tư nước ngoài huy động để đầu tư vào thị trường Việt nam vào khoảng 5 tỷ USD, đây là một số tiền rất lớn và để dành cho các đợt IPO các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam. Tuy nhiên, hiện có khá nhiều cổ phiếu niêm yết tại sàn TP. HCM có “room” dành cho nhà đầu tư nước ngoài đã hết như AGF, BMP, SAM, TAY (đều 49%), STB (30% - ngành ngân hàng chỉ được 30%) hoặc sắp hết room như BT6 (48,96%), CII (48,98%), SJS (44,98%), VNM (46,26%). Do đó, các quỹ đầu tư nước ngoài không thể giải ngân vào Blue chips này.

Sức ép giải ngân với các quỹ nước ngoài là rất lớn và các quỹ đầu tư đang mong chờ động thái mở cửa hơn nữa thị trường từ Chính phủ Việt nam. Như vậy, trong thời gian tới cùng với lộ trình hội nhập của nền kinh tế, Chính phủ cần xem xét với những lĩnh vực nước ngoài được phép đầu tư 100% vốn để có thể nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty niêm yết lên hơn 49%. Việc mở room với các công ty niêm yết sẽ có tác dụng khơi thông dòng vốn FII từ nước ngoài, thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển cũng như nâng cao hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết.

2.3.5 Nâng cao tính cạnh tranh của thị trường chứng khoán Việt Nam

Một trong những động thái trước mắt cần làm là Việt Nam phải đưa thị trường chứng khoán trở thành một thị trường có tính cạnh tranh cao và công bằng. Để thực hiện được yêu cầu này cần thiết phải đưa thị trường chứng khoán vào xu

thế hội nhập. Trong xu thế hội nhập quốc tế, việc xây dựng thị trường các công cụ phái sinh mà trong đó quyền chọn chứng khoán là việc hết sức cần thiết. Tuy nhiên với qui mô thị trường còn nhỏ như hiện nay, việc đưa vào giao dịch các chứng khoán phái sinh sẽ làm nâng cao tính cạnh tranh của thị trường, đa dạng hóa sản phẩm, sẽ tăng cung, kích cầu cho thị trường, làm cho thị trường trở nên sôi động thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước từng bước đưa thị trường chứng khoán Việt Nam hòa mình vào dòng chảy của thị trường tài chính trong khu vực Đông Nam Á nói riêng và Châu Á nói chung

Trong 2 năm trở lại đây, thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển khá nhanh, được các chuyên gia đánh giá là một trong những thị trường chứng khoán phát triển nhanh nhất thế giới, được sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, góp phần quan trọng cho việc huy động vốn để phát triển nền kinh tế đất nước. Tuy nhiên, xét về qui mô thì thị trường chứng khoán nước ta vẫn còn nhỏ bé so với các nước trong khu vực và thế giới. Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán cũng trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm và tiềm ẩn những rủi ro rất lớn cho nhà đầu tư mà đặc biệt là nhà đầu tư nhỏ lẻ. Vì vậy, đây là lúc chúng ta cần phải triển khai các công cụ tài chính phái sinh nói chung mà trong đó quyền chọn chứng khoán nói riêng vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm mục đích tạo ra công cụ bảo vệ nhà đầu tư trước sự thay đổi bất thường của thị trường, đồng thời cũng góp phần đa dạng hóa sản phẩm, đa dạng hóa hình thức đầu tư, nâng cao tính cạnh tranh của thị trường chứng khoán trong quá trình hội nhập.

Chương 3

KHẢ NĂNG ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1 ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG QUYỀN CHỌN VIỆT NAM TRONG NHỮNG NĂM TỚI

3.1.1 Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm tới

Thị trường vốn Việt Nam đang ở giai đoạn đầu của sự phát triển, thể chế và cấu trúc thị trường đang từng bước hoàn thiện, quy mô thị trường đang tăng nhanh, đặc biệt trong thời gian vừa qua. Đến nay, thị trường vốn Việt Nam đã bước đầu thiết lập được hệ thống thị trường có tổ chức của Nhà nước, bao gồm đầy đủ các yếu tố: cơ chế vận hành, cơ quan quản lý, hạ tầng thị trường, hệ thống các tổ chức phát hành, các nhà đầu tư, các trung tâm hoạt động trên thị trường. Về cơ bản, thị trường đã được quản lý theo luật pháp, trên nguyên tắc công bằng, công khai, bảo vệ lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Quy mô tuy còn nhỏ, nhưng tốc độ phát triển của thị trường đạt mức khá nhanh, chỉ tính đến hết năm 2006, tổng lượng vốn huy động cho đầu tư phát triển thông qua hình thức phát hành trái phiếu đã đạt 109.000 tỷ đồng các loại; đã có gần 200 DNNN cổ phần hoá đã tổ chức đấu giá công khai qua trung tâm giao dịch chứng khoán với tổng giá trị đạt gần 13.000 tỷ đồng. Về giao dịch chứng khoán, đến nay đã có 200 công ty thực hiện niêm yết tại hai trung tâm giao dịch Hà Nội và TP Hồ Chí Minh, tổng giá trị vốn hoá đạt khoảng 22,7% GDP năm 2006, tăng xấp xỉ 20 lần so với thời kỳ cuối năm 2005; đã có trên 400 loại trái phiếu được niêm yết với tổng giá trị đạt khoảng 70.000 tỷ đồng, chiếm 7,7% GDP. Hệ thống định chế trung gian tài chính đã được thiết lập, ngoài số các ngân hàng thương mại, các tổ chức tài chính, kế toán, kiểm toán tham gia cung cấp dịch vụ trên thị trường, thì số lượng các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đã tăng mạnh; nhà đầu tư cả trong và ngoài nước cũng tăng rất nhanh. Theo thống

kê, hiện tại đã có 55 công ty chứng khoán, 18 công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán được cấp phép hoạt động với tổng số vốn điều lệ lên tới 4.335 tỷ đồng. Số công ty cung cấp dịch vụ kế toán, kiểm toán đã lên tới 120 đơn vị, với trên 1000 người được cấp chứng chỉ kiểm toán viên hành nghề.

Một trong những mục tiêu của đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến 2020 do Bộ Tài chính đề xuất, vừa được Thủ tướng phê duyệt là thị trường vốn sẽ chiếm khoảng 70% GDP. Đề án cũng đặt ra mục tiêu đến năm 2010, tổng giá trị vốn hóa thị trường phải đạt 50% GDP. Trong đề án của Bộ Tài chính cũng đưa ra mục tiêu huy động vốn cho đầu tư phát triển qua thị trường vốn đạt khoảng 16% GDP và mục tiêu này sẽ tăng gần gấp đôi vào năm 2020, khoảng 30% GDP.

Đến hết tháng 6/2007, tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu niêm yết đạt khoảng 300.000 tỷ đồng (20 tỷ USD), chiếm khoảng 31% GDP so với tổng giá trị vốn hóa cuối năm 2006 là 14 tỷ USD, chiếm khoảng 22,7% GDP. Trong khi đó, vốn hóa của thị trường trái phiếu bằng 8% GDP. Như vậy, tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán đạt gần 40% GDP. Năm 2010, Chính phủ đặt mục tiêu huy động nguồn vốn gần 140 tỷ USD, trong đó có khoảng 65% vốn trong nước, còn lại là vốn nước ngoài. Thị trường vốn với thị trường chứng khoán là trọng tâm sẽ là kênh huy động lớn để thực hiện mục tiêu.

Theo đánh giá của Bộ Tài chính, trong thời gian qua, mặc dù thị trường phát triển khá nhanh, nhưng quy mô thị trường vốn còn nhỏ, chất lượng chưa cao, hàng hoá kém đa dạng; tính công khai, minh bạch của thị trường còn hạn chế; số lượng các nhà đầu tư chuyên nghiệp chưa nhiều. Công tác quản lý, giám sát còn nhiều bất cập trên cả phương diện điều hành vĩ mô và giám sát thị trường, thiếu hệ thống kiểm soát rủi ro cho thị trường; năng lực cưỡng chế thực thi của cơ quan quản lý giám sát đối với các hoạt động trên thị trường vừa thiếu, vừa yếu. Một trong những hạn chế khác đó là lượng vốn cũng như các giao dịch trên thị trường tự do đang chiếm phần lớn, trong khi đó các yêu cầu công khai, minh bạch rất hạn chế đã phần nào tác động tiêu cực đến thị trường có tổ chức, thậm chí còn tiềm ẩn lý do bất ổn định cho cả hệ thống tài chính. Mặt khác, trong thời gian vừa qua, nhất là giai đoạn

từ cuối năm 2006 đến tháng 3/2007, tình trạng nhà nhà đầu tư chứng khoán, đầu tư theo phong trào trong khi nguồn cung hàng hoá chưa đủ đáp ứng đã tạo ra hiệu ứng mất cân đối cung - cầu, làm cho giá chứng khoán bị đẩy lên cao, thậm chí vượt khỏi giá trị thực của doanh nghiệp; thị trường có tổ chức và cả tự do có lúc “nóng - lạnh” bất thường...

Theo thứ trưởng Trần Văn Tá, hiện tại Bộ Tài chính đã đưa ra năm nhóm mục tiêu chủ yếu để đảm bảo mục tiêu phát triển thị trường vốn đến năm 2010 và định hướng 2020.

Thứ nhất, phát triển về số lượng, nâng cao chất lượng, đa dạng hoá các loại hàng hoá để đáp ứng nhu cầu của thị trường. Để làm được việc đó, Chính phủ cũng như các Bộ, ngành cần đẩy nhanh tốc độ cổ phần hoá các doanh nghiệp, các tổng công ty, ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá DNNN với việc niêm yết trên thị trường chứng khoán. Thúc đẩy các doanh nghiệp đã cổ phần hoá có đủ điều kiện phải thực hiện niêm yết, đồng thời cần xem xét bán bớt phần vốn nhà nước tại các công ty cổ phần không thuộc diện Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối. Đi liền với các biện pháp đó, cần đa dạng hoá các loại hình trái phiếu trên thị trường, bao gồm: trái phiếu Chính phủ, trái phiếu đô thị, trái phiếu doanh nghiệp, phát triển các sản phẩm chứng khoán như: quyền chọn mua, chọn bán chứng khoán, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, các sản phẩm liên kết, các sản phẩm từ chứng khoán hoá tài sản và các khoản nợ.

Thứ hai là hiện đại hoá thị trường vốn, hoàn chỉnh về cấu trúc, quản lý, giám sát bởi nhà nước, tạo ra khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế.

Thứ ba, phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường, thúc đẩy việc tăng số lượng, nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, các công ty đầu tư chứng khoán; đa dạng hoá các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường, nâng cao tính chuyên nghiệp, chất lượng các dịch vụ. Đồng thời, các cơ quan hữu quan cũng sẽ nghiên cứu thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam, cho phép các tổ chức định mức tín

nhệm có uy tín của nước ngoài được thực hiện hoạt động đánh giá, định mức tín nhiệm tại Việt Nam.

Thứ tư, tập trung khuyến khích các định chế đầu tư chuyên nghiệp như: ngân hàng, các tổ chức tài chính, bảo hiểm... cùng tham gia đầu tư trên thị trường; thu hút nguồn vốn dân cư đầu tư thông qua các quỹ; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài để đầu tư dài hạn vào thị trường trong nước.

Thứ năm là hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ, đáp ứng yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn khu vực, quốc tế. Đi liền với đó, từng bước sẽ áp dụng các tiêu chuẩn giám sát thị trường theo thông lệ quốc tế; tăng cường việc thanh kiểm tra, giám sát tuân thủ pháp luật của các thành viên; tăng cường năng lực giám sát, cường chế thực thi của các cơ quan giám sát thị trường. Về phía Nhà nước cũng sẽ thực hiện việc củng cố bộ máy, nâng cao năng lực của cơ quan quản lý, giám sát với thị trường vốn và sẽ nghiên cứu thành lập cơ quan giám sát dịch vụ tài chính độc lập để thống nhất giám sát đối với các hoạt động dịch vụ tài chính. Đặc biệt, sẽ nghiên cứu biện pháp quản lý vốn chặt chẽ trong những trường hợp cần thiết trên nguyên tắc được thể chế hoá, công bố công khai cho nhà đầu tư và sẽ chỉ được áp dụng khi có những nguy cơ ảnh hưởng an ninh của hệ thống tài chính, đảm bảo cho thị trường vốn Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng từng bước đi vào quỹ đạo phát triển ổn định, hạn chế được những tác động lớn do yếu tố đầu cơ hay lũng loạn thị trường của các định chế tài chính lớn.

3.1.2 Khó khăn và thách thức trong việc áp dụng quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Trong lộ trình cam kết mở cửa thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng theo tiến trình đàm phán gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) thì việc mở cửa thị trường là một bước đi bắt buộc. Việc chấp nhận các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường chứng khoán đã thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển rất mạnh mẽ trong thời gian vừa qua nhưng cũng đồng nghĩa với việc chấp nhận rủi ro gia tăng. Để có thể hạn chế bớt những rủi ro cho các nhà đầu

tư cả trong lẫn ngoài nước khi tham gia vào thị trường tài chính vốn rất dễ đổ vỡ này, xây dựng quyền chọn cho thị trường chứng khoán Việt Nam là một giải pháp. Tuy nhiên, đối với Việt Nam hiện nay quá trình xây dựng các công cụ phái sinh sẽ gặp không ít khó khăn và thách thức.

3.1.2.1 Khung pháp lý chưa hoàn chỉnh

Luật chứng khoán ra đời và có hiệu lực từ ngày 01/01/2007 đã có sự đóng góp tích cực cho sự phát triển của thị trường chứng khoán trong thời gian vừa qua và thể hiện quyết tâm của Chính phủ cho việc phát triển và ổn định của thị trường chứng khoán. Vấn đề liên quan đến chứng khoán phái sinh thì trong Luật cũng mới chỉ đề cập đến nhưng chưa có sự bao quát toàn bộ hoạt động của lĩnh vực này. Mặt khác, đến thời điểm hiện nay thì vẫn chưa có văn bản nào dưới luật đề cập hàng hoá phái sinh trên thị trường chứng khoán.

Thêm vào đó, các chuẩn mực kế toán và kiểm toán Việt Nam vẫn đang trong quá trình điều chỉnh, sửa đổi cho phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế, tuy nhiên vẫn chưa có đề cập đến cách hạch toán các công cụ phái sinh này.

3.1.2.2 Hạ tầng kỹ thuật chưa đáp ứng được nhu cầu hiện tại

Thị trường chứng khoán Việt Nam mới ra đời hơn 7 năm, xét về qui mô và bề dày lịch sử rõ ràng không thể sánh kịp với các nước phát triển. Tuy có áp dụng những công nghệ tiên tiến, hiện đại trong giao dịch chứng khoán như giao dịch qua điện thoại, internet, ...nhưng hạ tầng kỹ thuật nhìn chung chưa đáp ứng được nhu cầu của đa số nhà đầu tư. Tình trạng nghẽn mạch thường xuyên xảy ra, một số trang web giao dịch trực tuyến thường xuyên bị quá tải vào giờ giao dịch cao điểm.

Chưa có sự đầu tư đồng bộ về công nghệ thông tin giữa Sở giao dịch chứng khoán và các công ty chứng khoán thành viên điều này tất yếu dẫn đến những trục trặc về mặt kỹ thuật trong quá trình kết nối. Sàn giao dịch không nhận lệnh trực tiếp từ các công ty chứng khoán mà phải qua thành viên đại diện trên sàn nhập lệnh vào hệ thống, nhưng số lượng nhân viên nhập lệnh đại diện của mỗi công ty chứng khoán rất ít dẫn đến tình trạng quá tải cho nhân viên nhập lệnh và lệnh giao dịch

chứng khoán không nhập hết vào sàn giao dịch xảy ra thường xuyên và điều này làm thiệt hại rất lớn cho các nhà đầu tư.

3.1.2.3 Nhận thức và trình độ của nhà đầu tư trong nước

Nếu như từ năm 2005 trở về trước, các nhà đầu tư chứng khoán ở Việt Nam chủ yếu là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, có tổ chức hoặc những sinh viên, công chức đương nhiệm, cán bộ và nhà kinh doanh có kiến thức, thông tin về thị trường chứng khoán..., thì trong thời gian nửa cuối năm 2006 trở lại đây, cơ cấu các nhà đầu tư tư nhân có sự thay đổi, mở rộng đáng kể. Đội ngũ các nhà đầu tư chứng khoán bao gồm cả những người buôn bán nhỏ, công chức về hưu, giáo viên, bộ đội, thậm chí cả nông dân, trong đó có nhiều người chưa hề đọc hết một tài liệu lý thuyết, một bản tin chứng khoán, hoặc tham gia một lớp bồi dưỡng kiến thức thị trường chứng khoán ngắn hạn nào...

Hiện tượng gia tăng các nhà đầu tư tư nhân không chuyên hoặc thiếu chuyên nghiệp như đã nêu trên là bình thường và tất yếu, để dần hình thành một đội ngũ đông đảo hơn các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Sự gia tăng đó xuất phát từ chỗ: thị trường chứng khoán của Việt Nam mới chính thức được thành lập và hoạt động trong vài năm gần đây. Thị trường chứng khoán đang còn là mới mẻ không chỉ với các nhà đầu tư, mà còn cả với bản thân các nhà quản lý, cũng như các nhà tổ chức loại hình thị trường này. Thêm vào đó, sự phát triển của thị trường chứng khoán vừa đòi hỏi, vừa cho phép các nhà đầu tư tư nhân không chuyên tham gia rộng rãi và thuận lợi vào hoạt động kinh doanh chứng khoán, không phân biệt họ là ai, có vốn nhiều hay ít. Mức độ tham gia rộng rãi của công chúng đầu tư chính là một trong những thước đo sự thành công trong phát triển thị trường chứng khoán của một nước. Sự nới lỏng việc tham gia của các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam đã, đang và sẽ càng kích thích các nhà đầu tư tư nhân không chuyên nghiệp thêm động lực và chỗ dựa để nhập “cuộc chơi” này, bởi họ có thể đầu tư kiểu “ăn theo”, bắt chước, hoặc thông qua công ty tín thác do các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài quản lý.

Khi tỷ lệ các nhà đầu tư tư nhân thiếu chuyên nghiệp đạt tới mức độ nào đó trong tổng giao dịch trên thị trường chứng khoán sẽ có khả năng tạo ra những tiềm ẩn bất ổn, thậm chí dẫn đến đổ vỡ trong hoạt động của thị trường chứng khoán. Bởi lẽ, những phán đoán và phản ứng của họ thường nặng về cảm tính và tâm lý đám đông, dựa trên các mục tiêu kinh doanh ngắn hạn, thậm chí mang đậm tính đầu cơ. Chỉ cần một tin đồn kiểu rỉ tai, hoặc trước một hoạt động mua – bán chứng khoán của một “đại gia” nào đó mà họ ngầm theo dõi để bắt chước, cũng khiến các phản ứng mua - bán chứng khoán của họ trở nên gia tăng đột biến, một thị trường mà có nhiều nhà đầu tư không chuyên rất dễ bị các nhà đầu tư chuyên nghiệp thao túng, từ đó làm hỗn loạn các hoạt động trên thị trường chứng khoán và có thể làm lây lan sang các thị trường và hoạt động kinh tế - xã hội khác. Đến lúc đó, rủi ro mà các nhà đầu tư tư nhân gánh chịu sẽ không chỉ là rủi ro do rớt giá chứng khoán do biến động của tình trạng “sức khỏe” của các doanh nghiệp phát hành chứng khoán mà họ nắm giữ, mà còn là những thiệt hại từ sự thiếu hiểu biết và phản ứng không phù hợp với thị trường của mình.

3.1.2.4 Sự phức tạp trong khâu tổ chức

Rõ ràng quyền chọn chứng khoán là một sản phẩm tài chính cao cấp, cho nên việc xây dựng và phát triển thị trường giao dịch các sản phẩm tài chính này hoàn toàn không phải là điều đơn giản, nhất là đối với một thị trường chứng khoán có qui mô còn nhỏ bé và chưa mang tính chuyên nghiệp cao như thị trường chứng khoán Việt Nam, khi mà các nhà đầu tư không chuyên nghiệp không quen với việc bán cao, mua thấp.

3.1.3 Thuận lợi trong việc áp dụng quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ngoài những khó khăn được nêu ra ở trên thì việc áp dụng quyền chọn chứng khoán cũng có nhiều thuận lợi như sau:

3.1.3.1 Tiềm năng phát triển của thị trường chứng khoán rất lớn

Theo nhận định của giới chuyên môn, thị trường tài chính Việt Nam là một trong những thị trường phát triển nhanh nhất thế giới trong những năm gần đây. Đặc

biệt trong năm 2006, thị trường vốn và tài chính Việt Nam đạt được tốc độ tăng trưởng cao vượt bậc và nhanh chóng trở thành “địa điểm” đầu tư hấp dẫn trong con mắt của các tổ chức, nhà đầu tư nước ngoài.

Theo ông Sammy Ho, Giám đốc Euro Events, đơn vị chuyên tổ chức các hội nghị hỗ trợ phát triển thị trường vốn uy tín trên thế giới, nhận định thị trường tài chính Việt Nam đang có bước chuyển biến mới và đây cũng chính là lý do khiến Euro Events tổ chức một hội nghị về phát triển thị trường vốn và tài chính quy mô lớn tại Việt Nam vào cuối năm qua.

Việc Chính phủ Việt Nam quyết tâm hoàn thành tiến trình chuyển đổi sở hữu doanh nghiệp Nhà nước sẽ mở ra cơ hội cho nhà đầu tư nước ngoài tìm được thị trường để đầu tư. Song song đó, việc Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới cũng tạo điều kiện để nền kinh tế Việt Nam hấp thụ hết nguồn vốn đầu tư gián tiếp và là cơ hội để các doanh nghiệp Việt Nam đầu tư, thu hút vốn trên thị trường thế giới. Việc đầu tư theo danh mục thông qua thị trường chứng khoán, thị trường vốn, đặc biệt sự tham dự của các nhà đầu tư nước ngoài luôn là những xung lực mạnh cho phát triển và tăng trưởng tại các nước đang phát triển

Theo các chuyên gia, hiện tại, tiềm năng tăng trưởng của nhiều doanh nghiệp Việt Nam là rất lớn, bởi xuất phát điểm của doanh nghiệp Việt Nam so với các doanh nghiệp ở nước ngoài còn thấp. Ông Sammy Ho cho rằng chính điều này đã đặc biệt hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, việc nhiều doanh nghiệp đang niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam chuẩn bị niêm yết ở thị trường chứng khoán nước ngoài, cùng với tốc độ phát triển vượt bậc của thị trường chứng khoán Việt Nam trong hơn một năm qua đã khiến các nhà đầu tư nước ngoài thêm quan tâm đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam.

Ngoài ra Chính phủ đang đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước, gắn với việc niêm yết trên thị trường chứng khoán, nhằm tăng cường khả năng huy động vốn và tạo tiền đề phát triển thị trường chứng khoán. Theo thứ trưởng Bộ Tài chính Trần Xuân Hà, quyết tâm phát triển mọi nguồn lực của Chính phủ được thể hiện rất rõ qua việc đa dạng sở hữu, chú trọng phát triển kinh tế tư nhân và tiến

hành cổ phần hóa một cách mạnh mẽ. Ông Hà cho biết trong năm nay Việt Nam sẽ tiếp tục cổ phần hóa 4 ngân hàng thương mại lớn của Nhà nước cùng 71 tập đoàn và Tổng công ty lớn. Bên cạnh đó, công tác phân cấp quản lý tài chính cũng sẽ được thực hiện mạnh mẽ và triệt để hơn.

3.1.3.2 Ý thức về rủi ro chứng khoán của nhà đầu tư Việt Nam rất cao

Thị trường chứng khoán từ khi được hình thành cho đến năm 2005 có sự thờ ơ của nhà đầu tư trong nước, ít được công chúng quan tâm bởi vì họ ý thức được rằng có rủi ro rất lớn khi tham gia giao dịch chứng khoán. Trong thời gian gần đây họ tham gia ồ ạt không phải vì họ không còn ý thức được rủi ro mà tại vì bị cuốn hút từ lợi nhuận khổng lồ từ đầu tư chứng khoán mang lại và họ bất chấp tất cả rủi ro mà chấp nhận đầu tư.

Quyền chọn chứng khoán ra đời là công cụ phòng ngừa rủi ro hữu hiệu và nếu được phổ biến rộng rãi đến công chúng thì chắc chắn rằng những nhà đầu tư này sẽ sử dụng nhằm bảo vệ quyền lợi cho mình, họ sẽ yên tâm hơn trong đầu tư chứng khoán. Có như vậy thị trường chứng khoán mới ngày càng thu hút được nhiều nhà đầu tư hơn mà đặc biệt là những nhà đầu tư cá nhân trong nước, ngày càng thu hút được nhiều nguồn vốn hơn cho sự phát triển kinh tế của đất nước.

3.1.3.3 Có sự định hướng từ các cơ quan quản lý nhà nước

Thị trường chứng khoán sẽ là một kênh huy động vốn lớn cho sự phát triển kinh tế của đất nước vì vậy đã được các nhà quản lý nhà nước rất quan tâm. Mới đây, Chính phủ vừa phê duyệt đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 theo quyết định số 128/2007/QĐ-TTg ngày 20/08/2007. Theo quyết định này đưa ra mục tiêu phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò chủ đạo; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị

trường tài chính quốc tế. Phần đầu đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực. Phần đầu đến năm 2010 giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP. Trong đề án phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam cũng đề cập đến việc đa dạng hoá các sản phẩm trên thị trường chứng khoán, trong đó có các sản phẩm phái sinh như hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn và quyền chọn chứng khoán.

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

“Dưới góc độ cơ quan quản lý thị trường, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ tiếp tục các biện pháp phát triển bền vững thị trường vốn, thị trường chứng khoán để tạo một môi trường an toàn, công khai, minh bạch và hiệu quả cho đầu tư và bảo vệ các nhà đầu tư”, ông Nguyễn Đoàn Hùng, Phó Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước khẳng định.

3.1.3.4 Kinh nghiệm từ việc ứng dụng quyền chọn trong giao dịch ngoại tệ và vàng ở Việt Nam

Tại Việt Nam, quyền chọn mới bắt đầu áp dụng từ ngày 12/02/2003 ở Ngân hàng thương mại cổ phần Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank) nhưng chỉ là quyền chọn ngoại tệ. Sau đó, bốn ngân hàng khác trong nước và hai ngân hàng nước ngoài cũng áp dụng sản phẩm này là Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) ngày 20/05/2003; Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam (Agribank) ngày 01/08/2003; Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) ngày 19/09/2003; Ngân hàng Công thương Việt Nam (ICB) ngày 25/10/2003; ngân hàng Citibank ngày 09/07/2003; và ngân hàng Hongkong Shanghai Banking Corp. (HSBC) – Chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh ngày 25/10/2003.

Đến năm 2004 thì quyền chọn vàng, quyền chọn lãi suất được triển khai, năm 2005 thì quyền chọn đồng Việt Nam được áp dụng. Ngoài ra, Ngân hàng Kỹ thương Việt Nam (Techcombank) còn áp dụng cả quyền chọn cho nông sản như cà phê, ca cao, đường, bông vải, ... Việc ứng dụng các loại hình quyền chọn trên nhà đầu tư Việt Nam đã bắt đầu làm quen với việc sử dụng quyền chọn. Đây là tiền đề quan trọng cho sự ra đời và phát triển của một thị trường quyền chọn chứng khoán trong tương lai.

3.1.4 Đánh giá khả năng đáp ứng những yêu cầu cơ bản cho việc phát triển quyền chọn chứng khoán trong giao dịch tại Việt Nam

Đây là thời điểm chín muồi để triển khai quyền chọn chứng khoán vì thỏa mãn những điều kiện sau:

- Tốc độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian vừa qua khá nhanh, giá cả chứng khoán tăng giảm đột biến, thị trường lúc nóng – lạnh thất thường, do đó nhu cầu bảo vệ rủi ro bằng quyền chọn chứng khoán càng trở nên cấp bách.

- Tính thanh khoản trên thị trường chứng khoán ngày càng cao, hàng hóa tăng mạnh cả về số lượng lẫn chất lượng, đã xuất hiện nhiều công ty cổ phần đại chúng lớn, sắp tới đây sẽ tiến hành cổ phần hóa gắn kết niêm yết trên thị trường chứng khoán các công ty hàng đầu, các tổng công ty lớn như: các ngân hàng quốc doanh (Vietcombank, BIDV, Incombank), tổng công ty Bưu chính Viễn thông (Vinaphone, Mobifone), tập đoàn dầu khí Petrolimex ...

- Có sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài có tổ chức lẫn cá nhân, nhà đầu tư trong nước cũng rất quan tâm đến thị trường chứng khoán Việt Nam, theo số liệu của Ủy ban Chứng khoán đến hết tháng 06/2007 có trên 200.000 tài khoản đã được mở, trong đó có khoảng 5.568 tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (5.353 tài khoản của cá nhân và 215 tài khoản của tổ chức), tăng 7 lần so với năm 2005 và 1,5 lần so với năm 2006. Hiện có khoảng 260 quỹ nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam với tổng giá trị danh mục đầu tư ước

tính khoảng 5 tỷ USD. Riêng số tài khoản cá nhân của các nhà đầu tư Nhật chiếm hơn 70% trong tổng số tài khoản cá nhân của nhà đầu tư nước ngoài.

Từ những đánh giá và nhận định trên, chúng tôi thị trường chứng khoán Việt Nam đã đủ lớn để có thể đưa quyền chọn vào giao dịch.

3.2 MÔ HÌNH TỔ CHỨC GIAO DỊCH QUYỀN CHỌN Ở VIỆT NAM – MÔ HÌNH DỰ KIẾN

Trên cơ sở nghiên cứu mô hình thị trường quyền chọn của CBOE, TSE và mô hình tổ chức sàn giao dịch chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, chúng ta có thể đề xuất xây dựng một mô hình quyền chọn chứng khoán ban đầu cho thị trường chứng khoán Việt Nam trên cơ sở nền tảng hiện tại.

3.3.1 Môi trường giao dịch

Môi trường cho hoạt động giao dịch của công cụ cấp cao này phải được thực hiện trên một qui trình giao dịch tự động, được vi tính hóa từ khâu nhận lệnh, xử lý lệnh, khớp lệnh và báo cáo kết quả. Tất cả các lệnh giao dịch phải được chuyển trực tiếp từ các công ty chứng khoán vào sàn giao dịch quyền chọn mà không thông qua đại diện công ty chứng khoán tại sàn, điều này sẽ tránh được trường hợp bị quá tải cho nhân viên nhập lệnh tại sàn như hiện nay và không mất nhiều thời gian trong quá trình chuyển lệnh. Để làm được điều này các công ty chứng khoán đảm bảo trang bị tốt cơ sở vật chất, môi trường kỹ thuật hiện đại, có chương trình phần mềm kiểm tra, kiểm soát tốt ở khâu nhập lệnh.

3.3.2 Nhà tạo lập thị trường, nhà môi giới

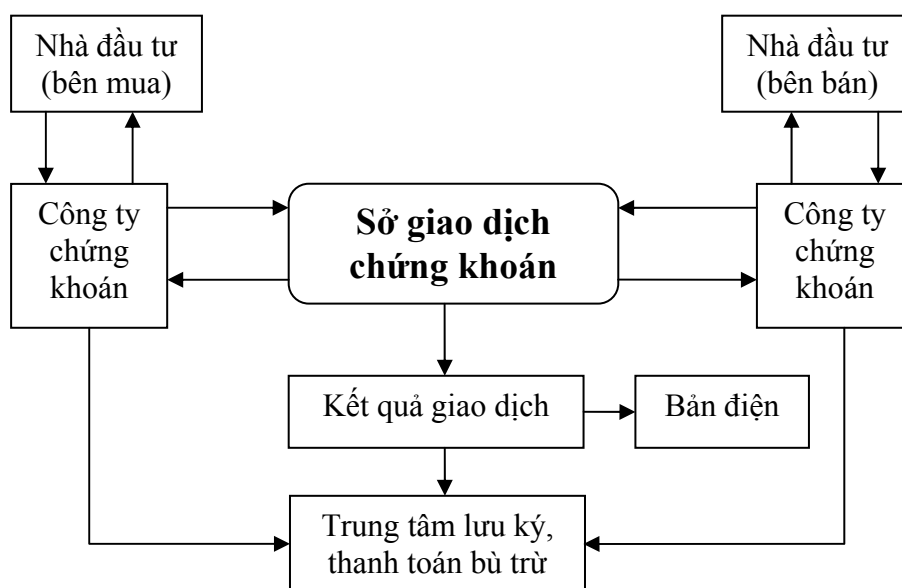
Với qui mô thị trường chứng khoán còn nhỏ, nếu bước đầu áp dụng giao dịch quyền chọn chứng khoán thì các công ty chứng khoán có thể vừa đảm nhận vai trò nhà môi giới của các nhà đầu tư quyền chọn vừa đóng vai trò là người tạo lập thị trường. Trong giới hạn chức năng của mình, các công ty chứng khoán có thể tự kinh doanh quyền chọn nhằm tạo nguồn cung cầu quyền chọn cho thị trường phong phú, đa dạng, tạo thêm thu nhập cho các công ty chứng khoán và đây cũng là cách phòng ngừa rủi ro cho danh mục tự kinh doanh chứng khoán của các công ty này.

Để tránh rủi ro cho các công ty chứng khoán cũng như nhà đầu tư, cơ quan quản lý thị trường cần qui định tổng giá trị của tất cả các hợp đồng quyền chọn mà mỗi công ty có thể tự kinh doanh trên cơ sở phần trăm của vốn điều lệ.

3.2.3 Mô hình tổ chức và phương thức giao dịch

Thị trường chứng khoán Việt Nam mới ra đời với qui mô còn hạn chế và trong giai đoạn thử nghiệm quyền chọn chứng khoán vì vậy sàn giao dịch quyền chọn nên kết hợp chung với sàn giao dịch cổ phiếu, với phương thức giao dịch cần được đơn giản hoá các thủ tục nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư khi tham gia giao dịch quyền chọn. Mô hình giao dịch quyền chọn dự kiến có thể phát hoạ bằng sơ đồ sau:

Hình 3.1 Mô hình tổ chức giao dịch quyền chọn dự kiến cho Việt Nam



Cũng giống như giao dịch mua bán chứng khoán, nhà đầu phải mở một tài khoản giao dịch quyền chọn tại một công ty chứng khoán và trước khi giao dịch nhà đầu tư phải ký quỹ tương ứng, sau đó ra chỉ thị cho công ty chứng khoán tiến hành thực hiện mua hoặc bán một quyền chọn cụ thể với một mức giá cụ thể hay giá yết trên sàn.

Công ty chứng khoán sau khi nhận được lệnh của nhà đầu tư tiến hành kiểm tra, đối chiếu với số dư tài khoản của nhà đầu tư và nếu phù hợp với các điều kiện

qui định thì nhập lệnh vào Sở giao dịch chứng khoán. Quá trình này có thể tiến hành thông qua giao dịch tại quầy của các công ty chứng khoán, hoặc thông qua điện thoại hoặc giao dịch trực tiếp bằng Internet giống như giao dịch mua bán chứng khoán hiện nay.

Kết quả giao dịch sẽ được thông báo về trung tâm lưu ký - thanh toán bù trừ và công ty chứng khoán để các công ty này thông báo cho người mua hay bán quyền chọn chứng khoán tương ứng. Các nhà đầu tư sẽ ký gửi phí quyền chọn cho các công ty chứng khoán. Sau đó, công ty chứng khoán bên người mua và bán sẽ ký gửi phí quyền chọn và tiền ký quỹ cho trung tâm lưu ký - thanh toán bù trừ.

Đến ngày đáo hạn của hợp đồng quyền chọn, nếu người mua quyền quyết định thực hiện hợp đồng thì nhà đầu tư sẽ thông báo cho công ty chứng khoán và tiến hành các thủ tục cần thiết như nộp tiền hay giao chứng khoán tương ứng với hợp đồng quyền chọn. Công ty chứng khoán sẽ thông báo ngay cho trung tâm lưu ký - thanh toán bù trừ để thực hiện các giao dịch thông qua tài khoản của công ty chứng khoán mở tại trung tâm lưu ký - thanh toán bù trừ.

3.2.4 Phí giao dịch, phí thanh toán và hoa hồng

Phí giao dịch và phí thanh toán có vai trò rất quan trọng trong việc khuyến khích các nhà đầu tư tham gia giao dịch quyền chọn chứng khoán. Khoản phí này trả cho các công ty môi giới chứng khoán được tính dựa trên một giá trị cố định tối thiểu và theo tỷ lệ phần trăm trên tổng giá trị của mỗi hợp đồng quyền chọn. Mức phí tối thiểu cố định do sàn giao dịch, trung tâm lưu ký - thanh toán bù trừ ấn định, còn tỷ lệ phần trăm trên mỗi hợp đồng quyền chọn do các công ty chứng khoán qui định nhằm tạo sự cạnh tranh giữa các công ty chứng khoán và khoản phí này xem như là hoa hồng môi giới giao dịch của các công ty chứng khoán. Đối với các công ty chứng khoán thực hiện chức năng nhà tạo lập thị trường, sẽ phải nộp phí cho Sở giao dịch chứng khoán căn cứ vào từng hợp đồng giao dịch.

Nếu các hợp đồng quyền chọn được thực hiện thì nhà đầu tư phải trả thêm một khoản hoa hồng cho việc mua bán cổ phiếu. Đối với các quyền chọn không thực hiện khi đáo hạn thì không phải trả khoản phí hoa hồng này.

3.2.5 Cơ chế quản lý, giám sát

Quản lý và giám sát là một khâu khá quan trọng trong việc tổ chức hoạt động của sàn giao dịch quyền chọn chứng khoán, nó quyết định cho sự thành công của sàn giao dịch quyền chọn, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của nhà đầu tư. Ở Việt Nam Sở giao dịch chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phải thiết lập các qui định và qui trình áp dụng cho tất cả các thành viên tham gia giao dịch quyền chọn chứng khoán trên cơ sở của Luật chứng khoán và các định hướng của nhà nước về phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2020. Các bộ phận của cơ chế quản lý và giám sát có thể bao gồm:

- **Bộ phận giám sát thị trường:** trực thuộc Sở giao dịch chứng khoán, có nhiệm vụ theo dõi và phát hiện các giao dịch bất thường, kịp thời ngăn chặn những vi phạm hoặc báo cáo lên bộ phận thanh tra, kiểm tra để tiếp tục có biện pháp thích hợp
- **Bộ phận thanh tra, kiểm tra:** là một bộ phận độc lập với Sở giao dịch chứng khoán, có nhiệm vụ thanh tra, kiểm tra những giao dịch bất thường, các hành vi thao túng thị trường, thao túng giá cả, lũng đoạn thị trường dựa trên những thông tin được cung cấp từ bộ phận giám sát thị trường hoặc cũng có thể dựa trên những dấu hiệu nghi vấn được phát hiện bằng những nghiệp vụ riêng của mình. Bộ phận này có quyền giám sát tất cả các hoạt động từ Sở giao dịch chứng khoán, các công ty chứng khoán, đến các nhà đầu tư.
- **Bộ phận giám sát thông tin thị trường:** bộ phận trực thuộc Sở giao dịch chứng khoán, có nhiệm vụ giám sát tất cả các thông tin được công bố liên quan đến giao dịch quyền chọn, kiểm tra tính xác thực, tính kịp thời của nguồn thông tin được công bố và có trách nhiệm cung cấp những thông tin liên quan đến kết quả giao dịch quyền chọn trên sàn ra bên ngoài.
- **Bộ phận xử lý vi phạm:** bộ phận này căn cứ vào những báo cáo vi phạm được gửi tới từ các bộ phận trên mà tiến hành xử lý theo Luật chứng khoán, những qui định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước và nội qui của

Sở giao dịch chứng khoán. Sau đó báo cáo kết quả cho Ủy ban chứng khoán Nhà nước, cũng có thể đưa ra những ý kiến, kiến nghị phù hợp để Ủy ban này xem xét và có thể sửa đổi, bổ sung những vấn đề mới phát sinh vào Luật chứng khoán hay các văn bản dưới luật cho phù hợp với sự phát triển của thị trường hiện tại.

3.3 MỘT SỐ ĐỀ XUẤT LÀM TĂNG KHẢ NĂNG ÁP DỤNG QUYỀN CHỌN CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.3.1 Đẩy mạnh công tác tuyên truyền – tạo nhận thức cho công chúng về công cụ quyền chọn chứng khoán.

Một trong những nguyên nhân chủ yếu dẫn đến tình trạng thị trường giao dịch các sản phẩm phái sinh nói chung và quyền chọn nói riêng tại nước ta chưa phát triển như kỳ vọng và vẫn còn trong quá trình khởi động thị trường là do chúng còn quá mới mẻ và xa lạ đối với công chúng. Chúng ta chưa nhận thức hết vai trò rất quan trọng của công cụ tài chính phái sinh là bảo vệ nhà đầu tư trước sự thay đổi của giá cả trong tương lai. Một số người lại cho rằng nó dễ sinh ra giao dịch bong bóng không cần thiết.

Nếu chúng ta muốn thành công khi triển khai quyền chọn chứng khoán trong thời gian sắp tới thì biện pháp đầu tiên là phải đẩy mạnh hơn nữa công tác tuyên truyền, giới thiệu quyền chọn chứng khoán cũng như những vai trò, công dụng hữu ích của nó đến với công chúng nhằm xóa bỏ những e ngại của mọi người khi tiếp cận với công cụ này, làm cho họ thấy được sự cần thiết phải sử dụng công cụ này để tự bảo vệ rủi ro trước sự biến đổi thất thường của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay. Cần phải đào tạo, phổ cập kiến thức cho công chúng dưới các hình thức khác nhau, để công chúng đầu tư, các doanh nghiệp hiểu được các nội dung của công cụ này, các nghiệp vụ liên quan, thậm chí cần trang bị các kiến thức về đầu tư, về rủi ro và biện pháp phòng ngừa cũng như khả năng phân tích dự báo tình hình biến động của thị trường chứng khoán

Về phía các nhà hoạch định chính sách trong thời gian vừa qua cũng chưa nhận thức chính xác và đầy đủ về vai trò và tiện ích của các công cụ tài chính phái

sinh nói chung và quyền chọn chứng khoán nói riêng. Rất nhiều nhà hoạch định chính sách cho rằng thị trường tài chính phái sinh phục vụ đất lực cho hoạt động đầu cơ và cờ bạc. Phát triển thị trường tài chính phái sinh dễ dẫn đến tiêu cực, gây xáo trộn, và bất ổn cho nền kinh tế. Thật ra, quan điểm như vậy cũng chưa hẳn sai nhưng chưa hẳn đúng, vì nó mang tính phiến diện và chưa nhận thấy hết được tính hai mặt của vấn đề. Vì công cụ tài chính phái sinh chưa phát triển ở Việt Nam nên rất nhiều người chưa nhận thức hết công dụng của nó, từ đó, dẫn đến hiểu và sử dụng sai công dụng và sớm qui kết các công cụ tài chính phái sinh chỉ phục vụ cho đầu cơ. Thật ra các công cụ tài chính phái sinh có thể sử dụng cho cả hai mục đích đầu cơ và phòng ngừa rủi ro. Việc sử dụng nó như thế nào và vào mục đích gì phụ thuộc vào thái độ của người sử dụng đối với rủi ro, hơn nữa nếu thị trường tài chính hiệu quả thì ai đó muốn đầu cơ lũng đoạn thị trường cũng không thể làm được. Do vậy, các nhà hoạch định chính sách cũng không nên lo ngại quá đáng về đầu cơ.

Trong thời gian tới, các nhà hoạch định chính sách cần sớm và mạnh dạn cho phép và khuyến khích phát triển quyền chọn chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính phái sinh nói chung dựa trên sự phát triển đồng bộ của tất cả thị trường cơ sở bao gồm thị trường hàng hóa, thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối. Mặt khác, rà soát lại tất cả các văn bản pháp lý để bổ sung, sửa đổi, ban hành thêm nhằm tạo ra khung pháp lý đủ vững chắc cho việc quản lý thị trường này, sao cho tất cả các bên tham gia giao dịch trên thị trường đều được bình đẳng, không ai có thể lợi dụng sự kém hiệu quả của thị trường để chiến thắng người khác. Làm được điều này sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư tham gia giao dịch. Ngược lại, sự tham gia ngày càng nhiều của nhà đầu tư góp phần làm cho thị trường trở nên “đầy” và hoàn hảo hơn, từ đó góp phần làm cho thị trường hoạt động trở nên hiệu quả hơn.

3.3.2 Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý

Trong thời gian vừa qua thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển khá nhanh và phát sinh một số vấn đề mới vượt ra khỏi sự điều chỉnh của khung pháp lý hiện tại, nhưng khung pháp lý vẫn chưa kịp sửa đổi bổ sung cho phù hợp với sự phát triển của thị trường. Để thị trường chứng khoán phát triển tốt thì yêu cầu cấp

thiết là phải xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh và đồng bộ với hệ thống các văn bản pháp quy đầy đủ, rõ ràng, điều chỉnh các mặt hoạt động của thị trường chứng khoán giúp cho thị trường hoạt động an toàn, bảo vệ được quyền và lợi ích hợp pháp cho các chủ thể tham gia thị trường.

Để tạo điều kiện thuận lợi cho công cụ quyền chọn chứng khoán ra đời thì trước hết Chính phủ, Bộ Tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước, cùng với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán phải tiến hành soạn thảo hệ thống văn bản qui phạm điều chỉnh những hoạt động này. Trước tiên có thể ban hành những văn bản dưới luật để tạm thời điều chỉnh hoạt động mua bán quyền chọn chứng khoán, nhưng về lâu dài phải ban hành cho được văn bản có tính pháp lý cao nhất đó là “Luật các công cụ phái sinh” trong đó có một phần điều chỉnh lĩnh vực mua bán quyền chọn nói chung và quyền chọn chứng khoán nói riêng. Khung pháp lý phải chú trọng đến các vấn đề cơ bản sau:

- Những điều khoản ràng buộc của các hợp đồng quyền chọn chứng khoán.
- Đưa ra các điều kiện đối với chứng khoán cơ sở được chọn giao dịch quyền chọn.
- Qui định về giới hạn giá và số lượng hợp đồng quyền chọn mà nhằm tránh hiện tượng thao túng giá cả, thao túng thị trường.
- Yêu cầu vốn, mức ký quỹ và tài sản thế chấp để tránh tình trạng lừa đảo, mất khả năng thanh toán.
- Yêu cầu về công bố thông tin liên quan một cách công khai, minh bạch, chuẩn xác và kịp thời trên thị trường.
- Bổ sung những vấn đề liên quan đến thị trường chứng khoán, các công cụ tài chính phái sinh và những vấn đề mới phát sinh vào một số bộ luật có liên quan như Luật hình sự, Luật dân sự, Luật chứng khoán, ... nhằm tạo hành lang pháp lý đầy đủ điều chỉnh hoạt động của lĩnh vực này.

Ngoài những ưu điểm, hợp đồng quyền chọn còn có những mặt trái nhất định và có thể được sử dụng cho các mục đích bất chính như trốn thuế, làm sai lệch các báo cáo tài chính, luôn lách để né tránh những qui định về kế toán hoặc các qui chế

về giám sát tài chính của Chính phủ. Vì vậy, Bộ Tài chính và các cơ quan chức năng cần sớm kiện toàn các chuẩn mực kế toán, ban hành các qui định, hướng dẫn về cách hạch toán kế toán liên quan đến giao dịch của sản phẩm phái sinh. Trong đó hướng dẫn cách ghi nhận khoản phí giao dịch hợp đồng quyền chọn, xác định thời điểm kết chuyển lãi lỗ khoản phí này, cách ghi nhận lãi lỗ khi quyền chọn đáo hạn v.v ... để thống nhất cách hạch toán và tránh những hành vi tiêu cực như thổi phồng hay che giấu số liệu liên quan đến các sản phẩm phái sinh trên báo cáo tài chính.

3.3.3 Sớm hình thành sàn giao dịch các công cụ tài chính phái sinh

Ở các nước phát triển như Mỹ, Anh, Đức, Nhật và Singapore đều có sàn giao dịch các công cụ tài chính phái sinh tập trung, cùng tồn tại song song với sàn giao dịch không tập trung thông qua thị trường OTC. Thời gian qua giao dịch tài chính phái sinh ở Việt Nam, chủ yếu là giao dịch phái sinh trên thị trường ngoại hối đều được thực hiện trên thị trường phi tập trung, dựa trên sự thỏa thuận giữa khách hàng và ngân hàng thương mại. Việc giao dịch phi tập trung như thế này có nhiều nhược điểm và làm hạn chế nhu cầu giao dịch của khách hàng, thể hiện ở chỗ:

- Do không có thị trường tập trung nên chi phí tìm kiếm thông tin và tìm kiếm khách hàng thường cao nhưng khách hàng giao dịch lại không nhiều. Kết quả là chi phí giao dịch thường cao khiến khách hàng không có động cơ giao dịch.
- Do không có thị trường tập trung được quản lý và điều hành chuyên nghiệp bởi một tổ chức trung gian, tất cả các giao dịch phái sinh đều thông qua thương lượng trực tiếp giữa khách hàng và ngân hàng. Trong cuộc thương lượng trực tiếp này, khách hàng rất e ngại vì cho rằng họ không đủ mạnh về kiến thức, chuyên môn, kinh nghiệm, thông tin và kể cả qui định pháp lý để có thể thương lượng giao dịch bình đẳng với ngân hàng.
- Do không có thị trường tập trung hoạt động như là một thị trường thứ cấp phát triển đủ mạnh nên tính thanh khoản của các công cụ tài chính phái

sinh thấp. Khách hàng e ngại khi mua công cụ phái sinh vì rất khó thanh lý khi cần.

Có thể còn nhiều lý do nữa cho thấy sự hạn chế nhu cầu giao dịch do thiếu một thị trường hay một sàn giao dịch tài chính phái sinh. Nhưng chỉ với những hạn chế căn bản như vừa nêu trên cũng đủ cho thấy thời gian tới các nhà hoạch định chính sách cần mạnh dạn và sớm xúc tiến việc hình thành thị trường giao dịch công cụ tài chính phái sinh tập trung bên cạnh thị trường phi tập trung hiện có. Có như vậy thì khi hợp đồng quyền chọn chứng khoán ra đời sẽ dễ dàng được công chúng đón nhận.

3.3.4 Xây dựng những nhà giao dịch quyền chọn chuyên nghiệp tiên phong

Để quyền chọn chứng khoán sớm đưa vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trước tiên cần xây dựng các nhà giao dịch chuyên nghiệp tiên phong. Những nhà đầu tư này sẽ là những người đi đầu trong việc đáp ứng cung - cầu quyền chọn trên thị trường, là cầu nối trực tiếp giữa người bán và người mua quyền chọn, cũng đồng thời là nhà kinh doanh quyền chọn chuyên nghiệp trên cả thị trường chính thức lẫn thị trường OTC.

Những nhà giao dịch chuyên nghiệp này có thể là:

- Các công ty độc lập
- Các công ty chứng khoán
- Các ngân hàng thương mại

Họ sẽ lập ra các hợp đồng quyền chọn, chào giá bán, chào giá mua các loại quyền chọn và thực hiện các giao dịch chào bán, chào mua quyền chọn của khách hàng.

3.3.5 Tiến trình xây dựng và áp dụng quyền chọn chứng khoán tại Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng phát triển phù hợp với xu thế mở cửa và hội nhập của thế giới. Quá trình mở cửa thị trường chứng khoán cũng được thực hiện dần dần theo lộ trình cam kết khi đàm phán gia nhập tổ chức Thương mại Thế giới. Vì vậy, việc nghiên cứu và áp dụng quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng thực hiện theo lộ trình

trên. Tuy nhiên, tùy theo sự lớn mạnh của thị trường mà có bước đi thích hợp.

3.3.5.1 Giai đoạn từ nay đến năm 2011

Đây là giai đoạn mà thị trường chứng khoán Việt Nam cần phải xây dựng những tiền đề, nền tảng vững chắc để chuẩn bị mở cửa thị trường theo lộ trình cam kết khi đàm phán gia nhập WTO. Theo như phân tích trong phần 3.1.4, thị trường chứng khoán Việt Nam đã đủ lớn để đưa công cụ quyền chọn chứng khoán vào giao dịch ngay. Trong giai đoạn này, trước tiên nên áp dụng thí điểm quyền chọn mua và quyền chọn bán cổ phiếu theo kiểu Châu Âu. Trước khi áp dụng quyền chọn vào giao dịch ta phải tiến hành các công việc thiết yếu sau:

- ✓ Xây dựng cơ sở pháp lý, xây dựng qui trình nghiệp vụ và sàn giao dịch để đưa công cụ quyền chọn vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- ✓ Xây dựng danh mục những cổ phiếu đủ điều kiện để có thể làm tài sản cơ sở cho giao dịch quyền chọn trên cơ sở đánh giá năng lực về vốn, qui mô hoạt động, tính thanh khoản của chứng khoán trên thị trường hiện tại.
- ✓ Xây dựng tỷ lệ ký quỹ tối thiểu trên mỗi hợp đồng quyền chọn. Tỷ lệ ký quỹ phù hợp sẽ khuyến khích nhà đầu tư tham gia giao dịch quyền chọn, đồng thời hạn chế rủi ro cho người sở hữu quyền chọn. Tỷ lệ này phù hợp cho TTCK Việt Nam là khoảng 30% giá trị của hợp đồng
- ✓ Đánh giá, lựa chọn và cho phép những công ty chứng khoán đủ tiềm lực tài chính được tự kinh doanh quyền chọn chứng khoán, xây dựng mức tối đa trên vốn điều lệ mà một công ty chứng khoán có thể tự kinh doanh sản phẩm này.

3.3.5.2 Giai đoạn sau năm 2011

Kể từ thời điểm này, lĩnh vực tài chính có nhiều thay đổi vì phải mở cửa thị trường theo cam kết. Đây là giai đoạn rất khó khăn đối với các nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ tài chính trong nước vì phải cạnh tranh với các tổ chức nước ngoài có tiềm lực tài chính mạnh, có nhiều kinh nghiệm, có công nghệ tiên tiến hiện đại. Tuy

nhiên, giai đoạn này cũng mang lại nhiều cơ hội mới cho sự phát triển của lĩnh vực tài chính nói chung và thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng.

Trong giai đoạn này, bên cạnh việc giao dịch quyền chọn cổ phiếu thì có thể triển khai thêm quyền chọn chỉ số chứng khoán. Chỉ số chứng khoán có thể là chỉ số VN-Index hoặc một chỉ số khác mà chúng ta tự xây dựng dựa trên những cổ phiếu hàng đầu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Lúc này, tùy thuộc vào sự lớn mạnh của thị trường quyền chọn và khả năng đáp ứng những yêu cầu cơ bản về hạ tầng kỹ thuật cũng như cơ sở luật pháp mà có thể mở rộng thêm loại quyền chọn chứng khoán theo kiểu Mỹ.

Tóm lại, sự phát triển nhanh của thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm gần đây đã đáp ứng những yêu cầu cơ bản cho việc triển khai quyền chọn chứng khoán. Để tạo điều kiện thuận lợi cho sự ra đời của sản phẩm tài chính cao cấp này thì công tác chuẩn bị là điều kiện tiên quyết, mà trước mắt là phải nghiên cứu các mô hình của nước ngoài để xây dựng một mô hình phù hợp với điều kiện hiện tại của Việt Nam. Việc nghiên cứu và ứng dụng quyền chọn vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam có những thuận lợi và khó khăn nhất định. Song với quyết tâm và nỗ lực của Chính phủ, quyền chọn chứng khoán sẽ sớm được đưa vào sử dụng.

KẾT LUẬN

Qua quá trình xem xét, đánh giá tình hình hiện tại của thị trường chứng khoán Việt Nam và các nước, cho thấy rằng đây là thời điểm chín muồi để triển khai quyền chọn chứng khoán vào giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc triển khai sản phẩm phái sinh này không những tạo ra công cụ để bảo vệ các nhà đầu tư trước những rủi ro trên thị trường mà còn tạo ra một môi trường đầu tư mới, một sân chơi mới cho các nhà đầu tư, góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh của thị trường chứng khoán Việt Nam trong quá trình hội nhập.

Để chuẩn bị cho sự ra đời của sản phẩm tài chính cao cấp này, trước hết Chính phủ, Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước cùng với Bộ Tài Chính và các cơ quan quản lý cần phải tiến hành xây dựng đầy đủ cơ sở vật chất, hạ tầng kỹ thuật, v.v... mà cụ thể là phải tập trung vào các vấn đề cơ bản sau:

- Hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động giao dịch chứng khoán và các sản phẩm chứng khoán phái sinh.
- Đẩy mạnh công tác nghiên cứu và ứng dụng các mô hình tổ chức sàn giao dịch quyền chọn nước ngoài vào Việt Nam cho phù hợp với tình hình hiện tại.
- Tuyên truyền, phổ biến và đào tạo về quyền chọn chứng khoán nhằm nâng cao kiến thức và sự hiểu biết cho công chúng.
- Sớm hình thành sàn giao dịch chính thức các sản phẩm tài chính phái sinh ở Việt Nam.
- Xây dựng những nhà giao dịch quyền chọn chuyên nghiệp tiên phong cho thị trường quyền chọn ở Việt Nam.

Sau cùng, do có sự giới hạn về thời gian nghiên cứu, trình độ, kinh nghiệm thực tiễn còn hạn chế nên Luận văn cũng không thể tránh khỏi những khiếm khuyết và sai sót. Tác giả rất mong nhận được sự thông cảm và sự đóng góp của Quý Thầy Cô và bạn đọc.

TP. Hồ Chí Minh, tháng 9 năm 2007