

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI

NGÔ THUYỀN DUNG

NGHIÊN CỨU RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG  
TƯƠNG LAI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN  
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội, Năm 2023

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI

-----  
NGÔ THUYỀN DUNG

NGHIÊN CỨU RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG  
TƯƠNG LAI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN  
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM

Chuyên ngành : Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 9.34.02.01

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

*Người hướng dẫn khoa học:* 1. PGS.TS. Nguyễn Thu Thủy  
2. TS. Đào Lê Minh

Hà Nội, Năm 2023

## LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan bản luận án này là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các thông tin, tài liệu trình bày trong luận án là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng. Các kết quả nghiên cứu trong luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình khoa học nào.

*Hà Nội, ngày      tháng      năm 2024*

**Nghiên cứu sinh**

***Ngô Thùy Dung***

## LỜI CẢM ƠN

Nghiên cứu sinh xin bày tỏ sự biết ơn sâu sắc đến PGS,TS. Nguyễn Thu Thủy và TS. Đào Lê Minh - Giáo viên hướng dẫn khoa học, đã nhiệt tình hướng dẫn để nghiên cứu sinh có thể hoàn thành luận án này.

Nghiên cứu sinh trân trọng cảm ơn sự hỗ trợ nhiệt tình của các nhà quản lý công ty chứng khoán trong quá trình thu thập thông tin tài liệu, có giá trị thực tiễn giúp nghiên cứu sinh thực hiện luận án. Nghiên cứu sinh chân thành cảm ơn Ban giám hiệu Trường Đại học Thương mại, Quý thầy, cô giáo Viện Sau đại học, các đồng nghiệp khoa Tài chính - Ngân hàng, Bộ môn Ngân hàng và thị trường tài chính, bộ môn Quản trị tài chính đã tạo mọi điều kiện tốt nhất giúp nghiên cứu sinh hoàn thành luận án.

Cuối cùng, nghiên cứu sinh xin bày tỏ lời cảm ơn đến gia đình và bạn bè đã động viên, giúp đỡ nghiên cứu sinh trong suốt quá trình nghiên cứu và hoàn thành luận án này.

**Nghiên cứu sinh**

***Ngô Thùy Dung***

## MỤC LỤC

	Trang
<b>LỜI CAM ĐOAN</b> .....	i
<b>LỜI CẢM ƠN</b> .....	ii
<b>MỤC LỤC</b> .....	iii
<b>DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT</b> .....	vii
<b>DANH MỤC CÁC BẢNG</b> .....	viii
<b>DANH MỤC HÌNH VẼ</b> .....	x
<b>PHẦN MỞ ĐẦU</b> .....	1
1. Tính cấp thiết của việc nghiên cứu đề tài luận án.....	1
2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu .....	4
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu .....	5
4. Câu hỏi nghiên cứu .....	6
5. Những đóng góp mới của luận án.....	6
6. Kết cấu luận án .....	7
<b>CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH</b> .....	9
<b>1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án</b> .....	9
1.1.1. Các công trình nghiên cứu về khái niệm và mô hình đo lường rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh .....	9
1.1.2. Các công trình nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh .....	15
1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu .....	27
<b>1.2. Phương pháp nghiên cứu</b> .....	30
1.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu.....	30
1.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu .....	30
1.2.3. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu .....	34
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 1</b> .....	37

<b>CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH .....</b>	<b>38</b>
<b>2.1. Khái quát về hợp đồng tương lai và đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh .....</b>	<b>38</b>
2.1.1. Khái niệm, đặc điểm và cơ chế giao dịch của hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh .....	38
2.1.2. Đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh .....	48
<b>2.2. Rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh .....</b>	<b>51</b>
2.2.1. Khái niệm rủi ro và rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai .....	51
2.2.2. Các loại rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh của nhà đầu tư cá nhân .....	52
2.2.3. Chỉ tiêu phản ánh rủi ro do biến động giá trong đầu tư hợp đồng tương lai .....	56
<b>2.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh.....</b>	<b>57</b>
2.3.1. Các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân .....	57
2.3.2. Các yếu tố chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân .....	59
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 2 .....</b>	<b>63</b>
<b>CHƯƠNG 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH TẠI VIỆT NAM .....</b>	<b>64</b>
<b>3.1. Tổng quan về thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....</b>	<b>64</b>
3.1.1. Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam .....	64
3.1.2. Các loại hàng hoá giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.....	66
3.1.3. Chủ thể tham gia giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	70

3.1.4. Cơ chế giao dịch hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	73
3.1.5. Hoạt động thanh toán và bù trừ, công bố thông tin, giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	76
<b>3.2. Thực trạng giao dịch hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....</b>	<b>80</b>
<b>3.3. Thực trạng rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.....</b>	<b>82</b>
3.3.1. Đánh giá rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai theo các nguyên nhân gây ra rủi ro.....	82
3.3.1.1. Rủi ro do giá chỉ số VN30 biến động.....	82
3.3.1.2. Rủi ro do hành vi thao túng trên thị trường chứng khoán cơ sở.....	83
3.3.1.3. Rủi ro thanh khoản .....	86
3.3.1.4. Rủi ro hoạt động .....	88
3.3.1.5. Rủi ro pháp lý .....	89
3.4. Kết quả nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.....	90
3.4.1. Kết quả nghiên cứu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	90
3.4.2. Kết quả nghiên cứu các yếu tố chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	99
<b>3.5. Các phát hiện của nghiên cứu ảnh hưởng đến rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam.....</b>	<b>115</b>
3.5.1. Các phát hiện về nghiên cứu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam.....	115
3.5.2. Các phát hiện về nghiên cứu các yếu tố chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư cá nhân trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam.....	118
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 3 .....</b>	<b>129</b>

<b>CHƯƠNG 4: MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>130</b>
4.1. Bối cảnh và định hướng phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.....	130
4.1.1. Bối cảnh của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	130
4.1.2. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam.....	134
<b>4.2. Một số đề xuất, khuyến nghị trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam.....</b>	<b>135</b>
4.2.1. Một số đề xuất đối với nhà đầu tư cá nhân nhằm giảm thiểu rủi ro khi đầu tư hợp đồng tương lai.....	135
4.2.2. Một số đề xuất nhằm kiểm soát hành vi thao túng trên thị trường chứng khoán .....	137
4.2.3. Một số kiến nghị để thực hiện các giải pháp, đề xuất .....	142
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 4 .....</b>	<b>148</b>
<b>KẾT LUẬN.....</b>	<b>149</b>
<b>DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN</b>	
<b>DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO</b>	
<b>PHỤ LỤC</b>	



**DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT**

<b>Viết tắt</b>	<b>Diễn giải</b>
CCP	Đối tác bù trừ trung tâm (Central Counter Party)
HĐTL	Hợp đồng tương lai
HNX	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HOSE	Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh
NĐT	Nhà đầu tư
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
SGDCK	Sở Giao dịch chứng khoán
TNHH	Trách nhiệm hữu hạn
TTCK	Thị trường chứng khoán
VSD	Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

## DANH MỤC CÁC BẢNG

*Trang*

Bảng 1.1: Tổng hợp nghiên cứu các tác động của yếu tố xã hội học đến thái độ với rủi ro của nhà đầu tư cá nhân .....	20
Bảng 3.1: Đặc điểm hợp đồng tương lai VN30 .....	67
Bảng 3.2: Danh sách NHTM đủ điều kiện về vốn tham gia TTCK phái sinh.....	71
Bảng 3.3: Danh sách công ty chứng khoán đủ điều kiện về vốn đăng ký làm thành viên giao dịch TTCK phái sinh .....	72
Bảng 3.4: Số lượng tài khoản nhà đầu tư trong nước tham gia giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam .....	73
Bảng 3.5: Diễn biến giao dịch của hợp đồng tương lai chỉ số VN30 giai đoạn 2017 - 2022.....	81
Bảng 3.6: Thống kê mô tả dữ liệu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên TTCK phái sinh.....	91
Bảng 3.7: Kết quả kiểm định ADF đối với các biến.....	92
Bảng 3.8: Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu.....	93
Bảng 3.9: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf1m .....	94
Bảng 3.10: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf2m .....	94
Bảng 3.11: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf1q.....	95
Bảng 3.12: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf2q.....	95
Bảng 3.13: Kết quả kiểm định tính ổn định của mô hình VAR.....	96
Bảng 3.14: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của Rf2m.....	96
Bảng 3.15: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của Rf1q.....	96
Bảng 3.16: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của Rf2q.....	97
Bảng 3.17: Thống kê mô tả các biến xã hội học.....	99
Bảng 3.18: Bảng các khoảng tiêu chí thay đổi .....	104
Bảng 3.19: Thống kê mô tả các biến RA - Thái độ rủi ro .....	105
Bảng 3.20: Thống kê mô tả các biến RC - Khả năng chịu rủi ro.....	105
Bảng 3.21: Thống kê mô tả các biến RT - Năng lực chấp nhận rủi ro .....	106
Bảng 3.22: Kết quả phân tích hệ số tải nhân tố ngoài .....	107
Bảng 3.23: Kết quả kiểm định giá trị phân biệt.....	109

Bảng 3.24: Kết quả cross loading tải chéo.....	109
Bảng 3.25: Kết quả kiểm định tin cậy nhất quán bên trong (CA, CR, AVE).....	111
Bảng 3.26: Kết quả thống kê của trọng số ngoài.....	111
Bảng 3.27: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến.....	112
Bảng 3.28: Kết quả kiểm định $R^2$ sự phù hợp của mô hình.....	113
Bảng 3.29: Kết quả giá trị $f^2$ và mức độ ảnh hưởng .....	113
Bảng 3.30: Kết quả tác động trực tiếp của các mối quan hệ.....	114
Bảng 3.31: Kết quả tác động gián tiếp của các mối quan hệ .....	115

**DANH MỤC HÌNH VẼ**

	<i>Trang</i>
Hình 1.1: Mô hình nghiên cứu dữ liệu sơ cấp của luận án .....	35
Hình 2.1: Quy trình giao dịch hợp đồng tương lai.....	47
Hình 3.1: Khối lượng giao dịch và OI cuối ngày .....	82
Hình 3.2: Sự tăng/ giảm các mã trong rổ chỉ số VN30.....	85
Hình 3.3: Phản ứng của các biến với sự thay đổi của rf2m .....	97
Hình 3.4: Phản ứng của các biến với sự thay đổi của rf1q .....	98
Hình 3.5: Phản ứng của các biến với sự thay đổi của rf2q .....	98
Hình 3.6: Độ tin cậy của thang đo trong khung phân tích .....	107
Hình 3.7: Kết quả cấu trúc tuyến tính.....	114

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của việc nghiên cứu đề tài luận án

Rủi ro được coi là sự không chắc chắn xảy ra trong tương lai, đây là một trong những đề tài đã và đang được nhiều nhà khoa học nghiên cứu từ thế kỷ 20, có thể kể đến như Frak Knight (1921), Arthur William, Jr Micheal, L.Smith (1998), Nassim Nicholas (2007) và Nguyễn Minh Kiều (2009). Với nhận định chung về sự ngẫu nhiên của rủi ro, những mặt tiêu cực và tích cực của rủi ro, các nhà khoa học đưa ra những quan điểm nhằm giảm thiểu rủi ro và đón nhận rủi ro trong đầu tư với tâm thế chủ động.

Bên cạnh những nghiên cứu về đặc điểm rủi ro nói chung, rủi ro trong đầu tư, đặc biệt là đầu tư trên thị trường chứng khoán (TTCK) cơ sở nói chung và TTCK phái sinh nói riêng cũng là vấn đề được quan tâm hiện nay. Thực tế đang cho thấy chứng khoán phái sinh hiện đang là kênh đầu tư lợi nhuận cao và rủi ro lớn, dù bản chất của sản phẩm này là sản phẩm phòng ngừa rủi ro. Do đó, rủi ro trong đầu tư trên TTCK phái sinh cần thiết được các nhà nghiên cứu chú ý và có những nghiên cứu về rủi ro tập trung đến đối tượng nhà đầu tư (NĐT) cá nhân. Tuy nhiên, các nghiên cứu đã tiến hành mới chỉ xem xét các mô hình đo lường rủi ro trong đầu tư trên TTCK cơ sở như mô hình đánh giá trên lãi suất trái phiếu (Macaulay, 1983), mô hình phân tích trung bình và phương sai (Harry Markowitz, 1952), mô hình định giá tài sản vốn CAPM (William Sharpe, 1964), mô hình đa nhân tố (Stephen Ross, 1976), mô hình giá trị rủi ro VaR (1993), mô hình phương sai thay đổi GARCH (1986)... Cụ thể hơn nữa, các nghiên cứu về các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến giá cổ phiếu có thể kể đến như tỷ giá hối đoái, lạm phát, cung tiền và lãi suất như Liu và Shrestha (2008), Eita (2012), Aurangzeb (2012), Shaique và Herani (2016), Rahman và Mustafa (2018)... Và chưa có nghiên cứu đo lường rủi ro trên TTCK phái sinh được thực hiện.

Nói về sản phẩm được lựa chọn nghiên cứu trên TTCK phái sinh, hợp đồng tương lai (HĐTTL) là một trong bốn loại CKPS được quan tâm do mang những đặc điểm để trở thành sản phẩm đầu tiên được hoạt động nhằm phòng vệ rủi ro trên

TTCK cơ sở. Các nghiên cứu chủ yếu đang tập trung đến rủi ro biến động giá, cụ thể là giá của chỉ số ảnh hưởng đến giá của HĐTL. Hiện tại các nghiên cứu trong và ngoài nước đều chỉ ra mối quan hệ giữa giá chỉ số và giá HĐTL chỉ số, có thể kể đến như nghiên cứu đối với chỉ số giá S&P500 ( Ira G.Kawaller, Paul D.Koch, Timothy W.Koch, 1990; Asim Ghosh, 1993; Acraig MacKinlay và cộng sự, 2015), chỉ số Hangseng tại Hồng Kông (Tang, Mak, Choi, 1992, chỉ số Nikkei (Tse, 1995), chỉ số FTSE (Brook, Rew, Ritson, 2001) và chỉ số VN30 (Trương Đồng Lộc và cộng sự, 2020). Chính những nghiên cứu trên đã gợi mở nghiên cứu về rủi ro trong đầu tư HĐTL, cụ thể là rủi ro liên quan đến giá HĐTL.

Tiếp nối nghiên cứu những yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL, từ phía bản thân của NĐT cá nhân - đối tượng đầu tư chiếm đa số trên thị trường cần thiết phải xác định những yếu tố ảnh hưởng năng lực chấp nhận rủi ro của bản thân để từ đó đưa ra quyết định đầu tư và giảm thiểu rủi ro. Những yếu tố tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro đã được nghiên cứu có thể kể đến như tuổi (Nobre và cộng sự, 2016; Awais và cộng sự, 2016; Chiang và Xiao, 2017; Celikkol và cộng sự, 2017; Mahdzan, 2017), giới tính (Montford và Goldsmith, 2016; Dichkason và Ferreira, 2018), tình trạng hôn nhân (Kannadhasan và cộng sự, 2016; Chatterjee và cộng sự, 2017; Dickason và Ferreira, 2019), trình độ học vấn (Kannadhasan và cộng sự, 2016; Mohan và Singh, 2017; Fisher, 2020), thu nhập (Ryack và Sheikh, 2016; Magendans và cộng sự, 2016), thái độ với rủi ro (Park và Yao, 2016; Saurabh và Nandan, 2018), khả năng chịu rủi ro (Kitces, 2018; Saurabh và Nandan, 2018). Những nghiên cứu kể trên đã được thực hiện trên TTCK cơ sở nhưng chưa được thực hiện trên TTCK phái sinh.

Được thành lập từ tháng 8/2017, TTCK phái sinh Việt Nam đã trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn, không chỉ mang lại lợi nhuận mà còn giảm thiểu rủi ro cho các NĐT cá nhân. Trong những ngày đầu thành lập, sản phẩm chính của TTCK phái sinh là HĐTL chỉ số VN30. Đến ngày 4/7/2019, sản phẩm HĐTL Trái phiếu Chính phủ (TPCP) được giới thiệu vào đưa vào giao dịch tại TTCK phái sinh.

Không nằm ngoài sự phát triển của TTCK thế giới, TTCK phái sinh Việt Nam đã và đang được sự quan tâm từ các NĐT trong và ngoài nước. Sau 6 năm hoạt

động, TTCK phái sinh đã có những bước tăng trưởng tốt và ổn định, giao dịch sôi động và thu hút ngày càng nhiều NĐT tham gia thị trường. Về quy mô thị trường và sức thanh khoản của HĐTL chỉ số VN30 có sự tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng bình quân 38,65% (giai đoạn 2018-2022). Trong đó năm 2020 có tốc độ tăng trưởng cao nhất 79,9% so với năm 2019 và năm 2022 tăng trưởng 43,8% so với năm 2021.

Hiện nay, TTCK phái sinh đã dần trở thành một công cụ phòng ngừa rủi ro cho NĐT. Đặc biệt, khi TTCK cơ sở giảm điễm mạnh, TTCK phái sinh vẫn góp phần làm giảm áp lực "bán tháo" trên TTCK cơ sở. Thay vì phải bán cổ phiếu trên TTCK cơ sở để quản trị rủi ro danh mục đầu tư thì NĐT nắm giữ vị thế bán trên TTCK phái sinh. Điều này thể hiện rõ trong giai đoạn cuối đại dịch Covid – 19 năm 2011, thanh khoản TTCK phái sinh (cụ thể là HĐTL chỉ số VN30) ghi nhận khối lượng giao dịch bình quân tăng mạnh 43,8% so với năm 2021. Sự kiện này phù hợp với tình hình chung thế giới khi các TTCK cơ sở trên thế giới giảm, giao dịch chứng khoán cơ sở vào xu hướng giảm, trong khi nhu cầu phòng vệ rủi ro đối với danh mục chứng khoán cơ sở tăng, và dòng tiền tất yếu sẽ tập trung vào TTCK phái sinh.

Thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn đầu phát triển với sản phẩm đầu tiên là HĐTL chỉ số VN30 - sản phẩm duy nhất hiện nay mà NĐT cá nhân được tham gia. Bên cạnh những lợi ích về đầu tư và phòng ngừa rủi ro mà HĐTL chỉ số VN30 mang lại, các NĐT cá nhân tham gia đầu tư HĐTL chỉ số VN30 cũng phải đối mặt với những rủi ro từ các yếu tố khách quan trên thị trường và rủi ro từ chủ quan từ chính bản thân NĐT. Do chính bản thân đặc điễm của HĐTL chỉ số VN30 có khả năng mua cả hai chiều vị thế và nguyên tắc T+0, nên tính đầu cơ của sản phẩm này rất cao. Chính vì thế yếu tố thị trường ảnh hưởng đến giá HĐTL chỉ số VN30 hay cụ thể là sự dao động giá của HĐTL chỉ số VN30 ảnh hưởng rất lớn đến NĐT trong việc ra quyết định. Bên cạnh đó, các quy định của chính phủ về HĐTL vẫn chưa đầy đủ và hoàn thiện. Thêm vào đó, NĐT cá nhân chưa có nhiều kinh nghiệm trong đầu tư HĐTL, chưa có biện pháp quản trị rủi ro trong việc giao dịch khiến cho thua lỗ lớn, đặc biệt trong giai đoạn từ 2019 – 2022 khi TTCK phái sinh trong nước và

thế giới có nhiều biến động mạnh. Những rủi ro này có thể gây ra những thiệt hại không thể kiểm soát được đối với các NĐT cá nhân, thậm chí có thể tác động mạnh đến toàn bộ thị trường dẫn đến nguy cơ sụp đổ về mặt vĩ mô đối với thị trường tài chính. Những tác động này không chỉ ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế mà còn tác động mạnh đến đời sống và xã hội. Từ những nhận định trên, có thể thấy rằng NĐT không chỉ cần am hiểu nền kinh tế và xu hướng chứng khoán mà còn cần có tâm lý vững vàng, và đánh giá được năng lực chấp nhận rủi ro để có được quyết định sáng suốt trong đầu tư. Do đó, việc nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh đối với NĐT cá nhân là rất cần thiết.

Bên cạnh đó, những lý luận về rủi ro trong đầu tư chứng khoán phái sinh của NĐT cá nhân nói chung và đầu tư HĐTL nói riêng vẫn còn phân mảnh. Hiện nay mới chỉ có một số nghiên cứu về sự biến động của giá của HĐTL hoặc sự tác động của các yếu tố thị trường đến rủi ro trong đầu tư trên TTCK cơ sở. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu xem xét các yếu tố tác động đến rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam.

Do đó, đề tài luận án ***“Nghiên cứu rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam”*** được nghiên cứu sinh lựa chọn làm đề tài nghiên cứu là cần thiết.

Đề tài được thực hiện nhằm nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL, cụ thể là HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân. Từ những kết quả nghiên cứu, luận án cũng đưa ra các khuyến nghị giúp NĐT cá nhân phòng ngừa, giảm thiểu ảnh hưởng của rủi ro, vừa đảm bảo mục tiêu phát triển TTCK phái sinh của Nhà nước và ổn định thị trường tài chính cũng như đáp ứng mục tiêu phát triển kinh tế của Chính phủ.

## **2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu**

### ***2.1. Mục tiêu nghiên cứu***

Trên cơ sở vận dụng lý thuyết về rủi ro trong đầu tư, luận án hướng đến mục tiêu nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam của NĐT cá nhân. Trong đó, rủi ro được nghiên cứu tập trung các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng tới biến động giá của các loại HĐTL. Bên cạnh đó, để đưa ra được quyết định đầu tư và



giảm thiểu ảnh hưởng của rủi ro, luận án nghiên cứu năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT; các yếu tố xã hội học, khả năng chịu rủi ro và thái độ với rủi ro ảnh hưởng tới năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân. Từ kết quả của nghiên cứu, luận án hàm ý các khuyến nghị cho NĐT cá nhân với mục tiêu ngăn ngừa, giảm thiểu ảnh hưởng rủi ro biến động giá trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh.

## **2.2. Nhiệm vụ nghiên cứu**

Từ mục tiêu nghiên cứu, nhiệm vụ nghiên cứu cụ thể của luận án là:

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận và xác lập khung lý thuyết về rủi ro của NĐT cá nhân trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh.

- Phân tích thực trạng rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân, trong đó luận án tập trung nghiên cứu kỹ về rủi ro biến động giá của HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro về giá (biến động giá) trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân tại Việt Nam

- Kiểm định mức độ tác động của các biến số xã hội học, thái độ và khả năng chịu rủi ro đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam

- Đề xuất khuyến nghị đối với NĐT cá nhân, doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ tài chính và các cơ quan quản lý Nhà nước dựa trên kết quả nghiên cứu.

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

- **Đối tượng nghiên cứu:** Cơ sở lý luận và thực tiễn về rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam.

- **Phạm vi nghiên cứu:**

*Về nội dung:* Hiện nay trên TTCK phái sinh Việt Nam chỉ có sản phẩm HĐTL chỉ số VN30 dành cho NĐT cá nhân. Do vậy, luận án sẽ tập trung nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân. Trong đó luận án tập trung nghiên cứu đặc điểm, cơ chế giao dịch, tiêu chí đo lường; Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân bao hàm cả tác động của các yếu tố xã hội học, thái độ và khả năng chịu rủi ro đến năng lực chấp nhận rủi ro của

NĐT cá nhân HĐTL trên TTCK phái sinh.

- *Về không gian*: Luận án tập trung nghiên cứu các NĐT hoạt động trên TTCK phái sinh Việt Nam. Nghiên cứu sinh sẽ thực hiện thu thập dữ liệu thứ cấp về HĐTL chỉ số VN30 gồm VN30F1M, VN30F2M, VN30F1Q và VN30F2Q. Luận án sẽ tiến hành khảo sát, phỏng vấn và thu thập số liệu đối với những NĐT cá nhân trong nước hoạt động trên TTCK phái sinh Việt Nam.

- *Về thời gian*: Luận án sử dụng dữ liệu thứ cấp về HĐTL chỉ số VN30 thu thập trên TTCK phái sinh trong khoảng thời gian từ 1/8/2019 đến 31/7/2022; dữ liệu sơ cấp được thực hiện trong khoảng thời gian từ 1/1/2022 đến 31/6/2022 thông qua bảng hỏi đối với NĐT cá nhân HĐTL chỉ số VN30 tại Việt Nam.

#### **4. Câu hỏi nghiên cứu**

Từ mục tiêu nghiên cứu đề ra, luận án xác định những câu hỏi nghiên cứu:

- Các yếu tố nào ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân?

- Mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam?

- Mức độ ảnh hưởng của các yếu tố xã hội học, thái độ và khả năng chịu rủi ro của NĐT cá nhân đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam ?

- Khuyến nghị đối với NĐT cá nhân, cơ quan quản lý Nhà nước trong phòng ngừa và giảm thiểu rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam ?

#### **5. Những đóng góp mới của luận án**

Trên cơ sở kế thừa nền tảng lý luận và thực tiễn của nhiều nghiên cứu đi trước về rủi ro trong đầu tư trên TTCK cơ sở và TTCK phái sinh, luận án đã có một số đóng góp mới, khác biệt với các nghiên cứu trước đây, cụ thể:

##### ***Về lý luận:***

- *Thứ nhất*, luận án góp phần làm phong phú thêm cơ sở lý luận về rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh, cụ thể là về khái niệm đầu tư HĐTL, rủi ro trong đầu tư HĐTL và các loại rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên

TTCK phái sinh.

- *Thứ hai*, luận án đóng góp thêm sự hiểu biết về các yếu tố khách quan ảnh hưởng tới rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân

- *Thứ ba*, mô hình nghiên cứu của luận án đã xem xét tác động của yếu tố xã hội học, thái độ với rủi ro và khả năng chịu rủi ro của NĐT cá nhân đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh thông qua nghiên cứu năng lực chấp nhận rủi ro. Nghiên cứu đã chỉ ra các yếu tố xã hội học như tuổi, giới tính, tình trạng hôn nhân, trình độ học vấn và thu nhập hiện tại đều ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân. Đây là một đóng góp mới của luận án mà chưa được nghiên cứu trước đây thực hiện tại Việt Nam để đưa ra những khuyến nghị đối với NĐT cá nhân.

***Về thực tiễn:***

- *Thứ nhất*, luận án đã chỉ ra những rủi ro mà NĐT cá nhân gặp phải khi đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh tại Việt Nam

- *Thứ hai*, luận án kiểm định và phát hiện mức độ tác động của yếu tố giá chỉ số VN30 và tỷ giá hối đoái của USD/VND tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam

- *Thứ ba*, thông qua điều tra phỏng vấn NĐT cá nhân, luận án đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của các yếu tố hành vi của NĐT tác động tới năng lực chấp nhận rủi ro

Dựa vào những đóng góp cả về lý luận và thực tiễn, nghiên cứu sinh kỳ vọng nghiên cứu không những làm giàu thêm cơ sở dữ liệu trong lĩnh vực nghiên cứu về HĐTL nói riêng và về TTCK phái sinh nói chung. Ngoài ra đây còn là tài liệu có giá trị tạo cơ sở cho NĐT nhìn nhận được mức độ tác động của các yếu tố khách quan tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL và vị trí cũng như mức độ năng lực chấp nhận rủi ro để đưa ra giải pháp phù hợp khi quyết định đầu tư HĐTL. Bên cạnh đó, luận án cũng đưa ra một số khuyến nghị cho các cơ quan quản lý nhà nước và thành viên tham gia thị trường trong quá trình phát triển TTCK phái sinh Việt Nam.

**6. Kết cấu luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án có kết cấu gồm 4 chương:

**Chương 1:** Tổng quan các công trình nghiên cứu có liên quan và phương pháp nghiên cứu rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh

**Chương 2:** Cơ sở lý luận về rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh

**Chương 3:** Kết quả nghiên cứu về rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam

**Chương 4:** Một số khuyến nghị dựa trên kết quả nghiên cứu.

## CHƯƠNG 1

# TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH

### 1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án

Với mục tiêu nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh, nghiên cứu sinh đã tổng hợp các công trình nghiên cứu có liên quan đến đề tài để làm cơ sở và tạo tiền đề lý thuyết cho vấn đề nghiên cứu theo các nhóm nội dung, bao gồm:

- Các công trình nghiên cứu về khái niệm và mô hình đo lường rủi ro trong đầu tư;
- Các công trình nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh gồm các yếu tố khách quan và các yếu tố về hành vi NĐT (gồm đặc điểm xã hội học, thái độ với rủi ro, khả năng chịu rủi ro tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân).

#### *1.1.1. Các công trình nghiên cứu về khái niệm và mô hình đo lường rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh*

##### *1.1.1.1. Các công trình nghiên cứu về khái niệm rủi ro và rủi ro trong đầu tư*

Rủi ro là một vấn đề quen thuộc trong đời sống và ảnh hưởng đến mọi thành phần trong xã hội. Tuy nhiên đến nay vẫn chưa có một định nghĩa nào về rủi ro được công nhận rộng rãi. Rủi ro yêu cầu một góc nhìn phức tạp và đa diện. Vì vậy, rủi ro và định nghĩa về rủi ro vẫn được các nhà khoa học trên thế giới thảo luận. Thuật ngữ rủi ro (risk) được bắt nguồn từ tiếng Hy Lạp “riscare”. Delogu, B.(2016) cho rằng rủi ro thường gợi lên những thiệt hại hoặc mất mát có thể xảy ra cũng như sự không chắc chắn về kết quả trong tương lai. Về mặt kỹ thuật rủi ro có thể được định nghĩa là khả năng có thể xảy ra một nguy cơ (hazard) nào đó và hậu quả mà ta phải nhận khi nó xảy ra. Thông thường, ta có thể nhận biết rủi ro có thể xảy ra nhưng không thể lượng hóa được nó một cách cụ thể do tính không chắc chắn và sự phức tạp của nó.

Trong lĩnh vực tài chính, rủi ro thường đi kèm với những tổn thất về mặt kinh tế hoặc danh tiếng. Một trong những nghiên cứu đặt nền móng trong lĩnh vực này là của nhà kinh tế học người Mỹ - Frank Knight (1921). Tác giả đã có nghiên cứu về rủi ro và sự bất định, với mục đích tìm ra hàm số điều tiết lợi nhuận trong kinh doanh với biến độc lập là rủi ro và sự bất định. Nội dung cuốn sách cũng phân biệt rõ rủi ro và sự bất định. Trong khi rủi ro là sự không chắc chắn xảy ra với xác suất và có thể đo lường thì sự bất định là khả năng phát sinh một kết quả và không thể đo lường. Những kết quả nghiên cứu của F.Knight đã có ý nghĩa rất lớn trong việc gắn kết lý thuyết của kinh tế vi mô và vĩ mô trong bối cảnh kinh tế hiện đại ngày nay.

Arthur William, Jr Micheal, L.Smith (1998) đưa ra quan điểm coi rủi ro là sự biến động tiềm ẩn trong những kết quả đạt được. Theo ông, rủi ro có thể xuất hiện trong cuộc sống con người tuy nhiên không thể đoán trước được kết quả, do đó rủi ro gây nên sự bất định. Rủi ro cũng được Nassim Nicholas nghiên cứu, trong cuốn "Fooled by Randomness" (2001) rủi ro được coi là những biến cố ngẫu nhiên xuất hiện và gây thiệt hại cho các chủ thể liên quan.

Theo các nghiên cứu trong nước, có nhiều ý kiến cho rằng rủi ro là những điều không may mắn, các chủ thể gặp phải rủi ro đều có kết quả không tốt. Theo tác giả Nguyễn Minh Kiều (2009) thì "*Rủi ro là một sự không chắc chắn hay một tình trạng bất ổn*". Tuy nhiên, không phải bất cứ sự không chắc chắn nào cũng là rủi ro, mà chỉ tình trạng không chắc chắn có thể ước đoán được xác suất xảy ra mới là rủi ro.

Phân tích các khái niệm trên cho thấy, tuy có sự khác biệt nhưng các khái niệm đều chỉ ra đặc trưng của rủi ro là mang tính ngẫu nhiên, không chắc chắn. Theo quan điểm truyền thống: rủi ro là những điều không tốt, không lành mạnh bất ngờ xảy ra, mang tính chất tiêu cực. Theo quan điểm hiện đại: rủi ro là sự không chắc chắn hay một tình trạng bất ổn có thể đo lường được, vừa mang tính tích cực, vừa mang tính tiêu cực. Rủi ro có thể mang đến những tổn thất mát mát cho con người nhưng cũng có thể mang lại những lợi ích, cơ hội. Như vậy, rủi ro

không có nghĩa là “rất tồi tệ” mà nó góp phần giúp các nhà quản trị tìm ra những biện pháp phòng ngừa, hạn chế những rủi ro tiêu cực, đón nhận những cơ hội mang lại kết quả tốt đẹp. Đối với các NĐT, thay vì phòng ngừa rủi ro một cách bị động thì nên dự báo trước rủi ro cũng như năng lực chấp nhận rủi ro của mình để từ đó đưa ra giải pháp phù hợp.

Elvis và Vanja (2004) khi nghiên cứu về rủi ro trên các công cụ phái sinh đã thấy rằng các công cụ phái sinh tài chính có thể được sử dụng để giảm rủi ro kinh doanh, mở rộng cung cấp sản phẩm cho khách hàng, giao dịch để kiếm lợi nhuận, quản lý chi phí vốn và tài trợ cũng như thay đổi hồ sơ phần thưởng rủi ro của một mặt hàng cụ thể hoặc toàn bộ bảng cân đối kế toán.

Mặc dù các công cụ phái sinh là công cụ hợp pháp và có giá trị đối với các ngân hàng và doanh nghiệp, nhưng giống như tất cả các công cụ tài chính, chúng chứa đựng những rủi ro cần phải quản lý. Việc quản lý những rủi ro này không nên được coi là duy nhất hoặc đơn lẻ. Rủi ro liên quan đến các công cụ phái sinh không phải là điều mới mẻ. Về cơ bản, chúng giống như những gì phải đối mặt trong các hoạt động truyền thống (ví dụ như rủi ro giá cả, lãi suất, thanh khoản, rủi ro tín dụng). Về cơ bản, rủi ro của các công cụ phái sinh (cũng như tất cả các công cụ tài chính) là một hàm số của thời gian và sự biến động của dòng tiền. Điều rất quan trọng là phải hiểu các yếu tố rủi ro khác nhau liên quan đến hoạt động kinh doanh và thiết lập hệ thống quản lý rủi ro phù hợp để xác định, đo lường, giám sát và kiểm soát mức độ rủi ro và rủi ro liên quan đến các công cụ phái sinh.

#### *1.1.1.2. Các công trình nghiên cứu các mô hình đo lường rủi ro trong đầu tư*

Các mô hình tài chính ước lượng rủi ro là một trong những công cụ chính được sử dụng trong quản lý rủi ro, với mục tiêu ước lượng chính xác nhất có thể những tổn thất tiềm ẩn có thể xảy ra trong tương lai. Chính vì vậy, các mô hình ước lượng, đo lường rủi ro được xây dựng, phát triển và hoàn thiện không ngừng để nâng cao tính chính xác. Trước tiên, chúng ta cùng điếm lại một số mô hình đo lường phổ biến trên thị trường tài chính hiện nay, kèm theo phân tích những ưu nhược điểm của từng mô hình.

Đến thời điểm hiện tại thì đã có nhiều mô hình ước lượng rủi ro trong tài chính được nghiên cứu. Macaulay (1938) - người đầu tiên đề xuất phương pháp đánh giá rủi ro đã đánh giá trên lãi suất trái phiếu. Phương pháp này giúp tính toán kỳ hạn hoàn vốn trung bình của trái phiếu.

Sau đó Harry Markowitz (1952) - nhà kinh tế học đạt giải Nobel - người được coi là cha đẻ của lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại, đã sử dụng mô hình phân tích trung bình và phương sai (Mean-Variance Analysis) để phân tích quan hệ rủi ro - lãi suất. Hiện nay, phương pháp này vẫn được ứng dụng rộng rãi trong quản lý các danh mục và cơ cấu đầu tư. Theo ông, để lựa chọn danh mục đầu tư tối ưu trước tiên NĐT cần xem xét các thông tin về giá của từng tài sản, mối quan hệ giữa giá của các tài sản dự kiến có trong danh mục, đồng thời kết hợp các tiêu chuẩn tối ưu để xác lập nguyên tắc lựa chọn. Trong bài báo “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment” vào năm 1959, ông đã đan xen các khái niệm về lợi tức danh mục đầu tư, rủi ro, phương sai và hiệp phương sai. Với mục tiêu lựa chọn danh mục tối ưu Pareto thì danh mục tối đa hóa lợi ích với mức rủi ro ấn định trước cũng chính là danh mục tối thiểu hóa rủi ro với lợi ích ấn định trước. Và thông thường người ta thường tìm kiếm danh mục tối thiểu hóa rủi ro với lợi suất kỳ vọng của NĐT ấn định trước nhằm phù hợp với tâm lý giảm thiểu rủi ro của NĐT.

Năm 1964, William Sharpe mở ra bước ngoặt cho sự phát triển của thị trường tài chính với mô hình nghiên cứu về định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model - CAPM). Mô hình xây dựng trên cơ sở áp dụng phương pháp MV của Markowitz kết hợp với điều kiện cân bằng thị trường tài chính. Các nghiên cứu của J. Mossin (1966), J. Lintner (1965, 1969) và F. Black (1972) tạo cho CAPM hoàn thiện hơn về lý thuyết và được xem là mô hình quan trọng trong định giá tài sản. Trong mô hình CAPM hệ số beta là độ đo rủi ro của tài sản (hoặc danh mục), hệ số này cung cấp thông tin cho chúng ta để: xác định mức độ rủi ro của tài sản, xác định phần bù rủi ro của tài sản, và những thông tin để định giá hợp lý của tài sản rủi ro. Năm 1990, W. Sharpe, Markowitz và M. Miler đã nhận được giải thưởng Nobel kinh tế do những đóng góp tích cực trong đề xuất, phát triển CAPM và một số lĩnh vực khác.



Sau khi mô hình CAPM ra đời nhiều tác giả đã sử dụng mô hình này để định giá tài sản trên thị trường. Một số kết quả phân tích thực nghiệm mô hình cho thấy rằng nếu chỉ dùng duy nhất yếu tố thị trường thì chưa đủ giải thích phần bù rủi ro của tài sản. Như vậy trên thực tế có những trường hợp phù hợp nhưng cũng có những trường hợp không phù hợp.

Năm 1976, Stephen Ross trong bài báo “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing” đã đưa ra nhận xét, trong CAPM ngoài yếu tố thị trường thì còn có nhiều yếu tố khác: quy mô doanh nghiệp, điều kiện kinh tế - xã hội,..., có thể tác động đến lợi suất. Từ đó Ross đưa ra mô hình khái quát hơn về quan hệ giữa lợi suất và nhiều nhân tố, gọi là “Mô hình đa nhân tố” (Multi Factor Model). Mô hình đa nhân tố đề cập đến nhiều nhân tố và các nhân tố không nhất thiết phải xác định trước, với số giả thiết ít hơn của CAPM nhưng mô hình đa nhân tố lại tổng quát hơn. Từ mô hình đa nhân tố, kết hợp với “Nguyên lý không cơ lợi” Stephen Ross đã xây dựng “Lý thuyết định giá cơ lợi” (Arbitrage Pricing Theory) .

Ngày nay, những tiến bộ của khoa học kỹ thuật đã cho phép phát triển và hoàn thiện một loạt các hệ thống và phương pháp định giá rủi ro, đáng chú ý nhất là mô hình “Giá trị rủi ro” (Value at Risk - VaR) . Mô hình VaR ra đời năm 1993, cho đến nay nó được sử dụng khá phổ biến trong quản trị rủi ro thị trường, rủi ro tín dụng của danh mục. “VaR của một danh mục hoặc một tài sản thể hiện tổn thất lớn nhất có thể xảy ra trong một khoảng thời gian nhất định với một mức độ tin cậy nhất định, trong điều kiện thị trường hoạt động bình thường”. Mặc dù vậy, VaR vẫn có những hạn chế nhất định trên cả phương diện lý thuyết lẫn thực tiễn.

Như phần trên chúng ta có nêu ra một số mô hình xác định rủi ro của các tài sản hay danh mục đầu tư. Thực tế cho thấy rủi ro tài chính không phải là bất biến với thời gian. Trong vài thập kỷ trước, các nhà nghiên cứu đã tập trung sự chú ý vào mô hình dự báo độ biến động (rủi ro) do vai trò quan trọng của nó trong thị trường tài chính. Các nhà quản lý danh mục đầu tư, những người buôn bán quyền chọn và những nhà tạo lập thị trường luôn quan tâm đến mức độ chính xác của những dự báo này.

Cho đến nay đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về vấn đề này, nhiều mô hình được đưa ra nhưng thành công nhất phải kể đến mô hình GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity) của Bollerslev (năm 1986). Mô hình này đã được ông phát triển thành công từ ý tưởng của Engle trong mô hình ARCH (năm 1982). Từ đó đến nay, mô hình GARCH rất được ưa chuộng và được phổ biến rộng rãi do khả năng của nó trong việc dự báo độ biến động cho các chuỗi thời gian trong tài chính. Thông thường mô hình GARCH là mô hình dùng cho ngắn hạn nên nó chỉ dự báo tốt trong ngắn hạn do đó phải thường xuyên tính lại. Cho đến nay, để mô hình hóa tốt hơn với điều kiện thực tế của thị trường đã có nhiều mô hình GARCH mở rộng: Mô hình APARCH (Engle 1990), mô hình EGARCH (Nelson 1991), mô hình FIGARCH (Baillie 1996),...

Hiện nay, ở Việt Nam hiện chỉ có một số nghiên cứu về rủi ro trên TTCK cơ sở. Trong cuốn “Rủi ro tài chính - Thực tiễn và phương pháp đánh giá”, hai tác giả Nguyễn Văn Nam và Hoàng Xuân Quyến (2002) đã giới thiệu phương pháp VaR và ứng dụng của phương pháp này trong quản lý đầu tư và rủi ro tài chính. Phương pháp VaR cũng được hai tác giả Hoàng Đình Tuấn và Phạm Thị Thúy Nga (2006) sử dụng trong bài báo “Phương pháp VaR trong quản lý rủi ro tài chính” để tính VaR cho một số cổ phiếu được niêm yết trên TTCK Việt Nam. Bên cạnh đó, tác giả Đặng Hữu Mẫn (2009) đã tiếp cận kỹ thuật mở rộng của Cornish-Fisher để nghiên cứu VaR cho chuỗi số liệu không phân phối chuẩn khi nghiên cứu chất lượng dự báo của những mô hình quản trị rủi ro trên thị trường vốn.

Ngoài ra, không thể không nhắc đến những nghiên cứu sử dụng mô hình CAPM và APT với những mức độ khác nhau. Với mục đích góp phần cung cấp thông tin cho các NĐT tham khảo khi ra quyết định đầu tư sao cho có hiệu quả nhất, tác giả Nguyễn Ngọc Vũ (2010) đã ứng dụng mô hình SIM để tính hệ số beta của 43 công ty niêm yết tại sàn HNX. Sau đó, tác giả Trần Thủy Chung (2010) đã nghiên cứu động thái chuỗi beta dựa trên cách tiếp cận Kalman, phân tích nhóm cổ phiếu theo beta và nhận dạng hành vi định giá cổ phiếu trên mỗi nhóm.

Tác giả Hoàng Đình Tuấn (2010) thì sử dụng phương pháp ước lượng ES cho lợi suất của VNINDEX và chỉ ra các hạn chế của phương pháp VaR. Sau đó các tác

giả Lê Chí Đạt và Lê Tuấn Anh (2011) đã kết hợp các tiếp cận ES và mô hình tín dụng Merton/KMV để tạo ra một mô hình đo lường rủi ro tín dụng trong điều kiện thị trường có tiềm ẩn những cú sốc bất thường trong quá trình nghiên cứu mẫu 179 doanh nghiệp trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2007-2011.

Tựu chung lại, các nghiên cứu trong nước hiện nay mới chỉ tập trung ở TTCK cơ sở mà chưa đề cập tới các loại rủi ro, cách thức đo lường rủi ro trên TTCK phái sinh - thị trường đầy tiềm năng về lợi nhuận nhưng cũng có rất nhiều rủi ro.

### ***1.1.2. Các công trình nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh***

Trong khuôn khổ luận án, nghiên cứu sinh tập trung vào những tài liệu liên quan đến tác động của những yếu tố ảnh hưởng đến TTCK cơ sở và TTCK phái sinh nói riêng, ảnh hưởng đến giá của HĐTL mà NĐT cá nhân đầu tư, cụ thể là HĐTL chỉ số. Nguyên nhân của việc lựa chọn tài liệu là do chỉ số chứng khoán - tài sản cơ sở của HĐTL chỉ số phản ánh giá trị của một nhóm các cổ phiếu cụ thể trên TTCK.

#### ***1.1.2.1. Các công trình nghiên cứu về các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh***

##### ***(1) Các công trình nghiên cứu về những yếu tố vĩ mô tác động đến giá trị cổ phiếu***

Sử dụng dữ liệu của các yếu tố vĩ mô như giá trị sản xuất công nghiệp, tỷ giá, lạm phát, cung tiền và lãi suất trên TTCK Trung Quốc giai đoạn từ 01/1992 đến 12/2001, Liu và Shrestha (2008) đã kiểm định đồng kết hợp (cointegration test) đối với giá trị cổ phiếu trên TTCK trong giai đoạn này. Kết quả thu được cho thấy mối tương quan thuận giữa giá cổ phiếu với giá trị sản xuất công nghiệp và cung tiền và mối tương quan nghịch giữa giá cổ phiếu với tỷ lệ lạm phát, lãi suất và tỷ giá. Từ kết quả đó, các tác giả đã đưa ra khuyến nghị cho các NĐT rằng khi muốn đầu tư vào TTCK mới nổi Trung Quốc thì nên đầu tư dài hạn bởi trong ngắn hạn TTCK Trung Quốc dao động mạnh, rủi ro cao.

Một nghiên cứu khác của Eita (2012) thông qua nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến giá của các cổ phiếu trên TTCK Namibia đã củng cố kết luận rằng

các TTCK mới thành lập có giá cổ phiếu tương quan nghịch với lãi suất và lạm phát và tương quan thuận với các yếu tố vĩ mô như GDP, tỷ giá và cung tiền. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thời gian với tần suất quý của giá cổ phiếu, cung tiền, lạm phát, GDP, lãi suất và tỷ giá trong giai đoạn 1998-2009.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác tại các TTCK mới thành lập lại có kết quả khác biệt với những kết luận trên. Đối với TTCK Nam Á, với ba quốc gia là Pakistan, Ấn độ và Sri Lanka, Aurangzeb (2012) bằng việc sử dụng hồi quy đối với số liệu vĩ mô được thu thập cho giai đoạn từ 1997 đến 2010, đã chỉ ra đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), tỷ giá hối đoái có tương quan thuận, trong khi đó lãi suất lại có tương quan nghịch với giá của các cổ phiếu niêm yết trên TTCK ở khu vực Nam Á. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy lạm phát có tương quan nghịch với giá của các cổ phiếu nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Shaique và Herani (2016) đã kiểm tra mối quan hệ lâu dài giữa giá vàng và chỉ số KSE-100 của TTCK Pakistan với việc sử dụng dữ liệu hàng tháng từ 10/1993 đến tháng 5/2014. Dữ liệu chuỗi thời gian sau khi thử nghiệm tích hợp Johnson và Mô hình vector tự động hồi quy (VAR) đã cho thấy không có mối quan hệ lâu dài giữa chỉ số KSE và giá vàng.

Rahman và Mustafa (2018) tìm hiểu tác động của những thay đổi trong giá dầu thô và vàng đối với sự chuyển động của thị trường chứng khoán Mỹ. Dữ liệu hàng ngày được sử dụng từ ngày làm việc đầu tiên của tháng 1 năm 1986 đến ngày 30 tháng 12 năm 2016. Các thử nghiệm gốc đơn vị hiệu quả (DF-GLS và Ng-Perron), thử nghiệm ARDL-Bound có tác động tiêu cực ngắn hạn của những thay đổi của giá vàng và dầu thô đối với lợi nhuận của thị trường chứng khoán Mỹ được quan sát thấy. Kết quả có ý nghĩa thống kê từ thay đổi giá vàng, nhưng không đáng kể từ thay đổi giá dầu thô.

Với mục tiêu nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), Trương Đồng Lộc (2014) đã sử dụng bộ số liệu bao gồm chuỗi giá, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) của 20 cổ phiếu niêm yết trên HOSE, lãi suất cho vay, tỷ giá USD/VND, giá vàng và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) theo thời gian với tần suất quý

(quarterly series) trong giai đoạn từ 31/12/2006 đến 31/12/2012. Thông qua phân tích hồi quy, kết quả là EPS và tỷ giá USD/VND có tương quan tỷ lệ thuận với sự thay đổi giá của các cổ phiếu; ngược lại, biến động của giá vàng và tỷ lệ lạm phát có mối tương quan nghịch với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu.

Nghiên cứu về ảnh hưởng của giá vàng đến TTCK của Trần Huy Hoàng, Trinh Hữu Mạnh (2019) đã chỉ ra tác động của giá vàng thế giới và giá vàng trong nước đến TTCK Việt Nam với dữ liệu lấy theo tháng từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2017, sử dụng mô hình Vector tự động hồi quy – VAR (Vector autoregression). Kết quả nghiên cứu cho thấy giá vàng thế giới có tương quan cùng chiều, giá vàng trong nước có tương quan ngược chiều đến chỉ số của TTCK Việt Nam.

Nguyễn Thị Như Quỳnh, Võ Thị Hương Linh (2019), đo lường tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến TTCK Việt Nam. Nhóm tác giả sử dụng mô hình VECM để kiểm định các yếu tố gồm giá dầu, chỉ số giá tiêu dùng (đại diện cho lạm phát), cung tiền M2, lãi suất, tỷ giá hối đoái và giá vàng tác động đến chỉ số giá chứng khoán VN-Index trong giai đoạn 2000-2018. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong dài hạn lạm phát tác động tích cực đến chỉ số VN-Index, lãi suất tác động tiêu cực đến chỉ số này. Còn trong ngắn hạn, chỉ số VN-Index chủ yếu chịu tác động bởi chỉ số VN-Index tháng liền trước. Bên cạnh đó, chỉ số VN-Index có mối quan hệ cùng chiều với lãi suất, cung tiền, giá dầu và quan hệ ngược chiều với lạm phát và tỷ giá. Giá vàng là nhân tố không tác động đáng kể đến chỉ số VN-Index trong cả ngắn và dài hạn.

Như vậy các nghiên cứu trong giai đoạn hiện nay đã quan tâm đến việc xem xét các yếu tố tác động đến giá trị cổ phiếu trên TTCK cơ sở. Quá trình nghiên cứu đã đưa ra được những kết quả khác nhau khi sự biến động của giá vàng, tỷ giá hối đoái, lạm phát, lãi suất, giá vàng và cung cầu tiền. Kết quả cho thấy các yếu tố như giá vàng và tỷ giá hối đoái là một trong những yếu tố có thể xem xét để nghiên cứu tác động đến TTCK phái sinh thông qua giá HĐTL chỉ số chứng khoán.

*(2) Các công trình nghiên cứu về yếu tố giá chỉ số ảnh hưởng đến giá HĐTL chỉ số chứng khoán*

Khi nói đến rủi ro trong đầu tư HĐTL, không thể không nhắc đến sự dao động về giá của HĐTL dưới ảnh hưởng của giá tài sản cơ sở, dưới đây là một số những nghiên cứu liên quan đến vấn đề này.

Trên TTCK Mỹ, vào năm 1990, Ira G. Kawaller, Paul D. Koch và Timothy W. Koch đã tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa chỉ số giá S&P 500 và giá HĐTL S&P 500. Với việc sử dụng phương pháp phân tích hồi quy 3 giai đoạn (3SLS Regression), dữ liệu được thu thập là chỉ số S&P 500 và giá HĐTL S&P 500 theo từng phút, nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự biến động của giá hợp đồng tương lai S&P 500 sẽ dẫn đến biến động của chỉ số giá S&P 500 trong khoảng 20 – 45 phút trong khi sự thay đổi của chỉ số giá S&P 500 hiếm khi ảnh hưởng đến sự thay đổi của giá hợp đồng tương lai S&P 500 quá 1 phút.

Tiếp sau là nghiên cứu của Asim Ghosh (1993), sử dụng dữ liệu trong ngày của chỉ số S&P 500 và giá đóng cửa hàng ngày của chỉ số CRB, Gosh chọn phương pháp đồng liên kết (Cointegration) để kiểm định giả thuyết sự thay đổi của chỉ số giá thị trường giao ngay và giá HĐTL có ảnh hưởng và có thể dự đoán. Kết quả đã chỉ ra chỉ số giá thị trường giao ngay và giá HĐTL đồng liên kết. Tức là có tồn tại một mối quan hệ dài hạn giữa chỉ số giá thị trường giao ngay và giá HĐTL.

A. Craig MacKinlay và cộng sự (2015) thực hiện nghiên cứu trên dữ liệu giao dịch trong ngày đối với HĐTL chỉ số S&P 500 và báo giá trong ngày của chỉ số S&P 500 chỉ ra rằng những thay đổi giá HĐTL chỉ số S&P 500 là không tương quan và sự biến động của những thay đổi giá vượt quá sự thay đổi của giá chỉ số S&P 500. Sự thay đổi quá mức này vẫn còn tồn tại ngay cả sau khi các giải pháp kiểm soát giá không đồng bộ trong báo giá chỉ số S&P 500, và điều đó gây ra sự tương quan tự động trong thay đổi giá HĐTL chỉ số S&P 500.

Tại TTCK Hồng Kông (Trung Quốc) Tang, Mak và Choi (1992) đã sử dụng định nghĩa quan hệ nhân quả Granger (Definition of Granger Causality) và kiểm

định hoạt động của Hsio (Hsio's Operational Testing) để khám phá mối tương quan giữa giá chỉ số Hang Seng và giá HĐTL chỉ số Hang Seng. HĐTL chỉ số Hang Seng được ra mắt và giao dịch trên thị trường Hồng Kông vào năm 1986 nên nghiên cứu của Tang, Mak và Choi được tiến hành trong giai đoạn HĐTL Hang Seng chỉ mới được vận hành trên thị trường chưa đến 5 năm, hay còn được hiểu là thị trường mới nổi. Trong giai đoạn trước khi giá chỉ số Hang Seng và giá HĐTL chỉ số Hang Seng tự cân bằng để thỏa mãn mô hình Chi phí lưu kho, giá HĐTL chỉ số Hang Seng sẽ dẫn dắt giá chỉ số Hang Seng. Trong giai đoạn sau khi giá HĐTL chỉ số Hang Seng và giá chỉ số Hang Seng thỏa mãn Mô hình Chi phí lưu kho, kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa hai biến.

Cũng trên TTCK Hồng Kông, Tse (1995) tiến hành nghiên cứu mối quan hệ dẫn dắt giữa giá chỉ số Nikkei và giá HĐTL chỉ số Nikkei. Bằng việc sử dụng mô hình ECM (Error Correction Model), Tse cũng đã nhận thấy mối quan hệ dẫn dắt giữa hai chỉ số: sự thay đổi giá HĐTL Nikkei sẽ dẫn đến sự thay đổi trong ngắn hạn của giá chỉ số Nikkei.

Tiếp đến, Brook, Rew và Ritson (2001) đã sử dụng dữ liệu 10 phút một lần giai đoạn từ tháng 6/1996 đến đầu năm 1997 để tìm hiểu mối quan hệ dẫn dắt giữa giá chỉ số FTSE 100 và giá HĐTL chỉ số FTSE 100. Họ đã chọn phương pháp đồng liên kết và mô hình ECM bao gồm cả mô hình Vector tự động hồi quy – VAR (Vector autoregression) cho bài nghiên cứu của mình. Đúng như dự đoán của Brook, Rew và Ritson, suất sinh lợi bình quân của chỉ số FTSE 100 tương lai dẫn dắt suất sinh lợi bình quân của chỉ số FTSE 100.

Cụ thể hơn, Nguyễn Trần Bảo Uyên (2018) nghiên cứu mối quan hệ giữa chỉ số giá giao ngay VN30 và giá HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam. Với việc sử dụng dữ liệu theo phút trong ngày của chỉ số giá giao ngay VN30 và giá HĐTL chỉ số VN30 trong khoảng thời gian 07/09/2017 đến 07/03/2018, đề tài sử dụng mô hình Vector tự hồi quy VAR để tìm ra bằng chứng về sự tồn tại mối quan hệ giữa chỉ số giá giao ngay VN30 và giá HĐTL chỉ số VN30. Kết quả từ kiểm định Granger đã chỉ ra rằng mối quan hệ giữa chỉ số giá giao ngay VN30 và giá HĐTL

chỉ số VN30 là mối quan hệ hai chiều. Ngoài ra, kết quả từ việc phân tích hàm phản ứng đẩy IRF và phân rã phương sai cho thấy rằng, mức độ tác động của sự thay đổi chỉ số giá VN30 đến giá HĐTL chỉ số VN30 là lớn hơn so với mức độ tác động của sự thay đổi giá HĐTL chỉ số VN30 đến chỉ số giá VN30.

Với những công trình nghiên cứu kể trên về tác động của giá chỉ số chứng khoán đến giá HĐTL chỉ số chứng khoán, ta có thể thấy việc nghiên cứu kỹ hơn rủi ro về giá của HĐTL là hoàn toàn cần thiết.

#### *1.1.2.2. Các công trình nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư*

Nghiên cứu rủi ro ảnh hưởng tới NĐT cá nhân nếu chỉ nhắc đến những yếu tố khách quan (vĩ mô) trên nền kinh tế thì sẽ không đủ, do bản thân NĐT cá nhân còn chịu ảnh hưởng của chính hành vi hay tâm lý đầu tư của mình. Do vậy, cần thiết nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới năng lực chấp nhận rủi ro - thước đo sức chịu đựng rủi ro của NĐT cá nhân thông qua kiểm định các biến đặc điểm xã hội học, biến thái độ với rủi ro và biến khả năng chịu rủi ro. Dưới đây chúng ta sẽ cùng xem xét những cơ sở tạo nên nền tảng nghiên cứu này

#### *(1) Các công trình nghiên cứu thái độ với rủi ro của nhà đầu tư cá nhân*

Dựa trên định nghĩa thái độ rủi ro, các nghiên cứu khác đã được thực hiện để tìm kiếm những yếu tố tác động đến thái độ rủi ro dưới góc nhìn của NĐT. Ví dụ, Tversky và Kahneman (1985) trong nghiên cứu của mình đã khẳng định rằng thái độ rủi ro chịu ảnh hưởng của hai yếu tố lợi nhuận và thiệt hại.

**Bảng 1.1: Tổng hợp nghiên cứu các tác động của yếu tố xã hội học đến thái độ với rủi ro của nhà đầu tư cá nhân**

<b>Tác giả</b>	<b>Yếu tố tác động đến thái độ với rủi ro của NĐT cá nhân</b>
Tversky & Kahneman (1985)	Lợi nhuận và thiệt hại
Jianakoplos và Bernasek (1998)	Tình trạng hôn nhân, Số lượng trẻ trong một gia đình



Johnson & Powell (1994) Byrnes và cộng sự (1999) Nicholson và cộng sự (2005) Fehr-Duda và cộng sự (2006)	Giới tính, Tuổi tác
Olsen & Cox (2001) Frederick (2005) Eckel & Grossman (2008)	Khả năng nhận thức, Giới tính
Kannadhasan (2015)	Giới tính, tuổi tác, nghề nghiệp và thu nhập
Trautmann & van de Kuilen (2018)	Giới tính
Amari và cộng sự (2020)	Tuổi tác

(Nguồn: NCS tự tổng hợp)

Tiếp theo đó, (Frederick, 2005) bằng cách sử dụng phương pháp kiểm tra phản xạ nhận thức (Cogntitive Reflection Test) đã kiểm tra ảnh hưởng của khả năng nhận thức (cogntitive ability) đến thái độ với rủi ro đối với 3.428 cá nhân tham gia nghiên cứu. Kết quả cho thấy khả năng nhận thức có mối tương quan với thái độ rủi ro của cá nhân khi đưa ra các quyết định tìm kiếm lợi nhuận. Trong nghiên cứu này, tác giả cũng đề cập đến sự khác biệt về giới tính có thể ảnh hưởng đến thái độ rủi ro của cá nhân khi nam giới có sở thích rủi ro cao hơn so với nữ giới. Nhận định này cũng tương đồng với nhận định của các nghiên cứu khác như (Eckel và Grossman, 2008) hoặc (Olsen và Cox, 2001). Một nghiên cứu khác của Jianakoplos và Bernasek (1998) đã chỉ ra rằng phụ nữ độc thân không thích rủi ro trong quá trình ra quyết định tài chính hơn nam giới độc thân thông qua việc phân tích dữ liệu của 3.143 hộ gia đình trên toàn nước Mỹ. Bên cạnh đó, các yếu tố xã hội học về độ tuổi, số lượng trẻ cũng được tác giả đánh giá và so sánh. Kết quả cho thấy, số lượng trẻ trong gia đình có tỉ lệ nghịch với mức độ chấp nhận rủi ro của phụ nữ độc thân và không thay đổi đối với đàn ông độc thân, trong khi đó, tỉ lệ chấp nhận rủi ro của các cặp vợ chồng lại tăng lên đáng kể.

Bên cạnh các yếu tố đã được mô tả ở trên, thái độ với rủi ro còn có thể chịu ảnh hưởng bởi đặc điểm cá nhân (Nicholson và cộng sự, 2005). Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã thực hiện khảo sát với 2700 sinh viên, học viên các khóa học sau đại học của chương trình quản trị kinh doanh (MBA), giám đốc điều hành và quản lý của các công ty nhằm tìm kiếm mối liên quan giữa mức độ chấp nhận rủi ro và các yếu tố xã hội học. Thông qua việc phân tích dữ liệu bằng phương pháp SEM, tác giả đã tìm thấy sự ảnh hưởng của các yếu tố xã hội học đến mức độ chấp nhận rủi ro của cá nhân. Cụ thể, nam giới có thể chấp nhận rủi ro ở mức độ cao hơn so với nữ giới và con số này tỉ lệ nghịch với tuổi tác. Cụ thể, cả nam và nữ giới đều có sự suy giảm mức độ chấp nhận rủi ro khi tuổi tác tăng lên, và mức độ chấp nhận rủi ro ở nam giảm nhiều hơn so với nữ.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác về ảnh hưởng của các đặc điểm cá nhân đến thái độ với rủi ro lại cho ra kết quả khác biệt với những nhận định trên. (Byrnes và cộng sự, 1999) khi thực hiện phân tích 150 nghiên cứu trước đó về thái độ với rủi ro đã cho thấy kết quả mặc dù nam giới sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao hơn nữ giới nhưng kết quả này chịu tác động của những yếu tố bao gồm độ tuổi hoặc bối cảnh rủi ro. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả của các nghiên cứu khác như (Fehr-Duda và cộng sự, 2006; Johnson và Powell, 1994).

Bên cạnh ảnh hưởng của độ tuổi và bối cảnh, trình độ của cá nhân cũng ảnh hưởng đến thái độ rủi ro (Fehr-Duda và cộng sự, 2006). Cụ thể, không có sự khác biệt về thái độ rủi ro của nam và nữ ở cấp độ quản lý trong việc đưa ra các quyết định chung. Tuy cấp độ thấp hơn (chưa phải là quản lý) vẫn cho thấy kết quả rằng nam giới sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao hơn nữ giới nhưng ở cấp độ quản lý, mức độ này là tương đương nhau. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu của (Gysler và cộng sự, 2002). Ngoài những yếu tố xã hội học, tâm lý cũng là yếu tố tác động đến thái độ rủi ro của NĐT.

Trong các nghiên cứu về ảnh hưởng của các biến số kinh tế và xã hội học lên thái độ với rủi ro, kết quả thu được như sau: thái độ với rủi ro giảm khi tuổi NĐT tăng lên (Amari và cộng sự, 2020), và thái độ với rủi ro của NĐT nữ giới

thấp hơn nam giới (Trautmann và van de Kuilen, 2018). Kannadhasan (2015) đã kiểm tra thái độ với rủi ro trên các yếu tố xã hội học, cụ thể là giới tính, tuổi tác, nghề nghiệp và thu nhập. Kết quả của nghiên cứu cho thấy NĐT nữ có thái độ với rủi ro thấp hơn NĐT nam giới. Điều này là do phụ nữ có tuổi thọ cao hơn, thể hiện trách nhiệm nhiều hơn với gia đình và có tiềm năng thu nhập suốt đời thấp hơn... Điều này nhấn mạnh sự cần thiết của phụ nữ phải được giáo dục để giúp họ sử dụng rủi ro một cách khôn ngoan trong việc đảm bảo kết quả phù hợp để đáp ứng nhu cầu tài chính của họ. Thái độ với rủi ro cũng đã được nghiên cứu đối với các biến số xã hội học, cụ thể là tình trạng hôn nhân, nhưng mối quan hệ với tình trạng hôn nhân gây tranh cãi nhiều hơn và các tài liệu đã không đạt được kết quả thống nhất (Amari và cộng sự, 2020).

Các nghiên cứu khác về xã hội học với thái độ với rủi ro cũng đưa ra kết quả rằng trình độ học vấn không có ảnh hưởng đến thái độ với rủi ro (Kannadhasan, 2015; Leon và Aprilia, 2018). Điều này hoàn toàn có thể xảy ra vì thái độ với rủi ro là ý thức chủ quan của các NĐT. Thông thường, NĐT cá nhân với trình độ học vấn cao có thể là những người sẽ tăng lợi thế cạnh tranh so với những người có trình độ học vấn thấp hơn trong việc lựa chọn các phương án đầu tư và do đó sẽ không liên quan đến thái độ chấp nhận hay không chấp nhận rủi ro (Kannadhasan, 2015).

Dựa trên nghiên cứu trên, các yếu tố xã hội học sẽ được kiểm tra đối với NĐT cá nhân sẽ là tuổi và giới tính. Các yếu tố xã hội học sẽ được kiểm tra trực tiếp với thái độ rủi ro và các yếu tố xã hội học cũng sẽ được thông qua thái độ rủi ro để kiểm tra năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT.

### *(2) Các công trình nghiên cứu về khả năng chịu rủi ro của nhà đầu tư cá nhân*

Theo Zakaria và cộng sự (2017), khả năng chịu rủi ro có thể được đo lường theo thực tế hoặc khách quan. Có một số yếu tố khách quan của kế hoạch tài chính cá nhân tác động đến quá trình đánh giá rủi ro. Một số thành phần cấu thành khả năng chịu rủi ro có thể liệt kê gồm sự giàu có hiện tại, sự giàu có trong tương lai, khoảng thời gian đến khi nghỉ hưu và có thể là số tiền bồi thường hợp đồng bảo

hiểm của cá nhân NĐT. Những yếu tố này rất quan trọng đối với quá trình đánh giá rủi ro vì chúng cung cấp những thông tin chắc chắn.

Zanella (2015) thì cho rằng các biến số xã hội học như tuổi (hoặc khoảng thời gian cho đến khi nghỉ hưu) và thu nhập thường được xem trong nghiên cứu như một yếu tố quyết định khả năng chịu rủi ro và cần được tính đến trong quá trình đánh giá. Nhìn chung, các nhà quản lý tài chính tin rằng xét trên khía cạnh khách quan, những NĐT trẻ tuổi có khả năng chịu rủi ro cao vì tỷ lệ tài sản tài chính trên tổng tài sản thấp. Những NĐT trẻ hơn phải đầu tư một phần lớn tài sản của họ vào cổ phiếu, đa dạng hóa tổng tài sản của họ. Khi họ già đi, giá trị vốn của họ giảm xuống, nhưng danh mục đầu tư tài chính lại tăng lên. Để duy trì khả năng chịu rủi ro liên tục theo thời gian, những NĐT trẻ tuổi phải kết hợp tài sản phi rủi ro vào danh mục đầu tư tài chính của họ.

Dựa trên nghiên cứu trên, các yếu tố xã hội học sẽ được kiểm tra đối với NĐT cá nhân sẽ là tuổi và thu nhập của NĐT. Ngoài ra, các nghiên cứu trên cũng chỉ ra rằng khả năng chịu rủi ro liên quan đến năng lực chấp nhận rủi ro. Các yếu tố xã hội học sẽ được kiểm tra trực tiếp với khả năng chịu rủi ro và các yếu tố xã hội học cũng sẽ được thông qua khả năng chịu rủi ro để kiểm tra năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT. Khả năng chịu rủi ro sẽ được coi như một biến số can thiệp giữa các yếu tố xã hội học và năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân.

*(3) Các công trình nghiên cứu về năng lực chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư cá nhân*

*- Tuổi của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Một số nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tuổi và năng lực chấp nhận rủi ro (Nobre và cộng sự, 2016; Awais và cộng sự, 2016; Chiang & Xiao, 2017). Bayar và cộng sự (2020) phát hiện ra rằng năng lực chấp nhận rủi ro giảm dần theo tuổi tác (mối quan hệ nghịch biến) vì đối với những NĐT sắp đến tuổi nghỉ hưu, năng lực chấp nhận rủi ro của họ sẽ thấp hơn so với những NĐT trẻ tuổi. Điều này cũng là do các NĐT lớn tuổi có ít thời gian hơn để phục hồi sau những tổn thất tài chính do rủi ro đầu tư. Trong khi các nghiên cứu khác đã phát hiện ra rằng có một mối quan hệ thuận chiều giữa tuổi tác và năng lực chấp nhận rủi ro (Celikkol và

cộng sự, 2017; Kubilay & Bayrakdaroglu, 2016) bởi vì những NĐT trẻ tuổi có xu hướng có nguồn tài chính hạn chế để chịu các khoản lỗ ngắn hạn. Tuy nhiên, năng lực chấp nhận rủi ro có tác động phi tuyến tính đối với những NĐT khoảng 55 tuổi (Mahdzan và cộng sự, 2017).

*- Giới tính của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Có khá nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT bị ảnh hưởng bởi giới tính. Một số nghiên cứu đã phát hiện ra rằng phụ nữ năng lực chấp nhận rủi ro thấp hơn nam giới (Montford & Goldsmith, 2016; Dickason & Ferreira, 2018; Shusha, 2017). Fisher và Yao (2017) cho thấy phụ nữ có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn nam giới. Shusha (2017) cũng phát hiện ra rằng phụ nữ luôn tích lũy tài sản ít hơn nam giới chủ yếu do năng lực chấp nhận rủi ro của phụ nữ thấp hơn.

*- Tình trạng hôn nhân của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Theo nghiên cứu của Chatterjee và cộng sự (2017) thì những NĐT độc thân dường như có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn những NĐT đã kết hôn. Nhóm tác giả cũng cho rằng, các NĐT đã kết hôn thường ít đầu tư vào các tài sản rủi ro so với những NĐT vẫn độc thân... Nghiên cứu từ Dickason và Ferreira (2019) và Kannadhasan và cộng sự (2016) phát hiện ra rằng các NĐT độc thân có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn các NĐT đã kết hôn. (Subramaniam & Athiyaman, 2016) cho rằng nguyên nhân dẫn đến hiện tượng này là có thể do những NĐT đã lập gia đình có những vấn đề tài chính cần được quan tâm và họ sẽ có tinh thần cảnh giác cao hơn so với bất kỳ khoản lỗ nào từ các khoản đầu tư có mức độ rủi ro cao.

*- Trình độ học vấn của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Nghiên cứu trước đây đã phát hiện ra mối quan hệ đáng kể giữa trình độ học vấn và năng lực chấp nhận rủi ro của các NĐT (Kannadhasan và cộng sự, 2016; Fisher, 2020; Mohan & Singh, 2017). Trình độ học vấn có mối quan hệ thuận chiều với hành vi chấp nhận rủi ro, những NĐT có trình độ học vấn cao hơn sẵn sàng chấp nhận rủi ro hơn so với những NĐT có trình độ học vấn thấp (Kannadhasan và cộng sự, 2016). Đổi lại, những NĐT được giáo dục tốt hơn có thể nâng cao kiến thức tài chính của họ và được trang bị tốt hơn để có thể tự phân tích các cơ hội đầu tư tiềm năng khác nhau. Điều này sẽ làm tăng sự tự tin và năng lực chấp nhận rủi ro của họ

hơn những người khác (Anbar & Eker, 2019).

*- Thu nhập của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Thu nhập là một yếu tố liên quan được coi là có mối tương quan cùng chiều với năng lực chấp nhận rủi ro (Ryack & Sheikh, 2016; Magendans và cộng sự, 2016). Điều này dựa trên giả thuyết rằng những NĐT có thu nhập cao hơn có thể dễ dàng chịu thua lỗ hơn do đầu tư rủi ro do đó thu nhập có mối quan hệ thuận chiều với năng lực chấp nhận rủi ro (Subramaniam & Athiyaman, 2016). Theo Koekemoer và Ferreira (2019), những NĐT có thu nhập cao và tỷ phú chịu rủi ro lớn hơn so với những có thu nhập thấp. Các nhà quản lý đầu tư đã kết luận rằng sự gia tăng mức thu nhập làm tăng năng lực chấp nhận rủi ro.

*- Thái độ với rủi ro của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Saurabh và Nandan (2018) cho rằng NĐT thái độ với rủi ro cao tỏ ra có năng lực chấp nhận rủi ro cao, và ngược lại, NĐT có thái độ với rủi ro thấp tỏ ra có năng lực chấp nhận rủi ro thấp. Park và Yao (2016) đã kiểm tra mối quan hệ của thái độ rủi ro đối với năng lực chấp nhận rủi ro thông qua các thử nghiệm lựa chọn xổ số trực tuyến. Nghiên cứu đưa ra kết quả rằng năng lực chấp nhận rủi ro và sự né tránh rủi ro có mối quan hệ thuận chiều với nhau. Điểm chấp nhận rủi ro của NĐT là một yếu tố dự đoán quan trọng về thái độ với rủi ro của họ. Bằng cách phát triển nghiên cứu trước đó, luận án muốn kiểm tra thái độ với rủi ro của một NĐT có ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro hay không, hay nói cách khác, liệu NĐT sợ rủi ro có năng lực chấp nhận rủi ro thấp, và NĐT là người tìm kiếm rủi ro (risk seeker) có năng lực chấp nhận rủi ro cao hay không hoặc ngược lại.

*- Khả năng chịu rủi ro của NĐT tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro*

Kitces (2018) phát hiện ra rằng trong khi khả năng chịu rủi ro là tất cả các tài sản tài chính của một NĐT, thì năng lực chấp nhận rủi ro đo lường khả năng trừu tượng của NĐT để đối phó với rủi ro về mặt cảm xúc hoặc hành vi. Bởi vì năng lực chấp nhận rủi ro đánh giá mức độ sẵn sàng chấp nhận rủi ro của một NĐT, biến này hoàn toàn không liên quan đến khả năng chịu rủi ro, cho dù cá nhân đó có nhiều hay ít tài sản trên bảng cân đối kế toán. Kitces (2018) khuyến nghị cần phải xem xét năng lực chấp nhận rủi ro và khả năng chịu rủi ro trong suốt quá trình đánh giá rủi ro tài

chính. Saurabh và Nandan (2018) cho rằng khả năng chịu rủi ro cao cho thấy NĐT đó có năng lực chấp nhận rủi ro cao, và ngược lại, những NĐT có khả năng chịu rủi ro thấp cho thấy cá nhân đó có năng lực chấp nhận rủi ro thấp. Dựa trên nghiên cứu hiện có, luận án sẽ xem xét ảnh hưởng của khả năng chịu rủi ro đối với năng lực chấp nhận rủi ro, với giả định ban đầu rằng NĐT có khả năng chịu rủi ro cao có năng lực chấp nhận rủi ro cao và NĐT có khả năng chịu rủi ro thấp có năng lực chấp nhận rủi ro thấp hoặc ngược lại.

### ***1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu***

*1.1.3.1. Về các tiếp cận nghiên cứu rủi ro của nhà đầu tư cá nhân trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh*

*Thứ nhất*, đối với việc xem xét các yếu tố khách quan tác động tới rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh hiện nay đã có rất nhiều nghiên cứu liên quan đến đầu tư trên TTCK phái sinh tuy nhiên chỉ sử dụng các mô hình ECM, mô hình VAR, mô hình Granger tìm ra các bằng chứng về mối quan hệ giữa giá HĐTL và giá của tài sản cơ sở. Bên cạnh đó, phương pháp phân tích hồi quy qua 3 giai đoạn (3LS Regression), phương pháp đồng liên kết (Cointegration) chỉ được sử dụng dùng để nghiên cứu mối quan hệ tác động của các yếu tố vĩ mô thị trường đến giá cổ phiếu trên TTCK cơ sở và chưa được thực hiện đối với TTCK phái sinh.

*Thứ hai*, đối với việc xem xét các nghiên cứu thuộc về hành vi NĐT hay các yếu tố chủ quan của NĐT như các yếu tố xã hội học như tuổi tác, giới tính, trình độ học vấn, tình trạng hôn nhân, tình hình thu nhập của NĐT, thái độ với rủi ro, khả năng chịu rủi ro tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro đã được nghiên cứu nhưng chưa từng được thực hiện toàn diện và đặc biệt chưa được thực hiện ở các nước Đông Nam Á, cụ thể là Việt Nam.

Nguyên nhân của việc xem xét các yếu tố chủ quan của NĐT cá nhân được chỉ ra ở đây do nhu cầu thiết yếu của việc nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL là việc xem xét rủi ro ba chiều gồm có:

- + Thái độ với rủi ro của NĐT: Đánh giá nhu cầu về rủi ro của NĐT, tính toán phân bổ tài sản tiềm năng phù hợp với rủi ro thị trường
- + Khả năng chịu rủi ro của NĐT: quyết định khả năng tài chính của NĐT để

chống lại sự suy giảm giá trị danh mục đầu tư

+ Năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân: đây là hành vi chịu đựng thua lỗ của NĐT, sẽ sử dụng các bảng hỏi để đo tâm lý để dự đoán xu hướng cảm xúc của NĐT quanh việc mất giá trị đầu tư và kỷ luật đầu tư.

Việc khảo sát này hứa hẹn sẽ tạo nền tảng cho các chiến lược danh mục đầu tư và kế hoạch tài chính và đầu tư kèm theo các quyết định, không chỉ đối với NĐT cá nhân mà còn đối với các doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ tài chính.

#### *1.1.3.2. Về dữ liệu và các kỹ thuật phân tích*

##### *(1) Xét theo tiếp cận khách quan*

Đa số các kết quả nghiên cứu đều được tiến hành tại các thị trường phát triển, trong khi TTCK phái sinh Việt Nam chỉ mới được thành lập vào 8/2017. Với bối cảnh Việt Nam số lượng các nghiên cứu còn ít, còn nhiều hạn chế về mặt số liệu. Các công trình nghiên cứu trước phần lớn nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc tìm hiểu mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô đến TTCK cơ sở hoặc đến giá HĐTL chỉ số VN30 mà chưa có nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro của HĐTL trên TTCK phái sinh cụ thể là rủi ro về giá. Hiện mới chỉ có một nghiên cứu trong nước liên quan đến mã HĐTL chỉ số VN30F1M. Nghiên cứu trong luận án sẽ tìm hiểu cả 4 mã chỉ số là VN30F1M (kỳ hạn 1 tháng), VN30F2M (kỳ hạn 2 tháng), VN30F1Q (kỳ hạn 3 tháng) và VN30F2Q (kỳ hạn 6 tháng). Do đó nghiên cứu được đưa ra để bổ sung khoảng trống nghiên cứu trên..

##### *(2) Xét theo tiếp cận hành vi của NĐT cá nhân*

Nghiên cứu xem xét theo tiếp cận hành vi của NĐT bao gồm các yếu tố xã hội học của NĐT cá nhân, yếu tố thái độ với rủi ro, yếu tố khả năng chịu rủi ro tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro cần được cập nhật dữ liệu, vì các yếu tố này không cố định và điều chỉnh theo các điều kiện và tình huống hiện tại, đặc biệt là yếu tố tuổi tác, trong khi tại thời điểm nghiên cứu này, tuổi của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam bị chi phối bởi độ tuổi trẻ. Thời gian nghiên cứu sẽ được thực hiện thông qua bảng hỏi cá nhân và phân tích bởi mô hình PLS - SEM trong giai đoạn từ 1/2022 đến 6/2022 để cập nhật tốt nhất giá trị nghiên cứu.

Luận án hướng tới giải quyết các vấn đề tồn tại trong khoảng trống nghiên



cứu như:

- Hiện nay chưa có nghiên cứu làm rõ được việc đo lường và nhận dạng rủi ro trong đầu tư HĐTL cụ thể là rủi ro về giá, nghiên cứu các yếu tố vĩ mô và giá tài sản cơ sở tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân. Đặc biệt, các nghiên cứu tại Việt Nam về giá HĐTL mới chỉ được thực hiện trên một mã HĐTL là VN30F1M.

- Ngoài nghiên cứu về những yếu tố vĩ mô khách quan tác động, luận án còn nghiên cứu theo hướng hành vi của NĐT, cụ thể là năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT thông qua các biến xã hội học, biến thái độ với rủi ro và biến khả năng chịu rủi ro của NĐT cá nhân. Điều này thực sự cần thiết khi nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân – chủ thể chịu nhiều ảnh hưởng của tâm lý đám đông. Kết quả nghiên cứu sẽ đưa ra những luận giải về mức độ chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân trước khi đưa ra quyết định đầu tư HĐTL.

- Nghiên cứu rủi ro đa chiều chưa từng thực hiện ở Việt Nam, theo mô hình SEM khi phân tích rủi ro đa chiều về thái độ với rủi ro, năng lực chấp nhận rủi ro và khả năng chịu rủi ro của NĐT cá nhân đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh.

Căn cứ vào giới hạn và khoảng trống nghiên cứu, luận án sẽ tập trung làm rõ những nội dung sau:

- Tổng hợp cơ sở lý luận và thực tiễn về rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh

- Theo tiếp cận khách quan, phân loại và đưa ra chỉ tiêu phản ánh rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam; đồng thời phân tích và kiểm định mức độ các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh tại Việt Nam thông qua mô hình VAR.

- Theo tiếp cận hành vi của NĐT cá nhân, phân tích và kiểm định mức độ các yếu tố ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của các NĐT cá nhân đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh tại Việt Nam thông qua mô hình PLS - SEM.

- Đề xuất các khuyến nghị giảm thiểu rủi ro đối với NĐT cá nhân HĐTL và việc điều hành của các cơ quan quản lý nhà nước, việc tư vấn của các doanh nghiệp thực hành và kinh doanh HĐTL trên TTCK phái sinh tại Việt Nam.

## **1.2. Phương pháp nghiên cứu**

### **1.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu**

#### *1.2.1.1. Dữ liệu thứ cấp*

Dữ liệu thứ cấp được nghiên cứu sinh tổng hợp từ 01/8/2019 đến ngày 31/07/2022 thông qua công ty cổ phần Tài Việt (Vietstock) và Tổng cục thống kê để tìm hiểu theo tiếp cận TTCK, những yếu tố tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam.

Những dữ liệu thứ cấp này bao gồm:

- Giá vàng trong nước: Nguồn số liệu từ Tổng cục thống kê
- Tỷ giá hối đoái USD/ VND: Nguồn số liệu từ Tổng cục thống kê
- Giá chỉ số VN30: Nguồn số liệu từ công ty cổ phần Tài Việt

#### *1.2.1.2. Dữ liệu sơ cấp*

Dữ liệu sơ cấp được thực hiện thông qua kỹ thuật phỏng vấn NĐT cá nhân nhằm để khám phá, tìm hiểu theo tiếp cận hành vi của NĐT cá nhân về những yếu tố xã hội học ảnh hưởng, thái độ với rủi ro, khả năng chịu rủi ro đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam của NĐT cá nhân.

Đối với phương pháp này, nghiên cứu sinh thực hiện trực tiếp gặp mặt NĐT cá nhân hoặc qua khảo sát Google form đối với các NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam hiện nay thông qua các nhân viên môi giới của các công ty chứng khoán như Công ty cổ phần chứng khoán VPS, SSI, Rồng Việt, VN-Direct.

- Số lượng mẫu nghiên cứu : 412 NĐT cá nhân
- Tiêu chuẩn khảo sát: NĐT có tài khoản và đang đầu tư trên TTCK phái sinh.

### **1.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu**

#### *1.2.2.1. Phương pháp xử lý dữ liệu thứ cấp*

Qua việc tham khảo và kế thừa các nghiên cứu trên thế giới, luận án sẽ tiến hành xử lý dữ liệu thứ cấp các bước sau:

*Bước 1:* Tiến hành thống kê mô tả dữ liệu thu thập được.

*Bước 2:* Kiểm định nghiệm đơn vị - tính dừng

*Bước 3:* Mô hình VAR và kiểm định quan hệ nhân quả Granger

*Bước 4:* Phân tích hàm phản ứng đẩy IRF và phân rã phương sai

*Bước 5:* Kiểm định tính ổn định và kiểm định phần dư mô hình VAR

Để nghiên cứu dữ liệu thứ cấp từ thu thập thị trường, nghiên cứu sử dụng mô hình VAR (Vector Autoregression) – mô hình Vector tự động hồi quy. VAR là một trong những mô hình phổ biến nhất trong nghiên cứu định lượng. Khi xét đến mối quan hệ giữa các biến số kinh tế, không chỉ có mối quan hệ một chiều giữa biến độc lập và biến phụ thuộc, ở một số trường hợp còn có ảnh hưởng ngược lại. Do đó, rất cần thiết để xem xét sự tác động qua lại giữa các biến số kinh tế cùng một lúc. Ở nghiên cứu của đề tài, nghiên cứu sinh lựa chọn mô hình này kiểm định mối quan hệ giữa các chỉ số vĩ mô (cụ thể là giá vàng trong nước và tỷ giá hối đoái), giá HĐTL chỉ số VN30 để xem xét tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam

Mô hình VAR tổng quát có dạng như sau:

$$Y_t = \delta + \theta Y_{t-1} + \epsilon_t$$

$$\text{Với } \epsilon_t \sim \text{iid}(0, \Sigma)$$

*Trong đó:*

$\Sigma$ : Ma trận hiệp phương sai

$\theta$ : Ma trận hệ số

$Y_t$ : Vector ma trận của các biến

$\delta$ : Vector chứa các chặn

$\epsilon_t$ : Vector chứa các sai số ngẫu nhiên

#### 1.2.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu sơ cấp

Luận án sử dụng mô hình SEM để phân tích thông tin thu từ khảo sát qua bảng hỏi để thu thập dữ liệu nghiên cứu những yếu tố xã hội học, thái độ với rủi ro, khả năng chịu rủi ro ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam của NĐT cá nhân. Từ những yếu tố chủ quan từ phía NĐT, luận án đưa ra khuyến nghị phù hợp nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư và giảm

thiếu rủi ro.

- *Giới thiệu về mô hình cấu trúc tuyến tính SEM (Structural Equation Modelling)*

Mô hình cấu trúc tuyến tính SEM (Structural Equation Modelling) được sử dụng để phân tích mối quan hệ phức tạp trong mô hình nhân quả. Mô hình SEM được sử dụng khá rộng rãi trong lĩnh vực nghiên cứu tâm lý học, xã hội học, nghiên cứu sự phát triển của trẻ em và trong lĩnh vực quản lý.

Do SEM chính là sự mở rộng của mô hình tuyến tính tổng quát (GLM - General Linear Model) nên ta có thể kiểm định một tập hợp phương trình hồi quy cùng một lúc, kiểm định một tập hợp phương trình hồi quy cùng một lúc. Ngoài ra, SEM có thể cho một mô hình phức hợp phù hợp với dữ liệu như các bộ dữ liệu khảo sát trong dài hạn (longitudinal), phân tích nhân tố khẳng định (CFA - Confirmatory Factor Analysis), các mô hình không chuẩn hóa, cơ sở dữ liệu có cấu trúc sai số tự tương quan, dữ liệu với các biến số không chuẩn (Non-Normality), hay dữ liệu bị thiếu (missing data).

Mô hình SEM chỉ ra mối quan hệ giữa các biến tiềm ẩn (Latent Variables) và biến quan sát (observed variables). Nó cung cấp thông tin về thuộc tính đo lường của biến quan sát (độ tin cậy, độ giá trị). Mô hình cấu trúc chỉ rõ mối quan hệ giữa các biến tiềm ẩn với nhau. Các mối quan hệ này có thể mô tả những dự báo mang tính lý thuyết mà các nhà nghiên cứu quan tâm. Mô hình SEM phối hợp được tất cả các kỹ thuật như hồi quy đa biến, phân tích nhân tố và phân tích mối quan hệ hỗ tương (giữa các phần tử trong sơ đồ mạng) để cho phép chúng ta kiểm tra mối quan hệ phức hợp trong mô hình. Khác với những kỹ thuật thống kê khác chỉ cho phép ước lượng mối quan hệ riêng phần của từng cặp nhân tố (phần tử) trong mô hình cổ điển (mô hình đo lường), SEM cho phép ước lượng đồng thời các phần tử trong tổng thể mô hình, ước lượng mối quan hệ nhân quả giữa các khái niệm tiềm ẩn (Latent Constructs) qua các chỉ số kết hợp cả đo lường và cấu trúc của mô hình lý thuyết, đo các mối quan hệ ổn định (recursive) và không ổn định (non-recursive), đo các ảnh hưởng trực tiếp cũng như gián tiếp, kể cả sai số đo và tương quan phần dư. Với kỹ thuật phân tích nhân tố khẳng định (CFA) mô hình SEM cho phép linh động

tìm kiếm mô hình phù hợp nhất trong các mô hình đề nghị.

*- Công dụng và lợi thế của mô hình cấu trúc tuyến tính SEM*

Mô hình SEM là một kỹ thuật thống kê mạnh có thể giải quyết các yêu cầu sau:

- + Phân tích nhiều mô hình hồi quy bội một cách đồng thời;
- + Phân tích hồi quy với bài toán đa cộng tuyến;
- + Phân tích phân tích đường dẫn với nhiều biến phụ thuộc;
- + Mô hình hóa mối quan hệ đa chiều giữa các biến trong một mô hình.

*- Các cách tiếp cận của mô hình SEM*

Hiện nay có hai phương pháp chủ yếu để phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM, đó là: CBSEM và PLS-SEM (hay còn được gọi là mô hình đường dẫn PLS). Trong khi, CBSEM chủ yếu được sử dụng để xác nhận (hoặc từ chối) các lý thuyết thì PLS-SEM chủ yếu được sử dụng để phát triển các lý thuyết trong nghiên cứu khám phá. Nó thực hiện điều này bằng cách tập trung vào giải thích phương sai trong các biến phụ thuộc khi kiểm tra mô hình. Do đó trong nghiên cứu này luận án sử dụng phương pháp PLS - SEM

*- Các bước thống kê trong mô hình SEM*

- + Kiểm tra độ tin cậy của thang đo
- + Bảng hệ số Cronbach's Alpha
- + Ước lượng các hệ số hồi quy và t-value
- + Phân tích nhân tố khẳng định (CFA): thực hiện trên mô hình đo lường để loại các biến có hệ số tải nhân tố tiềm ẩn thấp. Có thể thực hiện kiểm định CFA trên từng mô hình con (Sub Model) trước khi kiểm định mô hình tổng thể (tập hợp các mô hình con để kiểm định đồng thời).

+ Thống kê SMC (Square Multiple Correlation) cho mỗi khái niệm tiềm ẩn ngoại sinh (kết quả phân tích CFA của mô hình đo lường nêu trên), tương tự hệ số R<sup>2</sup> trong hồi quy tuyến tính, SMC là phương sai giải thích của mỗi khái niệm tiềm ẩn

Với những đặc điểm và ưu điểm kể trên, mô hình SEM sẽ là mô hình hợp lý để xem xét và kiểm định các yếu tố xã hội học, thái độ rủi ro, khả năng chịu rủi

ro tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro khi nghiên cứu rủi ro đối với NĐT cá nhân khi đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh.

### ***1.2.3. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu***

#### ***1.2.3.1. Mô hình và giả thuyết đối với dữ liệu thứ cấp***

Với mục đích kiểm định các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam dựa theo tiếp cận TTCK, nghiên cứu sinh dự kiến giả thuyết của nghiên cứu dựa trên tình hình tổng quan nghiên cứu như sau:

*G1 - Giá chỉ số VN30 ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30*

*G2 - Giá vàng trong nước ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30*

*G3 - Tỷ giá giao ngay USD/VND ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30*

#### ***1.2.3.1. Mô hình và giả thuyết đối với dữ liệu sơ cấp***

Để xác định các yếu tố chủ quan ảnh hưởng quyết định đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân, nghiên cứu thực hiện khảo sát với 412 NĐT cá nhân đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh. Bảng hỏi được thiết kế bao gồm hai phần chính:

Phần 1 - Thu thập thông tin cá nhân liên quan đến yếu tố xã hội học của NĐT bao gồm 42 câu hỏi. Các yếu tố được thu thập gồm có độ tuổi, giới tính, trình độ học vấn liên quan đến tài chính, nơi ở, tình trạng hôn nhân và gia đình của NĐT.

Phần 2 - Thu thập giúp đánh giá năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT thông qua các yếu tố Thái độ đối với rủi ro (Risk attitude) và Khả năng chịu rủi ro (Risk capacity) của NĐT.

Từ tổng quan các công trình nghiên cứu, nghiên cứu sinh đề xuất giả thuyết nghiên cứu:

*H1- Tuổi ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

*H2- Giới tính ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

*H3- Tình trạng hôn nhân ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

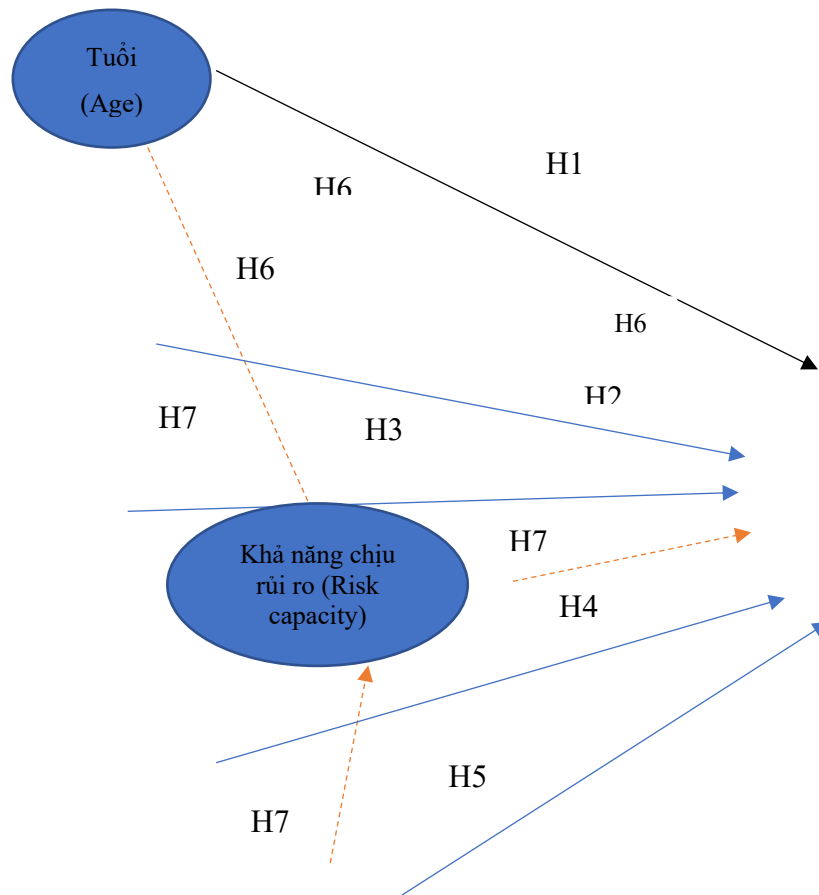
*H4- Trình độ học vấn ảnh hưởng ngược chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

*H5- Thu nhập ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

*H6a- Thái độ với rủi ro có ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

*H6b - Tuổi ảnh hưởng thuận chiều đến thái độ đối với rủi ro của NĐT*

*H6c - Giới tính ảnh hưởng đến thái độ đối với rủi ro của NĐT*



**Hình 1.1: Mô hình nghiên cứu dữ liệu sơ cấp của luận án**

*(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)*

*H7a- Khả năng chịu rủi ro thuận chiều có ảnh hưởng đến năng lực chấp*

*nhận rủi ro của NĐT*

*H7b - Tuổi ảnh hưởng thuận chiều trực tiếp đến khả năng chịu rủi ro của NĐT*

*H7c - Thu nhập ảnh hưởng thuận chiều trực tiếp đến khả năng chịu rủi ro của NĐT.*

*H8 - Tuổi ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua thái độ đối với rủi ro của NĐT*

*H9 - Giới tính ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua thái độ đối với rủi ro của NĐT*

*H10 - Tuổi ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua khả năng chịu rủi ro của NĐT*

*H11 - Thu nhập ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua khả năng chịu rủi ro của NĐT*

Nghiên cứu sử dụng thang Likert 5 để đánh giá các yếu tố tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân. Thang đo thứ tự gồm 5 mức độ: (1. Rất không đồng ý, 2. Không đồng ý, 3: Phân vân, 4. Đồng ý, 5. Rất đồng ý). Bảng hỏi được thực hiện trực tiếp và online gửi đến các NĐT thông qua google form từ 1/2022 đến 06/2022.

Trong quá trình hoàn thiện bảng hỏi, đã có sự tham khảo của các bảng hỏi ở những công trình tổng quan. Sau khi có bảng câu hỏi hoàn thiện thì có kiểm tra tính ứng dụng và sự cô đọng của câu hỏi thông qua việc gửi câu hỏi đến các cá nhân có làm trong lĩnh vực TTCK nói chung và TTCK phái sinh nói riêng. Cuối cùng đưa ra được bảng hỏi gồm các phân đoạn hỏi liên quan tới khả năng chịu rủi ro, thái độ với rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro.



## KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Trong chương 1, luận án tập trung trình bày hai nội dung chính là tổng quan tình hình nghiên cứu; trình bày phương pháp thu thập dữ liệu và nghiên cứu của luận án.

Với việc tổng quan tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước, luận án đã khái quát được các nội dung chính: (1) Luận án tìm hiểu các công trình nghiên cứu về rủi ro và mô hình đo lường rủi ro trên thị trường; các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh; (2) Luận án tìm hiểu các công trình nghiên cứu về tác động của những yếu tố xã hội học, biến thái độ với rủi ro, biến khả năng chịu rủi ro đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân trong đầu tư. Trên cơ sở đó, luận án tìm ra các khoảng trống nghiên cứu, nhằm đưa ra các câu hỏi nghiên cứu cần giải quyết.

Ngoài ra, luận án cũng trình bày phương pháp thu thập dữ liệu sơ cấp và thứ cấp, đề xuất phương pháp cũng như mô hình nghiên cứu dự kiến của luận án để trả lời những câu hỏi nghiên cứu nêu trên.

**CHƯƠNG 2**  
**CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI**  
**CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG**  
**CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH**

**2.1. Khái quát về hợp đồng tương lai và đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh**

**2.1.1. Khái niệm, đặc điểm và cơ chế giao dịch của hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh**

*2.1.1.1. Khái niệm hợp đồng tương lai*

HĐTL là một sản phẩm được giao dịch rộng rãi tại các TTCK lớn của thế giới như Mỹ, châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc... Do đó đã có nhiều công trình nghiên cứu đưa ra định nghĩa về loại sản phẩm này, có thể kể đến một số các định nghĩa như sau:

Theo giáo trình đào tạo chứng chỉ CIIA của Thụy Sĩ, "*HĐTL là một hợp đồng giữa hai bên được chuẩn hóa mà theo đó một bên (bên bán) đồng ý giao cho bên kia (bên mua) tại một thời điểm trong tương lai (ngày đáo hạn, hoặc ngày giao hàng) một khối lượng hoặc số lượng (quy mô hợp đồng) của một loại tài sản nào đó (tài sản cơ bản hay còn gọi là tài sản gốc – underlying asset) với một mức giá đã được thỏa thuận trước (giá thụ) sẽ được thanh toán vào ngày giao hàng (nhưng phải được xác định tại thời điểm hai bên ký kết hợp đồng)*". HĐTL được giao dịch với một mức giá nào đó trên sàn giao dịch có tổ chức, sẽ xác định chất lượng của hàng hóa hoặc tài sản, số lượng, và ngày giao.

Theo Luật chứng khoán Việt Nam (2019), "*HĐTL là loại CKPS niêm yết, xác nhận cam kết giữa các bên để thực hiện một trong các giao dịch sau đây:*

- *Mua hoặc bán số lượng tài sản cơ sở nhất định theo mức giá đã được xác định vào ngày đã xác định trong tương lai*
- *Thanh toán khoản chênh lệch giữa giá trị tài sản cơ sở đã được xác định tại thời điểm giao kết hợp đồng và giá trị tài sản cơ sở vào ngày đã xác định trong tương lai*".

John C.Hull nhận xét “*HĐTL giống như hợp đồng kỳ hạn, HĐTL là thỏa thuận giữa hai bên để mua hoặc bán một tài sản tại một thời điểm nhất định trong tương lai với một mức giá nhất định*”. Tuy nhiên, không giống như hợp đồng kỳ hạn, HĐTL thường được giao dịch trên một sàn giao dịch. Để thực hiện giao dịch, sàn giao dịch chỉ định một số tính năng tiêu chuẩn hóa nhất định của hợp đồng. Vì hai bên trong hợp đồng không nhất thiết phải biết nhau, nên sàn giao dịch cũng cung cấp một cơ chế đảm bảo cho hai bên rằng hợp đồng sẽ được thực hiện.

Theo Robert L.Mcdonald (2013) trong cuốn “Derivatives market”: “*HĐTL thể hiện cam kết mua hoặc bán một tài sản cơ bản vào một ngày nào đó trong tương lai. Bởi vì HĐTL được giao dịch trao đổi, chúng được tiêu chuẩn hóa và có ngày, địa điểm và thủ tục giao hàng cụ thể*”.

Theo Robert E Whaley (2006) trong cuốn "Derivatives: markets, valuation, and risk management" cũng có nhận định “*HĐTL giống như hợp đồng kỳ hạn, ngoại trừ việc biến động giá được điều chỉnh theo thị trường mỗi ngày thay vì đợi cho đến khi hợp đồng hết hạn và có một giao dịch thanh toán duy nhất, một lần và cho tất cả*”. Nếu việc điều chỉnh theo giá thị trường tạo ra một khoản lợi nhuận trong suốt thời gian tồn tại của HĐTL, khoản lợi nhuận thu được có thể được tái đầu tư vào chứng khoán sinh lãi. Ngược lại, nếu việc điều chỉnh theo giá thị trường thua lỗ, thì khoản lỗ đó phải được bù đắp bằng tài sản chịu lãi hiện có hoặc đi vay với lãi suất phi rủi ro.

Theo TS. Đào Lê Minh (2016), trong cuốn “*Giáo trình chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh*” cho rằng “*HĐTL là một thỏa thuận về việc mua bán một lượng tài sản cụ thể với mức giá xác định vào một thời điểm nhất định trong tương lai*”.

Theo TS. Nguyễn Lê Cường (2017) trong cuốn “*Giáo trình chứng khoán phái sinh*”: “*HĐTL là một cam kết giữa hai bên để mua hoặc bán một số lượng tài sản cơ sở tại một thời điểm nhất định trong tương lai với mức giá xác định trước*”.

Dựa trên những tài liệu trên, có thể nhận thấy khái niệm về HĐTL đã nêu ra được các chủ thể tham gia giao dịch HĐTL, giá cả, qui trình và các nguyên tắc giao dịch cơ bản.

Từ những nhận định trên, có thể định nghĩa rằng “*HĐTL là một hợp đồng thể hiện quan hệ mua - bán giữa hai chủ thể người mua và người bán, nhằm mua bán tài sản cơ sở cụ thể với giá đã thỏa thuận ngày hôm nay vào một ngày nào đó trong tương lai*”.

#### *2.1.1.2. Đặc điểm của hợp đồng tương lai*

Hợp đồng tương lai trên TTCK phái sinh có những đặc điểm như sau:

- *Thứ nhất*, HĐTL được niêm yết trên Sở giao dịch vì vậy các điều kiện giao dịch được chuẩn hóa. Sở giao dịch nơi niêm yết HĐTL sẽ quy định cụ thể các nội dung chi tiết của một hợp đồng, như loại và chất lượng tài sản cơ sở, quy mô của hợp đồng hay số lượng tài sản cơ sở giao dịch tương ứng của hợp đồng, cách thức giao nhận cũng như thanh toán giữa hai bên khi hợp đồng đáo hạn.

- *Thứ hai*, HĐTL được tiêu chuẩn hoá. Các hợp đồng kỳ hạn có thể được lập ra cho bất kỳ loại hàng hóa nào, với bất kỳ số lượng và chất lượng như thế nào và với thời hạn thanh toán bất kỳ được hai bên tham gia hợp đồng chấp thuận. Trong khi đó, các HĐTL niêm yết tại Sở giao dịch qui định các dạng hàng hóa cụ thể, với một số lượng nhất định đáp ứng các yêu cầu về chất lượng và thời điểm giao hàng xác định.

- *Thứ ba*, rủi ro thanh toán của HĐTL thấp. Với việc sử dụng các HĐTL được niêm yết trên Sở Giao dịch, hai bên tham gia vào HĐTL sẽ kiểm soát được rủi ro thanh toán. HĐTL được thực hiện thanh toán đa phương thông qua nghiệp vụ bảo lãnh thanh toán của Trung tâm thanh toán bù trừ, các bên tham gia giao dịch HĐTL phải đáp ứng yêu cầu ký quỹ. HĐTL cũng chịu sự quản lý và điều tiết chặt chẽ của thị trường tập trung, do đó các NĐT có xu hướng thích tham gia vào HĐTL và từ đó gia tăng tính thanh khoản cho HĐTL.

- *Thứ tư*, NĐT tham gia HĐTL có thể thực hiện đóng vị thế bất cứ lúc nào bằng cách tham gia vị thế ngược đối với HĐTL tương tự. Từ đó sẽ giúp NĐT linh hoạt trong việc sử dụng vốn. Ngoài ra, khi tham gia đầu tư HĐTL, NĐT có khả năng thu được những khoản lợi nhuận lớn hơn nhiều so với số tiền ban đầu rất nhỏ (so với việc đầu tư trên TTCK cơ sở). Khi dự đoán của NĐT về biến động giá của tài sản cơ sở trở thành hiện thực, NĐT sẽ kiếm được lợi nhuận từ vị thế HĐTL mà

mình nắm giữ. Và do hiệu ứng đòn bẩy của khoản tiền ký quỹ, mức sinh lời trên thị trường này thường cao hơn nhiều so với TTCK cơ sở.

### *2.1.1.3. Các loại hợp đồng tương lai*

Căn cứ vào vào tài sản cơ sở, HĐTL trên TTCK phái sinh thường được phân loại thành bốn nhóm, bao gồm:

#### *- Hợp đồng tương lai tiền tệ*

Hàng hóa cơ sở cho loại HĐTL này rất đa dạng: đồng bảng Anh, đồng yên Nhật, đồng đôla Canada, đồng real Brazil, đồng đôla Úc, đồng franc Thụy Sĩ, đồng Euro... HĐTL tiền tệ có thể giúp NĐT phòng ngừa rủi ro hoặc tìm kiếm lợi nhuận từ những biến động của tỷ giá hối đoái.

#### *- Hợp đồng tương lai lãi suất và HĐTL trái phiếu*

Hợp đồng tương lai lãi suất là loại CKPS có thể được sử dụng để đối phó với những biến động của lãi suất ngắn hạn (kỳ hạn dưới 1 năm) trong khi HĐTL trái phiếu thường gắn liền với thị trường công cụ nợ kỳ hạn từ 1 năm trở lên. Theo đó, ở HĐTL lãi suất, tài sản/ công cụ cơ sở thường thấy bao gồm tín phiếu kho bạc, các khoản tiền gửi (ví dụ: tiền gửi bằng đồng đôla Mỹ ở các thị trường ngoài nước Mỹ)... Với HĐTL trái phiếu, tài sản cơ sở của hợp đồng thường là TPCP (có thể được lựa chọn với những thời hạn trái phiếu khác nhau).

#### *- Hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu*

Tài sản cơ sở của loại HĐTL này là một chỉ số cổ phiếu nhất định. Các chỉ số cổ phiếu được chọn có thể là chỉ số chung toàn thị trường, chỉ số ngành hay chỉ số được tính từ một nhóm/rô cổ phiếu nào đó. Các HĐTL chỉ số cổ phiếu được thanh toán bằng tiền khi đáo hạn, tức là không diễn ra sự chuyển giao danh mục cổ phiếu cấu thành chỉ số cơ sở giữa các bên tham gia hợp đồng.

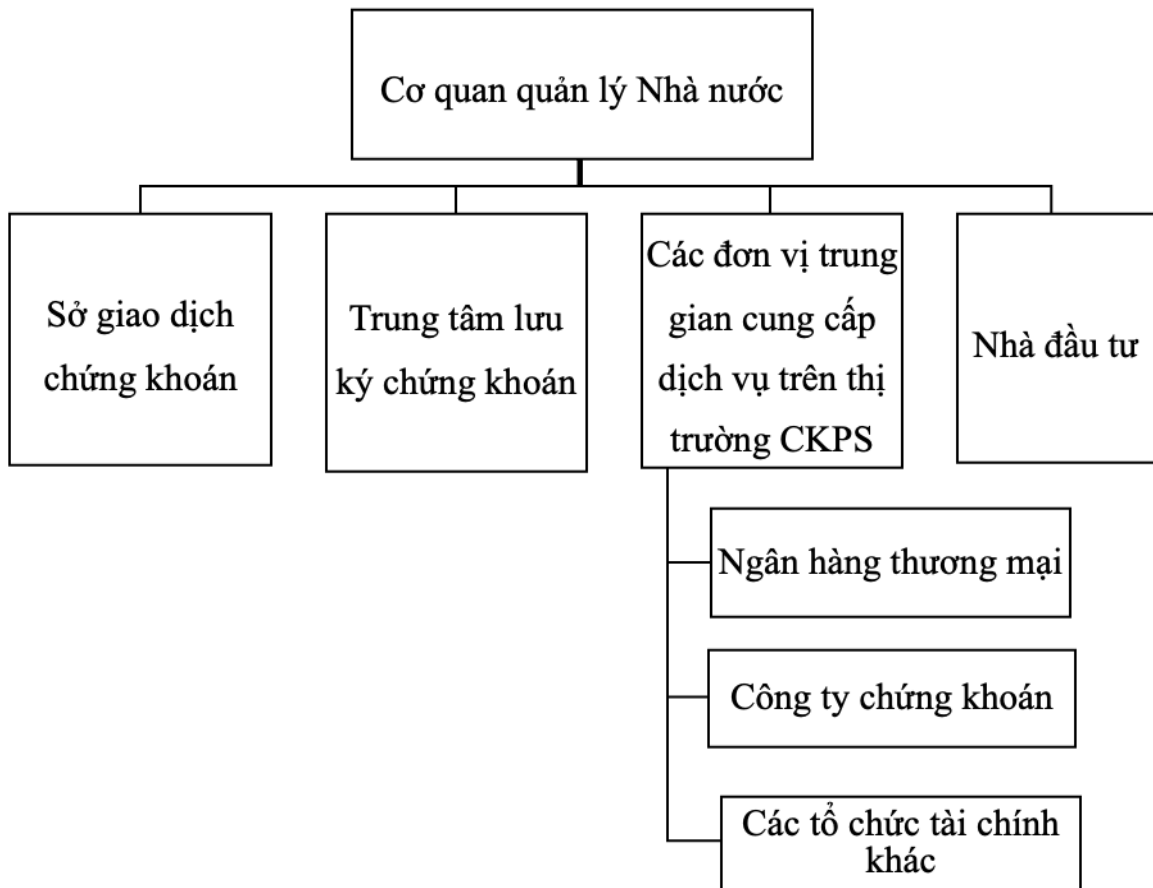
#### *- Hợp đồng tương lai cổ phiếu*

Đây là nhóm HĐTL xây dựng cho các cổ phiếu riêng lẻ. Cổ phiếu cơ sở của hợp đồng là những cổ phiếu được niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán và thường đòi hỏi phải đáp ứng những tiêu chuẩn nhất định, đặc biệt là về tính thanh khoản trên thị trường.

#### 2.1.1.4. Cơ chế giao dịch hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh

##### (1) Chủ thể tham gia giao dịch HĐTL trên TTCK phái sinh

Tương tự như TTCK cơ sở, đối với TTCK phái sinh, ngoài mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận, các chủ thể tham gia thị trường còn mong muốn phòng vệ rủi ro để bảo toàn tài sản của mình. Do đó các cá nhân, tổ chức tham gia trên TTCK phái sinh cũng có thể được chia thành các nhóm sau:



**Sơ đồ 2.1: Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán phái sinh**

(Nguồn: NCS tự tổng hợp)

##### a) Các tổ chức quản lý, cấp phép trên thị trường chứng khoán phái sinh

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN): giống như trên TTCK cơ sở, TTCK phái sinh chịu sự quản lý nhà nước của UBCKNN. Với tư cách là cơ quan quản lý trực tiếp, UBCKNN sẽ thực hiện việc cấp phép cho TTCKPS hoạt động, cấp phép cho các chứng khoán phái sinh giao dịch, cấp phép cho sự hoạt động của

các tổ chức, cá nhân kinh doanh trên TTCK phái sinh... Bên cạnh đó, UBCKNN còn là cơ quan thực hiện các hoạt động thanh kiểm tra trên thị trường, xử lý sai phạm của các tổ chức cá nhân để hoạt động của TTCK phái sinh diễn ra lành mạnh.

*b) Đơn vị vận hành thị trường chứng khoán phái sinh*

Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) phái sinh là nơi diễn ra hoạt động mua, bán chứng khoán phái sinh và cũng là cơ quan duy trì trật tự giao dịch, phục vụ giao dịch. Với vai trò trung gian của mình, các SGDCK phái sinh là nơi các nhà môi giới chứng khoán phái sinh gặp nhau để thương lượng, đấu giá mua bán, giao dịch chứng khoán phái sinh. Bên cạnh đó SGDCK phái sinh góp phần gia tăng tính thanh khoản cho các chứng khoán đã phát hành, góp phần xác định giá cả công bằng, hài hòa lợi ích của người mua và người bán giúp các chủ thể trong nền kinh tế có cái nhìn toàn cảnh, minh bạch về thị trường.

*c) Các đơn vị trung gian cung cấp dịch vụ trên thị trường chứng khoán phái sinh*

- Các thành viên giao dịch: là các công ty chứng khoán được SGDCK chấp thuận trở thành thành viên trên TTCK phái sinh, thành viên giao dịch được phép thực hiện nghiệp vụ tự doanh và môi giới chứng khoán phái sinh tại SGDCK phái sinh.

- Tổ chức lưu ký chứng khoán phái sinh: đây là đơn vị quan trọng giúp TTCK phái sinh vận hành. Về mặt nguyên tắc, lưu ký chứng khoán phái sinh là việc gửi chứng chỉ chứng khoán phái sinh vào hệ thống lưu ký. Chứng khoán phái sinh đã được lưu ký sẽ được ghi nhận vào tài khoản lưu ký của NĐT. Khi chứng khoán phái sinh được giao dịch, tài khoản của NĐT sẽ được ghi tăng hoặc giảm mà không cần phải chuyển qua lại chứng chỉ chứng khoán phái sinh. Điều này giúp giảm thiểu các thủ tục cũng như chi phí khi giao dịch chứng khoán phái sinh.

- Các thành viên thanh toán bù trừ: Thành viên thanh toán bù trừ phải là thành viên lưu ký của trung tâm Lưu ký chứng khoán, riêng đối với công ty chứng khoán còn đồng thời phải là thành viên giao dịch chứng khoán phái sinh của SGDCK.

Đối với các ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài phải được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận bằng văn bản cho hoạt động thanh toán bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh; hoặc phải là công ty chứng khoán đã được cấp giấy chứng nhận đủ điều kiện hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh.

Ngân hàng thanh toán là một tổ chức trung gian thực hiện các nghiệp chứng khoán phái sinh bao gồm:

- Nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh: Trong nghiệp vụ này Ngân hàng tiến hành các hoạt động đại diện khách hàng để thương lượng mua bán chứng khoán, giải quyết mọi vấn đề liên quan đến ủy nhiệm, ủy quyền.

- Nghiệp vụ tư vấn chứng khoán phái sinh: Đây là các hoạt động phân tích, đưa ra các khuyến nghị liên quan đến chứng khoán phái sinh hoặc công bố và phát hành báo cáo phân tích có liên quan.

- Nghiệp vụ đại lý, tư vấn, bảo lãnh và phát hành chứng khoán phái sinh: phân phối chứng khoán ra công chúng

- Nghiệp vụ đăng kí, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán

- Các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm: là các công ty chuyên cung cấp dịch vụ đánh giá năng lực thanh toán các khoản vốn gốc và lãi đúng thời hạn và tiềm lực tài chính của tổ chức phát hành theo những điều khoản đã cam kết của tổ chức phát hành đối với một đợt phát hành cụ thể. Các NĐT có thể dựa vào các hệ số tín nhiệm về tổ chức phát hành do các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm cung cấp để cân nhắc đưa ra quyết định đầu tư của mình. Các công ty đánh giá (xếp hạng) hệ số tín nhiệm có vai trò quan trọng trong việc phát hành các chứng khoán, đặc biệt là phát hành các chứng khoán quốc tế.

- Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán phái sinh là tổ chức tự quản của các công ty chứng khoán và một số thành viên khác hoạt động trong ngành chứng khoán, được thành lập với mục đích bảo vệ lợi ích cho các thành viên và các nhà đầu tư trên thị trường.

#### *d) Các nhà đầu tư*

Chủ thể đầu tư là những người có tiền, thực hiện việc mua và bán chứng khoán trên TTCK để tìm kiếm lợi nhuận. NĐT có thể được chia thành 2 loại: NĐT cá nhân và NĐT có tổ chức.

- Nhà đầu tư cá nhân: là các cá nhân, những người có vốn nhàn rỗi tạm thời, tham gia mua bán trên TTCK với mục đích tìm kiếm lợi nhuận. Tuy nhiên, trong đầu tư thì



lợi nhuận lại luôn gắn với rủi ro, kỳ vọng lợi nhuận càng cao thì mức độ chấp nhận rủi ro phải càng lớn và ngược lại. Chính vì vậy các NĐT cá nhân luôn phải lựa chọn các hình thức đầu tư phù hợp với khả năng cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của mình.

- Nhà đầu tư có tổ chức: là các định chế đầu tư, thường xuyên mua bán chứng khoán với số lượng lớn trên thị trường. Một số NĐT chuyên nghiệp chính trên TTCK là các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán phái sinh, công ty đầu tư, các công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, các quỹ lương hưu và các quỹ bảo hiểm xã hội khác. Đầu tư thông qua các tổ chức đầu tư có ưu điểm là có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư và các quyết định đầu tư được thực hiện bởi các chuyên gia có chuyên môn và có kinh nghiệm. Bao gồm công ty đầu tư chứng khoán phái sinh, ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty tài chính...

### **(2) Quy trình giao dịch HĐTL trên TTCK phái sinh**

Quy trình giao dịch HĐTL tương tự như các loại chứng khoán thông thường. Tuy nhiên, sản phẩm HĐTL thể hiện sức hấp dẫn của mình bằng việc NĐT có thể mua/bán mà không cần nắm giữ tài sản cơ sở tương ứng do bản chất của HĐTL là giao dịch dựa trên sự kỳ vọng giá của NĐT. Do đó, khi tin rằng thị trường sẽ giảm, NĐT có thể bán khống HĐTL để bảo vệ danh mục trước, sau đó mua lại để chốt lãi/lỗ. Khi thực hiện phòng ngừa rủi ro bằng HĐTL, sự tăng hoặc giảm giá trị danh mục sẽ được bù đắp bởi việc tăng giảm của HĐTL. Quy trình giao dịch HĐTL trên TTCK phái sinh Việt Nam sẽ bao gồm các bước cơ bản sau:

- Mở tài khoản và ký quỹ ban đầu
- Lựa chọn HĐTL
- Đặt lệnh giao dịch
- Điều chỉnh ký quỹ hàng ngày

a) *Mở tài khoản và ký quỹ ban đầu:* Khi NĐT muốn tham gia HĐTL, giống như hoạt động giao dịch trên các thị trường cổ phiếu, trái phiếu, họ sẽ mở tài khoản tại các công ty là thành viên của Sở giao dịch HĐTL. Do đặc thù trên thị trường HĐTL là bất cứ vị thế nào cũng có thể bị lỗ, đồng thời để đảm bảo khả năng thanh toán, tránh nguy cơ vỡ nợ, nên NĐT sẽ phải đóng vào tài khoản một khoản tiền đặc cộc (ký quỹ). Giá trị ban đầu của khoản tiền này gọi là khoản ký

quỹ ban đầu. Khoản ký quỹ ban đầu sẽ liên tục biến động theo hoạt động giao dịch của NĐT. Thông thường khoản ký quỹ ban đầu sẽ vào khoảng từ 5 đến 15% tổng giá trị hợp đồng.

*b) Lựa chọn HĐTL và đặt lệnh giao dịch:*

- Lựa chọn HĐTL: Sau khi đã mở tài khoản, NĐT sẽ thực hiện các hoạt động giao dịch bằng cách lựa chọn các vị thế giao dịch HĐTL. Công việc này về cơ bản đòi hỏi năng lực của NĐT trong việc nhận định xu hướng biến động giá của các vị thế và xu hướng biến động giá của các tài sản cơ sở.

- Đặt lệnh giao dịch: Với đặc thù riêng, thị trường HĐTL cũng có các loại lệnh đặc trưng để giúp các NĐT tiến hành giao dịch một cách thuận lợi. Các loại lệnh này đều chứa đựng các thông tin cơ bản sau:

- Là lệnh mua hay lệnh bán.
- Tên của loại tài sản cơ sở
- Năm và tháng giao hàng của HĐTL
- Số lượng HĐTL
- Nơi mà hợp đồng giao dịch (nếu nó được giao dịch trên các sở liên thông với nhau).
- Là lệnh giới hạn hay lệnh thị trường
- Là lệnh ngày (lệnh tự hủy vào cuối ngày giao dịch nếu nó không được thực hiện) hay lệnh không tự hủy.

*c) Điều chỉnh ký quỹ hàng ngày:* do tài khoản ký quỹ chỉ là một khoản đặt cọc ban đầu có giá trị nhỏ hơn so với giá trị HĐTL. Khi giá cả của HĐTL biến động, khoản ký quỹ ban đầu sẽ thực hiện chức năng bù đắp các khoản lỗ có thể diễn ra do sự thay đổi của giá cả HĐTL hàng ngày. Khoản tiền này sẽ được sử dụng đến khi nào mà các khoản lỗ hàng ngày không thể tự cân đối được. Về nguyên tắc, các công ty chứng khoán nơi NĐT mở tài khoản sẽ không cho phép tài khoản ký quỹ âm. Do vậy, họ sẽ đưa ra một mức ký quỹ duy trì. Nếu số dư của tài khoản ký quỹ thấp hơn mức ký quỹ duy trì, NĐT sẽ phải nộp thêm tiền vào để đưa mức ký quỹ bằng với mức ký quỹ duy trì.

Sau khi kết thúc ngày giao dịch, mức lãi/lỗ của từng HĐTL được xác định bằng chênh lệch giữa giá thanh toán hàng ngày của ngày hôm đó và ngày giao dịch liền trước, sau đó nhân với quy mô của hợp đồng.

d) Thanh toán hợp đồng khi đáo hạn

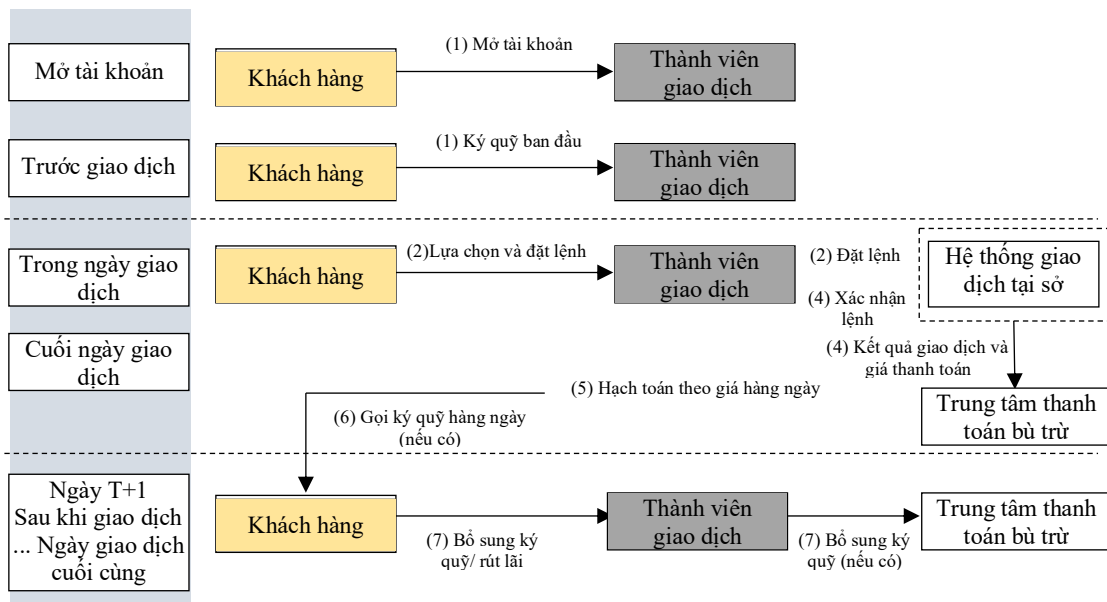
Khi HĐTL đến thời gian đáo hạn, HĐTL sẽ được thanh toán theo một trong hai cách dưới đây :

- Chuyển giao vật chất:

Ở phương thức này, tài sản cơ sở của hợp đồng phải được chuyển giao giữa các bên. Bên giữ vị thế mua HĐTL sẽ trả tiền và nhận tài sản từ bên bán HĐTL; bên giữ vị thế bán HĐTL sẽ giao tài sản cho bên mua HĐTL và nhận tiền.

- Thanh toán bằng tiền:

Ở phương thức này, các bên tham gia HĐTL không cần thực hiện quá trình giao và nhận tài sản dưới dạng vật chất. Thay vào đó, các khoản lãi hoặc lỗ của bên bán và bên mua trong hợp đồng được xác định căn cứ vào giá HĐTL và giá giao ngay của tài sản cơ sở tại thời điểm đáo hạn hợp đồng. Nghĩa vụ của các bên sẽ được thực hiện bằng cách bù trừ khoản chênh lệch phát sinh, bên giữ vị thế phát sinh lỗ sẽ phải chuyển trả tiền cho bên giữ vị thế phát sinh lãi. Số tiền chuyển giao bằng đúng giá trị khoản lãi/ lỗ phát sinh. Tuy nhiên do giá thị trường của HĐTL được chỉnh theo ngày nên số tiền thanh toán giữa các bên khi HĐTL đáo hạn sẽ xác định trên khoản chênh lệch giữa giá thanh toán cuối cùng của hợp đồng và giá thanh toán hàng ngày của ngày giao dịch ngay trước đó.



Hình 2.1: Quy trình giao dịch hợp đồng tương lai

(Nguồn: NCS tự tổng hợp)

### ***(3) Các vị thế mua và bán trong giao dịch hợp đồng tương lai***

Nhà đầu tư tham gia giao dịch trên thị trường HĐTL có thể giữ hai vị thế: Vị thế mua (long position) hoặc vị thế bán (short position) hoặc có thể nắm giữ đồng thời cả hai vị thế này.

Vị thế mua được thiết lập sau khi lệnh mua HĐTL được thực hiện, người giữ vị thế mua có nghĩa vụ mua tài sản cơ sở vào khi hợp đồng đáo hạn với một mức giá đã được xác định. Vị thế bán được thiết lập sau khi lệnh bán HĐTL được thực hiện và người giữ vị thế bán có nghĩa vụ phải bán tài sản cơ sở vào ngày đáo hạn của hợp đồng, cũng theo mức giá đã xác định.

Vị thế của HĐTL được coi là đang ở trạng thái mở khi người nắm giữ vị thế vẫn còn nghĩa vụ phải thực hiện, tức là nghĩa vụ nhận tài sản và thanh toán cho bên bán hoặc nghĩa vụ giao tài sản và nhận tiền thanh toán từ bên mua của HĐTL theo giá đã thỏa thuận. Nếu vào ngày đáo hạn mà HĐTL vẫn còn ở trạng thái mở thì sẽ được thanh toán theo phương thức do Sở giao dịch chứng khoán quy định. Khi HĐTL còn ở trạng thái mở, người nắm giữ vị thế phải chịu rủi ro từ sự biến động giá trên thị trường, tiềm ẩn khả năng kết thúc vị thế với một khoản lãi hoặc lỗ trong tương lai.

#### ***2.1.2. Đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh***

##### ***2.1.2.1. Khái niệm đầu tư hợp đồng tương lai***

Trước hết, theo từ điển thuật ngữ chứng khoán Anh - Việt, Ủy ban chứng khoán Nhà nước, NXB Lao động (2010) thì “*Đầu tư là việc sử dụng vốn để tạo ra lợi nhuận, hoặc thông qua các công cụ tài chính sinh lợi hoặc thông qua những dự án đầu tư mạo hiểm có nhiều rủi ro hơn*”. Khái niệm đầu tư có thể chỉ đầu tư tài chính, (khi NĐT bỏ một khoản tiền vào một công cụ đầu tư nào đó) hoặc là việc bỏ công sức và thời gian của một cá nhân để thu lợi (lấy công làm lãi). Khái quát chung, đầu tư dùng để chỉ hoạt động đầu tư sinh lợi trên cơ sở đảm bảo sự an toàn của vốn gốc, trong khi khái niệm đầu cơ chỉ hoạt động sinh lợi tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Đầu tư chứng khoán nói chung là chỉ việc NĐT bỏ vốn tiền tệ ra mua bán các chứng khoán để kiếm lời, việc kiếm lời trong đầu tư chứng khoán có thể là thu nhập

từ cổ tức, trái tức nhưng cũng có thể là chênh lệch giá do đầu tư chứng khoán đem lại. Mục tiêu của đầu tư chứng khoán là nhằm thu được lợi nhuận từ hai nguồn thu nhập nêu ở trên. Do vậy, lợi nhuận từ việc đầu tư chứng khoán sẽ phụ thuộc rất lớn vào các rủi ro trong đầu tư, liệu có thể đảm bảo nguồn vốn ban đầu hay không. Đối với các NĐT, rủi ro là yếu tố khách quan ngoài tầm quản lý. Tác động của rủi ro đến mục tiêu đầu tư phụ thuộc rất lớn vào môi trường đầu tư. Do đó đầu tư chứng khoán phải là hành động có cân nhắc, có phân tích khoa học đến môi trường đầu tư, đến rủi ro có thể xảy ra trong thời gian đầu tư.

Trên TTCK phái sinh, HĐTL là một sản phẩm phái sinh ngoài chức năng phòng ngừa rủi ro cho chính tài sản cơ sở mà bản thân mình nắm giữ, NĐT cũng có thể tìm kiếm lợi nhuận từ sự biến động giá của những HĐTL đó.

Do đó, có thể định nghĩa *“Đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh là hình thức mà NĐT sử dụng vốn nhàn rỗi của bản thân để mua bán HĐTL nhằm hưởng lợi nhuận từ việc đầu tư đến từ chênh lệch giá mua vào và bán ra của HĐTL”*.

#### 2.1.2.2. Đặc điểm đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh

##### (1) Khái niệm nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán

NĐT chứng khoán được quy định trong khoản 16 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019: *“NĐT là tổ chức, cá nhân Việt Nam và tổ chức, cá nhân nước ngoài tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán”*. Khái niệm này chỉ ra tất cả những đối tượng tham gia đầu tư chứng khoán mà chưa đưa ra bản chất hoạt động đầu tư của các đối tượng trên và cũng chưa cụ thể hóa hoạt động trên TTCK bao gồm những hoạt động như thế nào và mục đích là gì.

Khái niệm về NĐT còn được quy định trong Luật Đầu tư năm 2020 như sau: *“NĐT là tổ chức, cá nhân thực hiện hoạt động đầu tư kinh doanh gồm NĐT trong nước, NĐT nước ngoài và tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài”*. Tuy đã mở rộng và nói rõ hơn chủ thể những vẫn vướng phải những nhược điểm như khái niệm Luật Chứng khoán năm 2019.

Ngoài ra, theo điều 11 Luật chứng khoán 2019, có quy định về NĐT chứng khoán chuyên nghiệp. Những cá nhân được gọi là NĐT chứng khoán chuyên nghiệp sẽ có một số những đặc điểm sau đây:

- Năm giữ danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch có giá trị tối thiểu là 2 tỷ đồng theo xác nhận của CTCK tại thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là NĐT chứng khoán chuyên nghiệp;

- Có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu là 1 tỷ đồng tính đến thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là NĐT chứng khoán chuyên nghiệp theo hồ sơ khai thuế đã nộp cho cơ quan thuế hoặc chứng từ khấu trừ thuế của tổ chức, cá nhân chi trả.

Như vậy, có thể kết luận “*NĐT chứng khoán cá nhân là những cá nhân không thuộc tổ chức chuyên nghiệp, họ là những người có vốn nhàn rỗi và thực hiện đầu tư trên tài khoản của mình để đạt được mục tiêu tài chính của bản thân*”. NĐT cá nhân giao dịch qua các công ty môi giới trực tuyến hoặc truyền thống. NĐT cá nhân mua chứng khoán cho tài khoản cá nhân và thường với số lượng nhỏ hơn nhiều so với NĐT tổ chức.

#### (2) Phân loại nhà đầu tư chứng khoán cá nhân

Trên TTCK nói chung và TTCK phái sinh nói riêng có sự tham gia của nhiều NĐT cá nhân với quốc tịch, năng lực tài chính, mục tiêu và quy mô đầu tư khác nhau. Dựa trên những tiêu chí đó, có thể phân chia NĐT thành các loại sau:

- Dựa trên đặc điểm quốc tịch NĐT:

- Nhà đầu tư nước ngoài: là cá nhân có quốc tịch nước ngoài thực hiện hoạt động đầu tư trên TTCK phái sinh tại Việt Nam.

- Nhà đầu tư trong nước: là cá nhân có quốc tịch Việt Nam, thực hiện hoạt động đầu tư trên TTCK phái sinh tại Việt Nam

- Dựa trên mục tiêu đầu tư:

- Nhà đầu tư phòng vệ rủi ro: là NĐT tham gia cả trên TTCK cơ sở và TTCK phái sinh, nắm giữ đồng thời cả tài sản cơ sở và chứng khoán phái sinh, có danh mục đầu tư lớn và tham gia trên TTCK phái sinh với mục đích chính là để giảm rủi ro biến động giá trên TTCK cơ sở

- Nhà đầu cơ rủi ro: là những NĐT chỉ tham gia trên TTCK phái sinh với mục đích tìm kiếm lợi nhuận trong ngắn hạn, không đặt mục tiêu phòng tránh rủi ro và thường đầu tư theo đám đông.

• Nhà đầu tư chênh lệch giá: là NĐT tham gia cả trên TTCK cơ sở và TTCK phái sinh nhưng có danh mục đầu tư nhỏ và mục đích chủ yếu khi tham gia trên TTCK phái sinh là để tìm kiếm lợi nhuận thông qua chênh lệch giá

(3) *Đặc điểm của NĐT cá nhân đầu tư trên TTCK phái sinh :*

- Mang đầy đủ đặc điểm và các loại giống như NĐT chứng khoán
- Nhà đầu tư cá nhân là NĐT tham gia vào TTCK phái sinh với khối lượng HĐTL chiếm tỉ trọng nhỏ và đầu tư thông qua ủy thác đầu tư cho công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ

- Do khối lượng giao dịch nhỏ so nên giao dịch của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh thường không tác động lớn đến thị trường và ngược lại, thường phải chịu ảnh hưởng từ thị trường.

- Thường có ít hiểu biết và kinh nghiệm trong việc nhận diện rủi ro so với NĐT tổ chức nên quyết định của NĐT dễ bị ảnh hưởng bởi yếu tố tâm lý, yếu tố xã hội học. Do đó cần nghiên cứu phân tích về tâm lý NĐT, cụ thể là thái độ với rủi ro, khả năng chịu rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân.

## **2.2. Rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh**

### **2.2.1. Khái niệm rủi ro và rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai**

Theo Frank Knight (1921) thì "*Rủi ro được hiểu là một tình huống không chắc chắn hay tình trạng bất ổn (có thể đo lường được) xuất hiện làm kết quả thực tế sai khác so với kỳ vọng*". Rủi ro được xem xét như là khả năng xuất hiện các kết quả thực tế không giống như dự đoán. Thuật ngữ rủi ro được sử dụng với ý nghĩa như là sự không chắc chắn ở thời điểm hiện tại về kết quả sẽ đạt được trong tương lai. Dưới góc độ hoạt động kinh doanh và đầu tư tài chính, rủi ro có thể được xem xét như là mức sinh lời thực tế nhận được trong tương lai có thể khác với mức sinh lời dự tính ban đầu.

Do rủi ro là một biến cố ngẫu nhiên, cho nên để có thể đo lường được người ta xem rủi ro được định nghĩa như là "*sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng*" (Nguyễn Minh Kiều, 2009). Giá trị kỳ vọng là giá trị trung bình tính theo phương pháp bình quân gia quyền của một biến nào đó với quyền số chính

là xác suất xảy ra giá trị của biến đó. Sự khác biệt giữa giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng được đo lường bởi phương sai và độ lệch chuẩn. Như vậy, phương sai và độ lệch chuẩn chính là thước đo của rủi ro. Nói đến rủi ro tức là nói đến sự khác biệt giữa giá trị của một biến nào đó so với giá trị kỳ vọng của nó. Sự khác biệt càng lớn thì rủi ro càng cao.

Trong hoạt động đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh, rủi ro là nguy cơ xảy ra những sự kiện ngoài mong muốn, gây ra những tác động bất lợi cho NĐT cá nhân hoặc tổ chức. Các tác động này có thể dẫn đến sự giảm sút trong lợi nhuận, hoặc đặt NĐT vào tình trạng khó khăn về tài chính.

Như vậy, *rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh có thể định nghĩa là sự dao động của lợi nhuận mong đợi, sự dao động này mang chiều hướng tiêu cực hơn là tích cực, có thể là sự sụt giảm, thua lỗ hoặc những biến động bất thường về mức sinh lời trong hoạt động đầu tư HĐTL.*

Rủi ro thường đi đôi với lợi ích, rủi ro càng cao thì lợi nhuận kỳ vọng cho hoạt động đầu tư càng lớn. Các NĐT phải luôn đánh giá các cơ hội đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh trên mối quan hệ giữa rủi ro - lợi ích nhằm tìm ra những cơ hội đạt được lợi ích xứng đáng với mức rủi ro chấp nhận. Do vậy, chấp nhận rủi ro là yêu cầu tất yếu đối với bất kì NĐT cá nhân hoặc tổ chức, vấn đề đặt ra là phải quản lý được mức rủi ro này.

### ***2.2.2. Các loại rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh của nhà đầu tư cá nhân***

Rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân dựa trên nguyên nhân gây ra rủi ro, có thể gồm từ những loại rủi ro như sau:

#### *(1) Rủi ro do sự thay đổi giá tài sản cơ sở*

Sự thay đổi giá tài sản cơ sở có thể ảnh hưởng đến tất cả chứng khoán cùng một lúc như tình hình kinh tế vĩ mô, khi đó đây sẽ là rủi ro hệ thống. Ở mức nhẹ hơn, giá tài sản cơ sở chỉ ảnh hưởng đến cổ phiếu của một công ty nhất định và chứng khoán phái sinh có tài sản cơ sở là cổ phiếu đó thì đó chỉ là rủi ro phi hệ thống. Do đó, có thể hiểu *rủi ro do thay đổi của giá tài sản cơ sở là rủi ro từ việc biến động giá ngược chiều trong giá chứng khoán hoặc tài sản cơ sở.*



Rủi ro phi hệ thống có thể được giảm bớt từ việc đa dạng hóa danh mục, khi mà lợi nhuận của những công cụ tài chính khác nhau có sự tương quan ngược chiều, tổng sự biến động của danh mục sẽ nhỏ hơn biến động của từng sản phẩm cộng lại. Trong khi đó rủi ro phi hệ thống không thể kiểm soát hay hạn chế bằng cách đa dạng hóa danh mục khi mà biến động thị trường ảnh hưởng đến tất cả chứng khoán theo cùng một xu hướng.

### *(2) Rủi ro do hành vi thao túng giá*

Rủi ro do hành vi thao túng giá được ghi nhận xảy ra khi có sự việc thao túng trên TTCK cơ sở để kiếm lợi trên TTCK phái sinh cũng là một hình thức thao túng khá phổ biến trên thế giới. Lý do xảy ra thao túng giá là bởi đặc điểm của sản phẩm HĐTL nói riêng hay sản phẩm phái sinh nói chung là đến ngày đáo hạn, giá của sản phẩm phái sinh lấy giá của tài sản cơ sở làm giá thanh toán cuối cùng, dẫn đến giá của sản phẩm phái sinh và giá của tài sản cơ sở có xu hướng tiệm cận gần nhau.

Thông thường, các HĐTL chỉ số sẽ có tính thanh khoản các hơn các HĐTL cổ phiếu hoặc trái phiếu. Nếu NĐT thao túng muốn thao túng chỉ số, họ sẽ mở vị thế đối với HĐTL chỉ số và cố gắng tác động đến chỉ số trên TTCK cơ sở nhằm tối đa hóa lợi nhuận của mình bằng cách làm ảnh hưởng đến giá của những cổ phiếu nhất định có tỷ trọng lớn trong rổ chỉ số đó.

Như vậy, *rủi ro thao túng trong đầu tư HĐTL là rủi ro về giá do một người hoặc một nhóm người giao dịch làm ảnh hưởng đến giá của HĐTL.*

Các trường hợp thao túng trong đầu tư HĐTL có thể kể đến như giao dịch đẩy giá, đầu cơ giá xuống, đầu cơ giá lên, thao túng thị trường chéo, thao túng giá cuối giờ giao dịch, tạo thanh khoản giá, mua vét, giao dịch dàn xếp trước, cung cấp thông tin không đúng, che giấu thông tin liên quan đến giá, loan tin và thổi phồng giá.

### *(3) Rủi ro thanh khoản*

Tính thanh khoản tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL xảy ra khi không thể thanh lý vị thế đầu tư trên thị trường. Rủi ro từ tính thanh khoản phát sinh khi không có lệnh đối ứng hoặc khối lượng đối ứng không đủ lớn để hấp thụ khối lượng vị thế cần giao dịch của NĐT, hoặc không có mức giá hợp lý dẫn đến giá

thực hiện có sự chênh lệch lớn so với giá dự kiến giao dịch của NĐT. Rủi ro khi đó xảy ra do các nguyên nhân như sản phẩm không hấp dẫn, mất ổn định giữa cung và cầu, do những sự kiện làm rối loạn thị trường (như sự kiện TTCK đổ vỡ vào tháng 10/1987), thiếu cơ chế tạo lập thị trường. Thị trường trái phiếu hoặc những sản phẩm ngoại lai thường có thanh khoản thấp do số lượng thành viên tham gia thị trường nhỏ.

Rủi ro thanh khoản ảnh hưởng đến lợi nhuận hoặc vốn của NĐT khi họ không đủ khả năng thực hiện nghĩa vụ của mình đến khi đáo hạn. Rủi ro thanh khoản bao gồm việc mất khả năng quản lý sự sụt giảm hoặc thay đổi nguồn tiền, không nhận biết được hoặc xử lý được những thay đổi của điều kiện thị trường mà có tác động đến khả năng thanh khoản tài sản nhanh chóng đến mức tối thiểu. Có hai loại rủi ro thanh khoản trong đầu tư HĐTL là rủi ro thanh khoản nguồn vốn và rủi ro thanh khoản thị trường.

- *Rủi ro thanh khoản nguồn vốn có thể hiểu là rủi ro ký quỹ khi NĐT phải bổ sung ký quỹ theo yêu cầu của SGDCK hoặc Trung tâm lưu ký.* Lợi thế của việc tham gia vào HĐTL là NĐT có thể dùng đòn bẩy để mua HĐTL, nghĩa là NĐT chỉ cần bỏ ra một khoản tiền đặt cọc với một tỷ lệ nhất định để giao dịch các HĐTL có giá trị lớn hơn gấp nhiều lần. Nhưng, đây cũng là một con dao hai lưỡi. Nếu giá của HĐTL mà NĐT đã giao dịch biến động theo chiều hướng có lợi, NĐT sẽ ghi nhận một khoản lời lớn. Tuy nhiên, nếu giá HĐTL biến động theo chiều hướng bất lợi, NĐT sẽ thua lỗ lớn. Nếu khoản tiền ký quỹ trong tài khoản của NĐT giảm xuống dưới mức yêu cầu mà NĐT không ký quỹ bổ sung kịp thời, công ty chứng khoán sẽ buộc phải đóng bớt một phần hoặc toàn bộ vị thế hợp đồng đang nắm giữ của NĐT. Tài khoản NĐT có thể sẽ ghi nhận một khoản lỗ lớn có thể cao hơn mức ký quỹ ban đầu mà NĐT đã nộp vào trước khi giao dịch, thậm chí mất toàn bộ khoản ký quỹ ban đầu.

- Thị trường chứng khoán phái sinh là một thị trường nhiều tiềm năng và nhiều yếu tố hấp dẫn như có thể giao dịch hai chiều, giao dịch real-time (T+0), nhận tiền thanh toán (T+1) nhưng vẫn hiện diện rủi ro lớn về thanh khoản đối với

một thị trường mới. Mỗi thị trường mới bao giờ cũng có hai vấn đề, thứ nhất là mất thanh khoản và thứ hai là khi thanh khoản quá lớn và làm cách nào để điều tiết. Vì thế, NĐT nên xác định mức độ chấp nhận rủi ro, cùng với việc tìm hiểu các phương pháp giao dịch tốt nhất để tạo ra hiệu quả.

- *Thứ nhất, rủi ro mất thanh khoản là rủi ro khi nguy cơ một HĐTL không thể bán tại mức giá trị hợp lý vì không có cầu.* An toàn thị trường gặp rủi ro nếu các thành viên thị trường liên quan mất khả năng thanh toán do không thể đóng vị thế của các HĐTL. Thanh khoản kém thường xảy ra tại các thị trường không có sự quản lý, thiếu tính minh bạch và sản phẩm không chuẩn hóa.

- *Thứ hai, rủi ro do thanh khoản quá cao.* Thanh khoản tăng cao là tín hiệu tích cực khi TTCK vận hành hiệu quả, thúc đẩy dòng vốn cho nền kinh tế luân chuyển, tạo điều kiện để doanh nghiệp huy động vốn trung và dài hạn. Đặc biệt, thị trường thanh khoản cao là một trong những yếu tố hấp dẫn NĐT bởi thanh khoản và giá chứng khoán thường có diễn biến cùng chiều. Thị trường thu hút dòng tiền mới tham gia sẽ làm nền tảng để giá chứng khoán tăng, đem lại mức sinh lời cao và nhanh.

#### *(4) Rủi ro hoạt động*

*Rủi ro hoạt động là rủi ro có thể xảy ra khi quá trình hoạt động kinh doanh chung, phát sinh do lỗi kỹ thuật, lỗi hệ thống và quy trình nghiệp vụ, lỗi con người trong quá trình tác nghiệp, hoặc do thiếu vốn kinh doanh phát sinh từ các khoản chi phí, lỗ từ hoạt động đầu tư hoặc do các nguyên nhân khác quan khác. Các trường hợp có thể xảy ra bao gồm:*

- Khi có sự khác biệt về thời gian khi một bên trả tiền hoặc giao hàng trước khi nhận được tài sản hoặc thanh toán của đối tác, xảy ra tại một thời điểm cụ thể trong thời hạn của hợp đồng

- Khi có thiếu sót trong các hệ thống thông tin, giám sát và kiểm soát, dẫn đến gian lận, lỗi con người, lỗi hệ thống.

#### *(5) Rủi ro pháp lý*

*Rủi ro pháp lý là rủi ro khi thua lỗ chủ yếu do không có hiệu lực thi hành pháp lý (HĐTL không có hiệu lực thi hành), liên quan đến trách nhiệm pháp lý*

(khiếu nại) hoặc không thực hiện các bước theo luật pháp để bảo vệ tài sản. Bản chất của vấn đề ở đây là do những hạn chế của pháp luật hiện hành hoặc do những yếu tố về thẩm quyền, năng lực của đối tác, hiệu lực của HĐTL trong trường hợp phá sản, mất khả năng thanh toán hoặc do các yếu tố xuyên biên giới, tài liệu không đầy đủ, hành vi của tổ chức tài chính. Mục tiêu của việc quản lý rủi ro pháp lý là nhằm tránh những chi phí trực tiếp và gián tiếp liên quan đến rủi ro pháp lý.

### **2.2.3. Chỉ tiêu phản ánh rủi ro do biến động giá trong đầu tư hợp đồng tương lai**

Rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh là một khái niệm trừu tượng. Muốn quản lý được rủi ro trong đầu tư HĐTL, cần phải định lượng được rủi ro này bằng số liệu cụ thể. Hay nói cách khác, rủi ro trong đầu tư HĐTL cần được đo lường trên những thang đo bằng số cụ thể nào đó thuận tiện cho việc quản lý đầu tư.

Rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh được định nghĩa là sự dao động của lợi nhuận mong đợi( Nguyễn Minh Kiều, 2009). Sự dao động này mang chiều hướng tiêu cực hơn là tích cực, có thể là sự sụt giảm, thua lỗ hoặc những biến động bất thường về mức sinh lời trong hoạt động đầu tư HĐTL.

Giả sử,  $r$  là giá trị rủi ro của HĐTL, ta có

$$r_{t(m)} = | (P_t - \bar{P}_m) |$$

Trong đó:

$r_{t(m)}$  : giá trị rủi ro của HĐTL tại ngày  $t$

$\bar{P}_m$ : Giá trị trung bình của tỷ suất sinh lời của HĐTL

$P_t$ : Tỷ suất sinh lời của HĐTL tại ngày  $t$

Tỷ suất sinh lời được tính bằng cách lấy sai phân chỉ số giá của HĐTL

$$P_t = (Price_t - Price_{t-1}) / Price_{t-1}$$

Trong đó:

$P_t$ : Tỷ suất sinh lời của HĐTL ngày  $t$

$Price_t, Price_{t+1}$ : Giá HĐTL tại ngày  $t$  và ngày  $(t-1)$

Trong khuôn khổ nghiên cứu, nghiên cứu sinh lựa chọn cách tính đo lường rủi ro dựa trên sự dao động của lợi nhuận mong đợi để có thể giải thích rõ hơn sự đúng

đẫn của nhận xét và là một phương pháp dễ dàng thực hiện với sự hỗ trợ của mô hình VAR (Mô hình Vector tự động hồi quy).

### **2.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh**

#### **2.3.1. Các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân**

Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân có thể xem xét đầu tiên đến sự tác động lên giá của HĐTL, do rủi ro của HĐTL chính là sự dao động về giá. Ngoài ra những yếu tố về môi trường hoạt động của thị trường HĐTL cũng góp phần ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư của NĐT cá nhân. Vì thế, những yếu tố khách quan ảnh hưởng bao gồm:

*Thứ nhất, giá tài sản cơ sở của HĐTL:* khi giá tài sản cơ sở thay đổi dẫn đến ảnh hưởng đến giá HĐTL, các nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ giữa hai chỉ tiêu này và đó là mối quan hệ dẫn dắt. NĐT thường có xu hướng nhìn bước chuyển giá của chỉ số tài sản cơ sở của HĐTL để đưa ra quyết định đối với HĐTL chỉ số.

*Thứ hai, tỷ giá hối đoái:* Rủi ro thay đổi tỷ giá hối đoái là rủi ro tỷ giá giao ngay và tỷ giá trong nước, tỷ giá nước ngoài. Phí hợp đồng kỳ hạn hoặc giá ngoại tệ giảm so với đồng nội tệ phần lớn là do ảnh hưởng của lãi suất. Tỷ giá hối đoái có thể có sự biến động khá lớn.

*Thứ ba, giá vàng trong nước:* Vàng vốn là một thước đo giá trị. Việc biến động không ngừng trong TTCK do ảnh hưởng tình hình chính trị có thể khiến cho NĐT không còn hứng thú với TTCK với tâm lý chuyển sang đầu tư vàng. Tâm lý đó khiến khi giá vàng giảm, NĐT sẽ rút vốn bán tháo chứng khoán nói chung và HĐTL nói riêng để chuyển sang tích trữ vàng và không có chiều ngược lại. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến giá chứng khoán trên TTCK cơ sở mà còn ảnh hưởng cả đến giá các sản phẩm trên TTCK phái sinh.

*Thứ tư, sự phát triển của TTCK cơ sở:* Công cụ phái sinh tồn tại là nhờ các công cụ trên TTCK cơ sở, do đó, giữa hai thị trường này có mối liên hệ chặt chẽ. Các

nghiên cứu thực tế cho thấy TTCK phái sinh làm giảm sự bất cân xứng thông tin và biến động của TTCK cơ sở. Điều này dễ dàng nhận thấy khi HĐTL phản ánh kỳ vọng của NĐT về tương lai và đẩy mức giá trong tương lai theo mức kỳ vọng. Giá của các HĐTL sẽ tiệm cận về cùng một điểm với giá của tài sản cơ sở vào ngày đáo hạn của công cụ phái sinh, càng gần ngày đáo hạn giá của công cụ phái sinh càng gần với giá của tài sản cơ sở. HĐTL và chất lượng tài sản cơ sở của HĐTL cũng có tác động đến tính thanh khoản và rủi ro khi đầu tư HĐTL. Nếu sản phẩm trên TTCK cơ sở có chất lượng thấp, thanh khoản kém chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến thanh khoản trên TTCK phái sinh, làm tăng rủi ro thanh khoản trên TTCK phái sinh.

*Thứ năm, cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin.* Do đặc điểm giao dịch HĐTL trên TTCK phái sinh là giao dịch trực tuyến, nên cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin chiếm vị trí vô cùng quan trọng trong quá trình đảm bảo vận hành hệ thống. Những vấn đề xảy ra có thể kể đến như bảo mật tài khoản, kết nối không ổn định dẫn đến sự cố trong giao dịch, sự tiện dụng trong các thao tác giao dịch... Khi những vấn đề này được giải quyết thì quá trình đầu tư HĐTL sẽ thu hút được nhiều NĐT, giảm thiểu rủi ro trong quá trình hoạt động, giúp TTCK phái sinh ngày càng sôi động, hấp dẫn hơn

*Thứ sáu, khung pháp lý về hoạt động giao dịch của HĐTL.* Khung pháp lý là một trong những nhân tố quan trọng tác động đến hoạt động kiểm soát rủi ro trên TTCK phái sinh nói chung và HĐTL nói riêng. Một khung pháp lý về HĐTL hoàn chỉnh sẽ giúp thị trường vận hành một cách an toàn, minh bạch hơn, giảm rủi ro trên thị trường, bảo vệ lợi ích NĐT. Một bằng chứng minh họa điển hình là tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 - cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới bùng phát do những quy định pháp lý lỏng lẻo trên thị trường phái sinh OTC và mức độ liên thông, phụ thuộc lẫn nhau giữa các nền kinh tế. Vì thế HĐTL tiềm ẩn nhiều rủi ro nếu như khuôn khổ pháp lý trên TTCK phái sinh không quy định một cách chặt chẽ, rõ ràng về thanh tra, giám sát và xử phạt các hành vi vi phạm trên thị trường; các quy định về tổ chức vận hành thị trường, giao dịch và thanh toán, bù trừ; thành viên thị trường và bảo vệ NĐT.

*Thứ bảy, công tác thanh tra giám sát thị trường của các cơ quan quản lý Nhà nước.* Giám sát thị trường là điều kiện bắt buộc phải thực hiện nhằm đảm bảo sự

công bằng, minh bạch và ổn định của TTCK nói chung và TTCK phái sinh nói riêng. Đây là hoạt động phải được thực hiện một cách thường xuyên nhằm phát hiện, ngăn chặn những hành vi giao dịch không công bằng như thao túng trên thị trường phái sinh hay thao túng đồng thời trên cả TTCK cơ sở và TTCK phái sinh.

### ***2.3.2. Các yếu tố chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân***

Khi nghiên cứu về rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân, ngoài việc xem xét các yếu tố vĩ mô tác động đến rủi ro, cần thiết phải xem xét năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT. Việc làm này được coi như bước thực hiện sau khi nghiên cứu các rủi ro trên thị trường, chúng ta nghiên cứu mức độ chịu đựng rủi ro của NĐT cá nhân đó để đưa ra quyết định đầu tư.

Trong lĩnh vực ra quyết định tài chính, năng lực chấp nhận rủi ro có thể được định nghĩa là *“mức độ không chắc chắn mà một cá nhân có thể chấp nhận khi đưa ra các quyết định tài chính”* hoặc *“mức độ rủi ro mà một cá nhân có thể sẵn sàng chấp nhận với kì vọng nhận được lợi nhuận trong tương lai”*.

Năng lực chấp nhận rủi ro cũng được định nghĩa là *“mức độ biến động tối đa mà một người sẵn sàng chấp nhận khi đưa ra quyết định tài chính”* (Dr. Ebrahim Kunju Sulaiman, 2012). Điều quan trọng cần lưu ý là chấp nhận rủi ro là một thái độ phức tạp. Nó có bốn khía cạnh thể hiện, bao gồm tài chính, thể chất, xã hội và đạo đức. Cho dù trong bối cảnh thực hành chuyên nghiệp hay thực nghiệm nghiên cứu, chấp nhận rủi ro được thừa nhận là một yếu tố quan trọng trong các lựa chọn tiết kiệm và đầu tư cho hưu trí hoặc các mục tiêu gia đình khác. Các lựa chọn về sản phẩm đầu tư, kế hoạch phân bổ tài sản và chiến lược tích lũy danh mục đầu tư đã được tập trung cho khả năng chịu rủi ro. Năng lực chấp nhận rủi ro của cá nhân cũng có thể được coi là một phần của “quản lý rủi ro” hoặc các lựa chọn bảo hiểm. Năng lực chấp nhận rủi ro đóng một vai trò quan trọng trong các quyết định danh mục đầu tư tối ưu của mỗi hộ gia đình. Năng lực xử lý rủi ro của NĐT có thể liên quan đến các đặc điểm xã hội học như tuổi, giới tính, tình trạng hôn nhân, nghề nghiệp, thu nhập, thời gian, nhu cầu thanh khoản, quy mô danh mục đầu tư, kiến thức đầu tư và thái độ đối với biến động giá cả. Các đặc điểm xã hội học của các

NĐT cá nhân có thể được sử dụng để phân biệt giữa các mức độ chấp nhận rủi ro tài chính và sự liên kết trong số các biến này có thể được phát triển để dự đoán mức độ chấp nhận rủi ro của một người.

Như vậy, có thể định nghĩa “*Năng lực chấp nhận rủi ro là một mức độ biến động rủi ro cao nhất mà NĐT có thể chấp nhận với kì vọng tạo ra lợi nhuận trong tương lai*”.

Những yếu tố chủ quan học tác động đến rủi ro trong đầu tư hay năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân có thể kể đến như:

*Thứ nhất*, yếu tố độ tuổi của NĐT. Thông thường, những NĐT trẻ mới tham gia vào thị trường tài chính sẽ có tâm lý giao dịch tích cực và năng lực chấp nhận rủi ro, khả năng chịu rủi ro thấp. Trong khi đó, các NĐT lớn tuổi hơn có xu hướng giảm năng lực chấp nhận rủi ro và khả năng chịu rủi ro cao hơn. Cũng có thể hiểu rằng NĐT có độ tuổi cao có khả năng tích lũy kinh nghiệm và tài sản, điều này khiến yếu tố độ tuổi của NĐT có tác động mạnh mẽ đến cả năng lực và khả năng chịu rủi ro của NĐT cá nhân.

*Thứ hai*, yếu tố giới tính của NĐT. Đây có thể nói là yếu tố dựa trên đặc điểm tâm lý sinh học giữa hai phái nam và nữ. Phụ nữ thường có tâm lý rụt rè và thiếu quyết đoán hơn nam giới. Tuy nhiên mức độ bình tĩnh của nam lại cao hơn nữ giới do đó nam giới sẽ có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn nữ giới. Ngoài ra, do đặc điểm về giới, nữ giới có thái độ với rủi ro cao hơn so với nam giới, lo sợ rủi ro hơn nam giới.

*Thứ ba*, tình trạng hôn nhân của NĐT. Yếu tố này mô tả rõ hơn sự ràng buộc của NĐT đến cuộc sống. Những khoản chi tiêu sẽ tăng dần lên nếu số lượng người phụ thuộc tăng lên và sẽ tăng dần lên nếu NĐT kết hôn. Những điều này sẽ khiến NĐT quan tâm và cảnh giác hơn đến tình hình tài chính và năng lực chấp nhận rủi ro dường như giảm xuống.

*Thứ tư*, yếu tố trình độ học vấn của NĐT. Trình độ học vấn là yếu tố thể hiện kiến thức tài chính của NĐT, do đó dễ hiểu nếu một NĐT được đào tạo tốt sẽ có đủ sự tự tin và khả năng tìm kiếm thông tin để thực hiện giao dịch HĐTL. Ngược lại, những NĐT có trình độ học vấn thấp sẽ gặp khó khăn khi phân tích và tìm hiểu thông tin đầu tư, có thể dẫn đến việc băn khoăn và năng lực chấp nhận rủi ro sẽ bị ảnh hưởng.



*Thứ năm*, yếu tố thu nhập của NĐT. Yếu tố này thể hiện qua việc những NĐT có số vốn nhiều và nhàn rỗi sẽ khiến cho họ có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn so với những người có nguồn thu nhập thấp. Ngoài ra, khi mới tham gia vào thị trường tài chính, NĐT có thu nhập thấp thường có xu hướng tìm kiếm các kênh đầu tư an toàn hơn. Ngoài ra những người có thu nhập cao cũng có thái độ với rủi ro cao hơn, mức độ lo sợ rủi ro thấp hơn những người có thu nhập thấp.

*Thứ sáu*, thái độ đối với rủi ro của NĐT. Yếu tố này hiểu là hành vi chấp nhận rủi ro của NĐT, do đó, khi mức độ của thái độ với rủi ro càng cao thì NĐT sẽ có mức năng lực chấp nhận rủi ro cao. Điều này ảnh hưởng đến quá trình lập kế hoạch đầu tư của mỗi cá nhân.

Thái độ đối với rủi ro đề cập đến việc sẵn sàng chấp nhận rủi ro (Nobre và cộng sự, 2018). Thái độ với rủi ro chủ yếu đo lường nhận thức rủi ro và lợi ích từ quan điểm của NĐT. Một số nhà nghiên cứu định nghĩa thái độ với rủi ro là “hành vi chấp nhận rủi ro” (Oehler & Wedlich, 2018; Necker & Ziegelmeyer, 2016; Kannadhasan, 2015). Necker và Ziegelmeyer (2016)) định nghĩa thái độ với rủi ro là hành vi chấp nhận rủi ro, được đo lường thông qua hai khía cạnh là rủi ro đầu cơ và kiểm soát rủi ro. Rủi ro đầu cơ có thể được mô tả như một điểm mạnh thể hiện xu hướng của một cá nhân thiên về phía chấp nhận rủi ro, trong khi kiểm soát rủi ro là lực cân bằng thể hiện xu hướng của một cá nhân thiên về phía không thích rủi ro (Chavali & Raj, 2016).

*Thứ bảy*, khả năng chịu rủi ro của NĐT.

Khả năng chịu rủi ro có thể định nghĩa là "*khả năng tài chính của cá nhân để gánh chịu rủi ro*" (Khan, 2017; Huzdik và cộng sự, 2014; Metzger & Fehr, 2017). Khả năng chịu rủi ro cũng được định nghĩa là "*mức độ rủi ro mà khách hàng có thể gặp phải*" (Grable & Lyons, 2018). Grable và Lyons (2018) giải thích rằng khái niệm “có khả năng thực hiện” phải có mục tiêu cụ thể và bối cảnh nhất định. Không thể đo lường được mức độ “có khả năng” trừ khi chúng ta có nó. Các chỉ số đo lường khả năng chịu rủi ro theo Nobre et al. (2018) bao gồm (1) Các mục tiêu và hạn chế của danh mục đầu tư, chẳng hạn như khoảng thời gian, nhu cầu thu nhập

hiện tại, bảo toàn vốn, tăng trưởng, giảm thiểu thuế, mục tiêu cạnh tranh, (2) Thu nhập, chẳng hạn như số lượng và sự ổn định, (3) Chi phí, chẳng hạn như cố định so với tùy ý, số tiền so với thu nhập, (4) Bảng cân đối kế toán, chẳng hạn như giá trị ròng, tài sản (đa dạng hóa, phân bổ tài sản, rủi ro trong các tài sản khác nhau), nợ phải trả (số tiền, khung thời gian và cơ cấu nợ), (5) Tài chính nghĩa vụ, chẳng hạn như gia đình, hợp đồng, hưu trí, (6) Bảo hiểm, chẳng hạn như y tế, khuyết tật, tính mạng, chăm sóc dài hạn, tài sản và thương vong, trách nhiệm pháp lý, kinh doanh/nghề nghiệp.

Yếu tố này khá tương đồng với năng lực chấp nhận rủi ro. Do nó thể hiện "khả năng" của NĐT còn năng lực thể hiện sự "mong muốn" của NĐT khi đối mặt với rủi ro. Vì thế có thể hiểu khi khả năng chịu rủi ro tăng thì năng lực chấp nhận rủi ro cũng sẽ tăng.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Luận án đã trình bày khung lý thuyết của luận án bao gồm các vấn đề liên quan đến đề tài nghiên cứu như: (1) Các vấn đề cơ bản của HĐTL và đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh; (2) Rủi ro và rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh; (3) Các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro khi đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh; (4) Các yếu tố ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh. Nội dung lý luận đề cập trong chương 2 làm căn cứ khoa học để đánh giá thực trạng rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh của NĐT cá nhân được thực hiện ở chương 3.

### CHƯƠNG 3

## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH TẠI VIỆT NAM

### 3.1. Tổng quan về thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

Thị trường giao dịch các công cụ phái sinh trên thế giới đã phát triển từ nhiều năm nay. Với mục tiêu trước tiên là phòng vệ rủi ro, các sản phẩm phái sinh trở thành các công cụ không thể thiếu trong nền kinh tế thị trường cùng với khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính cao khiến cho các sản phẩm phái sinh trở nên hấp dẫn đầu tư hơn.

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã qua hơn 22 năm hình thành và phát triển tính từ thời điểm Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đi vào vận hành năm 2000. Sự phát triển của các công cụ phái sinh là diễn tiến tất yếu trong quá trình phát triển của thị trường tài chính, nó phản ánh mức độ phát triển sâu, rộng hơn của thị trường và cho thấy xu thế hội nhập quốc tế.

#### *3.1.1. Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam*

Trên thị trường quốc tế, chứng khoán phái sinh là một trong những công cụ tài chính phòng ngừa rủi ro được sử dụng phổ biến. Từ năm 2007, theo Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ đã quan tâm đến việc xây dựng và phát triển TTCK phái sinh và TTCK cơ sở, thông qua việc phê duyệt Đề án Phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn năm 2020. Đến năm 2012, để hoàn thiện cấu trúc TTCK Việt Nam, Chính phủ đã ban hành Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/03/2012 về Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020. Những bước khởi động đó chính là nền tảng để UBCKNN và các SGĐCK, VSD tiến hành nghiên cứu và lập ra Đề án xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam, đề xuất Bộ Tài chính trình Chính phủ. Và đến năm 2014, Đề án đã được Chính phủ phê duyệt bằng Quyết định số 366/2014/QĐ-TTg ngày 11/3/2014.

Dựa trên đề án, lộ trình phát triển của TTCK phái sinh được chia thành 3 giai đoạn sau:

- *Giai đoạn 2013 - 2015*: Xây dựng khung pháp lý, hoàn thiện cơ sở vật chất, công nghệ bao gồm hệ thống giao dịch, thanh toán bù trừ CKPS, hệ thống giám sát và công bố thông tin tại các SGDCK và thành viên thị trường, đảm bảo phù hợp với các sản phẩm phái sinh cơ bản và chuẩn bị mọi điều kiện cần thiết để đưa vào hoạt động

- *Giai đoạn 2016- 2020*: Tổ chức vận hành TTCK phái sinh, trước mắt là các sản phẩm phái sinh dựa trên chỉ số chứng khoán, TPCP và cổ phiếu.

- *Giai đoạn sau 2020*: Hoàn thiện và nâng cao hoạt động của TTCK phái sinh, từng bước đa dạng hóa các sản phẩm giao dịch; Mở rộng đối tượng thành viên tham gia thị trường, cải tiến hạ tầng công nghệ, nâng cao chất lượng cơ sở NĐT, tiến đến xây dựng một TTCK thống nhất dựa trên các tài sản cơ sở theo thông lệ quốc tế, hoạt động công khai, minh bạch, hiệu quả, góp phần vào sự phát triển của thị trường tài chính.

Sau nhiều lần sửa đổi bổ sung các quyết định, nghị định số 42/2015/NĐ-CP (gọi tắt là Nghị định 42) quy định về CKPS và TTCK phái sinh đã được ban hành ngày 05/5/2015. Nghị định 42 đã thiết lập khung pháp lý cho TTCK phái sinh phát triển theo đúng lộ trình được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Đề án xây dựng và phát triển TTCK phái sinh tại Việt Nam; hoàn thiện cấu trúc TTCK theo hướng bổ sung thị trường phòng ngừa rủi ro để hỗ trợ phát triển các mảng thị trường cơ sở như cổ phiếu, trái phiếu. Nghị định đã tạo cơ sở để xây dựng các văn bản hướng dẫn như thông tư, quy chế và chế độ kế toán, thuế, phí, lệ phí cho vận hành một thị trường bậc cao mới, đảm bảo TTCK phái sinh được vận hành an toàn, trật tự, công bằng, minh bạch và bền vững.

Tuy nhiên, Nghị định 42 được ban hành trước khi TTCK phái sinh được vận hành chính thức (10/8/2017) nên quá trình thực thi Nghị định cũng đã bộc lộ một số vướng mắc, hạn chế cần được sửa đổi, bổ sung, hoàn thiện. Bên cạnh đó, trong bối cảnh Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 (gọi tắt là Luật Chứng khoán 2019) đã

được Quốc hội thông qua vào ngày 26/11/2019, có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2021 đòi hỏi sự cần thiết phải có những hướng dẫn mới về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh phù hợp với quy định tại Luật Chứng khoán. Do vậy, các nội dung vướng mắc này cần phải được quy định tại Nghị định mới để đảm bảo phù hợp về tính pháp lý và hiệu lực khi áp dụng.

Ngày 31/12/2020, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 158/2020/NĐ-CP về CKPS và TTCK phái sinh thay thế cho Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ban hành ngày 05/5/2015.

Ngày 12/07/2021, Bộ Trưởng Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 57/2021/TT-BTC quy định lộ trình sắp xếp lại thị trường giao dịch cổ phiếu, thị trường giao dịch trái phiếu, thị trường giao dịch CKPS và thị trường giao dịch các loại chứng khoán khác. Cũng trong ngày, Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 58/2021/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ về CKPS và TTCK phái sinh.

### ***3.1.2. Các loại hàng hoá giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam***

#### ***(1) Chỉ số giá VN30 và hợp đồng tương lai VN30***

##### ***\* Chỉ số giá VN30***

Chỉ số giá VN30 thuộc bộ chỉ số HOSE - index. Các chỉ số thuộc Bộ chỉ số HOSE - index được tính toán theo hai phương pháp là chỉ số giá và chỉ số tổng thu nhập. Các chỉ giá thể hiện biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên HOSE đáp ứng tư cách tham gia vào Bộ chỉ số và các điều kiện sàng lọc, nhằm cung cấp cho các NĐT đầy đủ và toàn diện về thị trường. Các tổng số tổng thu nhập thể hiện biến động giá trị và giá trị cổ tức của các cổ phiếu thành phần được tái đầu tư vào chỉ số.

Bộ chỉ số HOSE - index bao gồm:

##### ***(1) Chỉ số VNAllShare.***

Là chỉ số bao gồm tất cả các cổ phiếu niêm yết trên HOSE đáp ứng tư cách tham gia vào Bộ chỉ số và các điều kiện sàng lọc quy định tại Quy tắc sàng lọc Bộ chỉ số.

*(2) Chỉ số VN30.*

Là chỉ số được xây dựng từ rổ cổ phiếu thành phần của VNAllshare, gồm 30 công ty có giá trị vốn hóa và thanh khoản hàng đầu đáp ứng điều kiện của Quy tắc sàng lọc Bộ chỉ số.

*(3) Chỉ số VNMidcap.*

Là chỉ số được xây dựng từ cổ phiếu thành phần của VNAllshare, gồm 70 công ty có giá trị vốn hóa sau VN30 đáp ứng các điều kiện của Quy tắc sàng lọc Bộ chỉ số.

*(4) Chỉ số VN100.*

Là chỉ số bao gồm cổ phiếu thành phần của VN30 và VNMidcap.

*(5) Chỉ số VNSmallcap.*

Là chỉ số bao gồm các cổ phiếu thành phần của VNAllshare và không thuộc chỉ số VN100.

*(6) Các chỉ số ngành VNAllshare Sector Indices.*

Các chỉ số ngành bao gồm cổ phiếu thành phần của chỉ số VNAllshare được phân thành các ngành theo định nghĩa của chuẩn phân ngành Global Industry Classification Standard.

*(2) Hợp đồng tương lai chỉ số VN30*

Hợp đồng tương lai chỉ số VN30 là HĐTL mà chỉ số giá VN30 được chọn làm tài sản cơ sở.

**Bảng 3.1: Đặc điểm hợp đồng tương lai VN30**

<b>Đặc điểm</b>	<b>Hợp đồng tương lai VN30</b>
Tên hợp đồng	HĐTL trên chỉ số cổ phiếu VN30
Mã giao dịch	VN30Fyymm
Tài sản cơ sở	Chỉ số VN30
Hệ số nhân	100.000 đồng
Quy mô hợp đồng	100.000 đồng *(điểm chỉ số VN30 tương lai)
Tháng đáo hạn	Tháng hiện tại Tháng kế tiếp 02 tháng cuối 02 quý kế tiếp

<b>Đặc điểm</b>	<b>Hợp đồng tương lai VN30</b>
Phương thức giao dịch	Phương thức khớp lệnh Phương thức thỏa thuận
Thời gian giao dịch	Xác định giá mở cửa: 8:45 - 9:00 Phiên liên tục sáng: 9:00 - 11:30 Phiên liên tục chiều: 13:00-14:30 Xác định giá đóng cửa: 14:30 - 14:45 Thỏa thuận: 8:45 - 14:45
Biên độ dao động	+/- 7%
Bước giá/ Đơn vị yết giá	0,1 điểm chỉ số (tương đương 10.000 đồng)
Đơn vị giao dịch	01 hợp đồng
Ngày giao dịch cuối cùng	Ngày thứ Năm của tuần lễ thứ ba trong tháng đáo hạn, trường hợp trùng ngày nghỉ sẽ được điều chỉnh lên ngày giao dịch liền trước đó.
Ngày thanh toán cuối cùng	Ngày làm việc liền sau ngày giao dịch cuối cùng
Phương thức thanh toán	Thanh toán bằng tiền mặt
Phương pháp xác định giá thanh toán hàng ngày	Theo quy định của VSD
Phương pháp xác định giá thanh toán cuối cùng	Là giá trị chỉ số cơ sở đóng cửa tại ngày giao dịch cuối cùng của HĐTL
Giá tham chiếu	Giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước hoặc giá lý thuyết (trong ngày giao dịch đầu tiên)
Giới hạn vị thế	Số lượng HĐTL tối đa được nắm giữ trên 1 tài khoản: NĐT chứng khoán chuyên nghiệp: 20.000 NĐT tổ chức: 10.000 NĐT cá nhân: 5.000
Mức ký quỹ	Theo quy định của VSD
Ngày niêm yết	Khi ra mắt hợp đồng
Giới hạn lệnh	1.000 hợp đồng/lệnh

( Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh)



## ***(2) Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ***

Tại Việt Nam, theo Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 về CKPS và TTCK phái sinh thì HĐTL TPCP được định nghĩa là HĐTL dựa trên tài sản cơ sở là TPCP hoặc trái phiếu giả định có một số đặc trưng cơ bản của TPCP.

Một trong những cấu phần quan trọng nhất khi thiết kế HĐTL TPCP 5 năm là việc lựa chọn tài sản cơ sở để tạo ra sự kết nối giữa TTCK cơ sở và TTCK phái sinh giúp NĐT định giá HĐTL. Tài sản cơ sở đó có thể là một mã TPCP thực cụ thể đang lưu hành trên TTCK cơ sở hoặc cũng có thể là một TPCP giả định có đầy đủ các đặc điểm cơ bản (loại trái phiếu, lãi suất danh nghĩa, kỳ hạn...).

Sau khi nghiên cứu, đánh giá kỹ lưỡng về thị trường trái phiếu cơ sở kết hợp với kinh nghiệm quốc tế tại các TTCK phái sinh phát triển trên thế giới và dựa trên ý kiến tham vấn của các thành viên thị trường, cơ quan quản lý thị trường đã đi đến thống nhất quyết định xây dựng sản phẩm HĐTL TPCP 5 năm. Sản phẩm HĐTL TPCP 5 năm có tài sản cơ sở trái phiếu chính phủ có kỳ hạn 5 năm, mệnh giá 100.000 đồng, lãi suất danh nghĩa 5.0% năm, trả lãi định kỳ 12 tháng/1 lần, trả gốc một lần khi đáo hạn.

Vào ngày 28/6/2021, SGDCK Hà Nội chính thức đưa sản phẩm HĐTL TPCP kỳ hạn 10 năm vào giao dịch trên TTCK phái sinh. Sản phẩm HĐTL TPCP kỳ hạn 10 năm có tài sản cơ sở là TPCP giả định có kỳ hạn 10 năm, mệnh giá 100.000 đồng, lãi suất danh nghĩa 5,0%/năm, trả lãi định kỳ cuối kỳ 12 tháng/lần, trả gốc một lần khi đáo hạn.

Sản phẩm HĐTL TPCP được xây dựng với mục đích cung cấp thêm công cụ giao dịch cho NĐT đối với các trái phiếu Chính phủ. Tuy nhiên với tính đặc thù riêng (đối tượng giao dịch chủ yếu là các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán vốn có khẩu vị rủi ro tương đối giống nhau) nên thanh khoản tương đối thấp. Đến nay 2 sản phẩm chưa được thành công, nhiều thời điểm không có thanh khoản. Và trong khuôn khổ luận án chỉ nghiên cứu NĐT cá nhân nên nghiên cứu sinh chỉ tập trung vào HĐTL chỉ số VN30.

### **3.1.3. Chủ thể tham gia giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

Các chủ thể tham gia chủ yếu trên TTCK phái sinh Việt Nam bao gồm:

- Cơ quan quản lý Nhà nước: Ban hành các văn bản quy phạm pháp luật, cấp phép cho các hoạt động trên TTCK phái sinh.

- Sở giao dịch và hệ thống giao dịch

Tại Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 1/3/2012 về phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011-2020, Chính phủ định hướng tái cấu trúc TTCK theo hướng sáp nhập 2 SGDCK thành một SGDCK duy nhất, trên cơ sở hình thành 3 khu vực thị trường theo sản phẩm là: thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và thị trường CKPS: “Tái cấu trúc mô hình tổ chức TTCK theo hướng cả nước chỉ có một SGDCK”. Theo đó, chủ trương xây dựng TTCK phái sinh tại Việt Nam tập trung theo hướng: xây dựng TTCK phái sinh tập trung ngay từ đầu mà không theo hướng phát triển tuần tự từ thấp đến cao, từ TTCK phái sinh OTC đến TTCK phái sinh tập trung. Theo đó, trong giai đoạn đầu SGDCK nơi tổ chức giao dịch các CKPS chính là đơn vị có vai trò thiết kế các loại CKPS và đưa vào giao dịch.

- Thành viên giao dịch: Cung cấp dịch vụ môi giới, tư vấn... cho các NĐT trên thị trường, tự doanh chứng khoán.

- Trung tâm Thanh toán bù trừ: Trung tâm lưu ký chứng khoán (VSD) thực hiện thanh toán lãi lỗ hàng ngày vào ngày T+1 và thanh toán thực hiện hợp đồng vào ngày thanh toán cuối cùng (ngày làm việc liền sau ngày giao dịch cuối cùng). VSD thực hiện xác định nghĩa vụ thanh toán tiền lãi lỗ vị thế của từng tài khoản và bù trừ theo từng thành viên.

- Thành viên bù trừ: Cung cấp dịch vụ bù trừ thanh toán chứng khoán phái sinh cho các nhà đầu tư thường thông qua thành viên giao dịch và các thành viên giao dịch khác trên thị trường.

- Ngân hàng thanh toán: Thực hiện việc chuyển khoản/thanh toán tiền và cung cấp dữ liệu tài khoản cho thanh toán bù trừ.

So với thời điểm khai trương thị trường chỉ có 07 thành viên, TTCK phái sinh hiện có 24 thành viên là các công ty chứng khoán là thành viên giao dịch đồng thời

làm thành viên bù trừ, trong đó có 04 CTCK làm thành viên bù trừ chung, 19 công ty chứng khoán làm thành viên bù trừ trực tiếp. Các CTCK thành viên đều có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu từ 900 tỷ đồng trở lên và đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn khác theo quy định. Hiện tại chưa có ngân hàng thương mại đăng ký làm thành viên giao dịch đặc biệt.

**Bảng 3.2: Danh sách NHTM đủ điều kiện về vốn tham gia TTCK phái sinh**

<b>STT</b>	<b>Mã thành viên</b>	<b>Tên NHTM</b>	<b>Vốn điều lệ (tỷ đồng)</b>
1	ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	9.376
2	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	34.187
3	BOS	Ngân Hàng TMCP Sài Gòn	14.294
4	CTG	Ngân Hàng TMCP Công Thương Việt Nam	37.234
5	EAB	Ngân hàng TMCP Đông Á	5.000
6	HSB	Ngân hàng TNHH một thành viên HSBC Việt Nam	7.528
7	LPB	Ngân hàng TMCP Bưu điện Liên Việt	6.460
8	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	16.311
9	MSB	Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam	8.000
10	SEA	Ngân hàng TMCP Đông Nam Á	5.334
11	SGT	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	12.425
12	SHB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn - Hà Nội	8.865
13	TCB	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam	8.848
14	TPB	Ngân hàng TMCP Tiên Phong	5.550
15	VBA	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam	29.606
16	VCH	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	26.650
17	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	6.347

(Nguồn: Báo cáo thường niên 2022- UBCKNN)

**Bảng 3.3: Danh sách công ty chứng khoán đủ điều kiện về vốn đăng ký làm thành viên giao dịch TTCK phái sinh**

STT	Tên CTCK	Mã TV	Vốn chủ sở hữu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)
1	CTCP Chứng khoán NH Đầu tư & Phát triển VN (BSC)	002	823	865
2	CTCP Chứng khoán Sài Gòn (SSI)	003	6.156	4.273
3	CTCP Chứng khoán MB (MBS)	005	1.328	1.221
4	Công ty TNHH Chứng khoán ACB (ACBS)	006	1.766	1.500
5	CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC)	011	2.228	1.272
6	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS)	026	1.003	970
7	CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)	057	1.028	1.112
8	CTCP Chứng khoán FPT (FPTS)	058	1.274	806
9	CTCP Chứng khoán Sài Gòn Hà Nội (SHS)	069	938	1.000
10	Công ty TNHH Một thành viên Chứng khoán Maybank Kim Eng (MBKE)	079	890	829
11	Công ty TNHH Chứng khoán Kỹ Thương (TCBS)	105	1.266	1.000
12	CTCP Chứng khoán VNDirect (VND)	021	1.829	1.549

(Nguồn: Báo cáo thường niên 2022 - UBCKNN)

- Về NĐT: Số lượng tài khoản giao dịch phái sinh của NĐT trong nước liên tục tăng qua các năm. Đến cuối tháng 12/2022, số lượng tài khoản giao dịch CKPS đã tăng gấp hơn 20 lần, lên trên 1 triệu tài khoản so với thời điểm cuối năm 2018. Trong đó: đối với sản phẩm HĐTL trên chỉ số VN30: giao dịch chủ yếu bởi các NĐT cá nhân trong nước trong khi HĐTL TPCP chỉ do NĐT có tổ chức thực hiện.

**Bảng 3.4: Số lượng tài khoản nhà đầu tư trong nước tham gia giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

Thời điểm	NĐT cá nhân		NĐT tổ chức	
	Số lượng (người)	Tỷ trọng (%)	Số lượng (người)	Tỷ trọng (%)
31/12/2018	56.834	99,81	110	0,19
31/12/2019	90.407	99,77	206	0,23
31/12/2020	170.963	99,75	426	0,25
31/12/2021	730.967	99,90	701	0,10
31/12/2022	1.171.031	99,91	1.020	0,09

(Nguồn: Báo cáo thường niên 2022- UBCKNN)

+ Đối với HĐTL chỉ số VN30: giao dịch bởi NĐT cá nhân trong nước chiếm đa số nhưng bắt đầu có sự dịch chuyển theo hướng giảm tỉ trọng giao dịch của NĐT cá nhân, tăng tỉ trọng giao dịch của NĐT tổ chức. Nếu như năm 2018, gần 99,81% giao dịch được thực hiện bởi các NĐT cá nhân thì tỉ trọng này giảm xuống còn khoảng 99,77% vào cuối năm 2019 và giảm không đáng kể vào cuối các năm 2020 - 2022.

+ Đối với HĐTL TPCP: Quy định hiện nay chưa cho phép NĐT cá nhân tham gia giao dịch HĐTL TPCP kỳ hạn 5 năm nên các giao dịch đối với sản phẩm này đều do các NĐT tổ chức thực hiện. Đối với sản phẩm HĐTL TPCP kỳ hạn 10 năm, mặc dù đã cho phép NĐT cá nhân chuyên nghiệp tham gia giao dịch, song giao dịch của sản phẩm HĐTL TPCP kỳ hạn 10 năm từ khi niêm yết đều do các NĐT tổ chức thực hiện. Tỷ trọng giao dịch HĐTL TPCP trên tổng tỷ trọng giao dịch các sản phẩm phái sinh cũng rất nhỏ vì sản phẩm này kém thanh khoản.

### **3.1.4. Cơ chế giao dịch hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

#### **3.1.4.1. Quy trình giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

Quy trình giao dịch HĐTL đối với NĐT cá nhân cụ thể là HĐTL chỉ số VN30 được thực hiện giống với tất cả các loại HĐTL khác như hàng hóa cơ bản, trái phiếu, tiền tệ... Quy trình này gồm các bước như sau:

*(1) Mở tài khoản giao dịch, tài khoản ký quỹ*

Nhà đầu tư cá nhân phải ký hợp đồng mở tài khoản giao dịch chứng khoán phái sinh với thành viên giao dịch. NĐT có thể mở được nhiều tài khoản giao dịch chứng khoán phái sinh, nhưng theo nguyên tắc tại mỗi thành viên giao dịch chỉ được mở một (01) tài khoản giao dịch, và ứng với mỗi tài khoản giao dịch đó, NĐT được mở tài khoản ký quỹ tại thành viên bù trừ được chỉ định. Công ty quản lý quỹ được mở cho mỗi NĐT ủy thác một tài khoản giao dịch chứng khoán phái sinh đứng tên công ty tại thành viên giao dịch.

Thành viên bù trừ mở cho mỗi NĐT một (01) tài khoản tiền gửi ký quỹ và một (01) tài khoản chứng khoán để quản lý tài sản ký quỹ và thực hiện nghĩa vụ thanh toán cho vị thế trên tài khoản giao dịch của NĐT và có trách nhiệm quản lý tách biệt tài khoản và tiền gửi/ chứng khoán ký quỹ đến từng NĐT. Tiền gửi/ chứng khoán ký quỹ này thuộc sở hữu NĐT, không thuộc sở hữu của thành viên bù trừ.

*(2) Lựa chọn HĐTL chỉ số VN30*

Sau khi mở tài khoản và ký quỹ, NĐT thực hiện hoạt động lựa chọn vị thế cũng như mã HĐTL mình muốn mua dựa trên thông tin và hiểu biết về thị trường, phân tích cá nhân. Có 4 mã HĐTL mà NĐT có thể xem xét, đó là VN30F1M, VN30F3M, VN30F1Q, VN30F2Q.

*(3) Đặt lệnh giao dịch*

Khi NĐT đặt lệnh giao dịch, số lượng ký quỹ ban đầu phải tương ứng với lệnh đặt, đồng thời đảm bảo nếu lệnh được khớp thì tổng số vị thế nắm giữ của NĐT không vượt quá giới hạn vị thế. Lệnh giao dịch gồm các thông tin sau:

- Mua hay bán loại hợp đồng nào?
- Tháng đáo hạn của hợp đồng đó.
- Giá muốn mua/ bán của NĐT.
- Số lượng HĐTL muốn giao dịch.

Hệ thống giao dịch sẽ xác nhận lệnh được khớp và gửi kết quả giao dịch lại cho thành viên giao dịch và Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam. Thành viên giao dịch thông báo kết quả khớp lệnh cho NĐT.

*(4) Điều chỉnh ký quỹ hàng ngày*

Dựa trên kết quả giao dịch, Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam VSD tính ra giá thanh toán hàng ngày của hợp đồng và cũng trên giá thanh toán này sẽ tính toán được lãi lỗ của từng vị thế trong ngày giao dịch đó. Sau đó, VSD sẽ tiến hành yêu cầu ký quỹ đối với những tài khoản có số dư ký quỹ dưới mức quy định. Khi nhận được yêu cầu ký quỹ, NĐT thực hiện nộp đầy đủ số ký quỹ bị thiếu hụt. Nếu tài khoản ký quỹ có số dư thì NĐT có thể rút phần dư này không quá mức cho phép.

*3.1.4.2. Hoạt động bù trừ và thanh toán hợp đồng tương lai chỉ số VN30 của nhà đầu tư*

- Trường hợp thanh toán lãi lỗ vị thế

- Tại ngày giao dịch trước ngày giao dịch cuối cùng, giá trị khoản thanh toán lãi lỗ vị thế được xác định hàng ngày trên cơ sở các vị thế mở trên tài khoản giao dịch của NĐT và chênh lệch giữa giá thanh toán cuối ngày so với giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước; hoặc chênh lệch giữa giá thanh toán cuối ngày so với giá thanh toán (đối với vị thế vừa mở trong ngày); hoặc chênh lệch giữa giá thanh toán so với giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước (đối với trường hợp đóng vị thế trước hạn); hoặc chênh lệch giữa giá thanh toán đóng vị thế so với giá thanh toán mở vị thế (đối với trường hợp mở và đóng vị thế trong cùng ngày giao dịch).

- Tại ngày giao dịch cuối cùng, giá trị khoản thanh toán lãi lỗ vị thế được xác định trên cơ sở các vị thế mở trên tài khoản giao dịch của NĐT và chênh lệch giữa giá thanh toán cuối cùng so với giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước; hoặc chênh lệch giữa giá thanh toán cuối cùng so với giá thanh toán (đối với vị thế vừa mở trong ngày); hoặc chênh lệch giữa giá thanh toán so với giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước (đối với trường hợp đóng vị thế trước hạn); hoặc chênh lệch giữa giá thanh toán đóng vị thế so với giá thanh toán mở vị thế (đối với trường hợp mở và đóng vị thế trong cùng ngày giao dịch cuối cùng).

Các mức giá nêu trên được công bố trên trang thông tin điện tử của Trung tâm Lưu ký chứng khoán.

- Trường hợp thanh toán khi thực hiện hợp đồng: Việc thanh toán hợp đồng chỉ số VN30 được hoàn tất khi hoàn tất lãi lỗ vị thế của ngày giao dịch cuối cùng.

### ***3.1.5. Hoạt động thanh toán và bù trừ, công bố thông tin, giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam***

#### ***(1) Hoạt động thanh toán và bù trừ***

Từ khi khai trương thị trường đến nay, hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh được thực hiện bởi VSD đã diễn ra chính xác, an toàn, thông suốt, chưa để xảy ra trường hợp thành viên bù trừ nào bị mất khả năng thanh toán. Hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh trên thị trường đã đạt được những kết quả như sau:

- Về số lượng tài khoản ký quỹ: Tính đến ngày 10/8/2022, số lượng tài khoản ký quỹ được đăng ký trên hệ thống của VSD là 1.058.780 tài khoản, tăng gần 330 lần so với ngày khai trương thị trường, trong đó nhà đầu tư cá nhân (trong nước và nước ngoài) chiếm đa số với 1.057.764 tài khoản với tỷ trọng là 99,90%, còn lại là 1.016 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức (trong nước và nước ngoài) chiếm tỷ trọng 0,10%.

- Về giá trị thanh toán: Tính đến 10/8/2022, tổng giá trị thanh toán lãi/lãi vị thế (bù trừ chung cho HĐTL chỉ số VN30 và HĐTL TPCP 5 năm, HĐTL TPCP 10 năm) và thanh toán đáo hạn của HĐTL chỉ số VN30 lũy kế thực hiện qua Trung tâm lưu ký chứng khoán là hơn 22 nghìn tỷ đồng, chỉ chiếm tỷ lệ 0,12% trên tổng giá trị giao dịch danh nghĩa. Điều này cho thấy tính hiệu quả trong hoạt động bù trừ của TTCK phái sinh đã giúp cho giá trị thuần được thanh toán cuối cùng nhỏ hơn rất nhiều so với giá trị giao dịch, từ đó góp phần giảm chi phí vốn, chi phí cơ hội cũng như làm cho hoạt động thanh toán được diễn ra an toàn thông suốt.

- Về quản lý rủi ro:

Để đảm bảo công tác bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh được thực hiện an toàn, thông suốt, Trung tâm lưu ký chứng khoán đã áp dụng đồng bộ nhiều biện



pháp quản lý rủi ro như định kỳ đánh giá và xác định lại tỷ lệ ký quỹ ban đầu phù hợp với diễn biến thị trường; kiểm soát tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ; áp dụng và điều chỉnh giới hạn vị thế theo thời gian thực. Cụ thể:

+ Về xác định tỷ lệ ký quỹ ban đầu: Trung tâm lưu ký chứng khoán sử dụng phương pháp định lượng rủi ro (VaR) để tính toán tỷ lệ ký quỹ ban đầu cho các sản phẩm chứng khoán phái sinh, trong đó tỷ lệ ký quỹ cho HĐTL VN30 được tính toán dựa trên biến động của bộ dữ liệu chỉ số VN30; tỷ lệ ký quỹ cho sản phẩm HĐTL TPCP 5 năm và HĐTL TPCP 10 năm được tính toán dựa trên biến động của bộ dữ liệu chỉ số Bond Index thu thập từ thời điểm giới thiệu chỉ số cho đến thời điểm tính toán.

Dựa trên kết quả tính toán, VSD đã áp dụng tỷ lệ ký quỹ ban đầu tối thiểu cho các sản phẩm HĐTL chỉ số VN30 ở mức 10% từ thời điểm khai trương thị trường CKPS (ngày 10/8/2017) đến hết ngày 17/07/2017 và điều chỉnh lên mức 13% (tăng 30%) áp dụng từ ngày 18/7/2018 khi chỉ số VN30 và TTCKPS có nhiều phiên biến động mạnh vào giữa năm 2018. Đối với HĐTL TPCP 5 năm và HĐTL TPCP 10 năm, TTLKCK đã áp dụng tỷ lệ ký quỹ ban đầu tối thiểu là 2,5% và tỷ lệ ký quỹ đảm bảo thực hiện hợp đồng là 5% và các tỷ lệ ký quỹ này vẫn được duy trì cho đến nay.

Theo quy định tại quy chế bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh, Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) định kỳ (3 lần/tháng) thực hiện đánh giá, xác định lại tỷ lệ ký quỹ cho các HĐTL theo nguyên tắc tỷ lệ ký quỹ áp dụng phù hợp với kết quả tính toán định lượng, đủ lớn để phòng ngừa rủi ro mất khả năng thanh toán nhưng vẫn đảm bảo thu hút sự tham gia của NĐT vào thị trường.

+ Về quản lý giới hạn vị thế: Mức giới hạn vị thế (số lượng hợp đồng tối đa nhà đầu tư được sở hữu/1 tài khoản) đang áp dụng theo loại hình nhà đầu tư như sau:

(i) Đối với HĐTL chỉ số VN30: NĐT chứng khoán chuyên nghiệp: 20.000 hợp đồng; NĐT tổ chức: 10.000 hợp đồng; NĐT cá nhân: 5.000 hợp đồng.

(ii) Đối với HĐTL TPCP 5 năm: NĐT chứng khoán chuyên nghiệp: 10.000 hợp đồng; NĐT tổ chức: 5.000 hợp đồng; NĐT cá nhân: chưa thực hiện.

(ii) Đối với HĐTL TPCP 10 năm: NĐT chứng khoán chuyên nghiệp: 10.000 hợp đồng; NĐT tổ chức: 5.000 hợp đồng; NĐT cá nhân chuyên nghiệp: 3.000 hợp đồng; NĐT cá nhân: chưa thực hiện.

Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam thực hiện giám sát chặt chẽ tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ và giới hạn vị thế trên từng tài khoản NĐT theo thời gian thực thông qua tính năng hệ thống, đảm bảo các tài khoản vi phạm đều bị phát hiện, thông báo kịp thời cho Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và thành viên bù trừ để đình chỉ giao dịch cho đến khi tình trạng vi phạm được khắc phục.

### *(2) Hoạt động công bố thông tin*

Hoạt động cung cấp thông tin liên quan đến các dữ liệu trên TTCK phái sinh cũng được thực hiện đầy đủ, đều đặn, đảm bảo thông tin được cung cấp kịp thời, toàn diện cho các đối tác trong nước và nước ngoài. Trước đây, việc công bố thông tin về TTCK phái sinh thực hiện theo quy định tại Thông tư số 11/2016/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Nghị định số 42/2015/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh và Thông tư 155/2015/TT-BTC hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK nhưng hiện nay được thực hiện thống nhất tại Thông tư số 96/2020/TT-BTC hướng dẫn về công bố thông tin trên TTCK ngày 16/11/2020 khi Luật chứng khoán 2019 và các văn bản mới được ban hành thay thế các văn bản đã hết hiệu lực.

Bên cạnh thông tin công bố trên website, SGDCK Hà Nội còn thực hiện cung cấp thông tin về TTCK phái sinh cho các hãng tin lớn trên thế giới để quảng bá TTCK phái sinh tại Việt Nam cho các NĐT trên toàn cầu.

### *(3) Hoạt động giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm*

Hoạt động giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm trên TTCK phái sinh được các cơ quan quản lý phối hợp thường xuyên và chặt chẽ. Định kỳ hàng tháng và trong giai đoạn thị trường có biến động mạnh, Bộ Tài chính đã yêu cầu Ủy có các báo cáo về diễn biến thị trường. Bộ Tài chính cũng đã chỉ đạo UBCKNN và các bên liên quan nghiên cứu cập nhật lại các tiêu chí giám sát cho phù hợp.

Trên cơ sở đó, UBCKNN đã chấp thuận cho SGDCK Hà Nội ban hành Bộ tiêu chí giám sát giao dịch trên TTCK phái sinh. Trên cơ sở hệ thống tiêu chí và

bộ tham số tiêu chí giám sát giao dịch chứng khoán phái sinh đã được UBCKNN chấp thuận, từ 10/08/2017 SGDCK Hà Nội đã thực hiện công tác báo cáo giám sát theo năm, tháng, tuần, báo cáo nhanh và các báo cáo theo yêu cầu của UBCKNN. Bên cạnh đó, UBCKNN cũng đã chỉ đạo các SGDCK phối hợp xây dựng cơ chế phối hợp giám sát liên thị trường nhằm đảm bảo phát hiện các trường hợp tác động trên TTCK phái sinh và TTCK cơ sở. Tháng 8/2018, SGDCK Hà Nội và SGDCK Hồ Chí Minh đã hoàn thành ký Biên bản phối hợp giám sát liên thị trường để làm cơ sở triển khai hoạt động giám sát liên thị trường. Bên cạnh đó, SGDCK Việt Nam đang chuẩn bị triển khai hoạt động giám sát giao dịch liên thị trường dựa trên các báo cáo định kỳ tuần của SGDCK Hồ Chí Minh, SGDCK Hà Nội. Trên cơ sở báo cáo của 2 Sở, SGDCK Việt Nam sẽ chủ trì phân tích giao dịch liên thị trường, báo cáo UBCKNN khi phát hiện các dấu hiệu giao dịch bất thường trên TTCK phái sinh.

Bộ Tài chính và UBCKNN đã tổ chức 04 đoàn kiểm tra hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh tại các Công ty chứng khoán Tp.HCM, Công ty chứng khoán MBS, Công ty chứng khoán VPS và Công ty chứng khoán KBSV nhằm phát hiện các dấu hiệu bất thường và các tồn tại, hạn chế trong thời gian triển khai thị trường vừa qua để kịp thời hoàn chỉnh hệ thống pháp lý, đảm bảo thị trường vận hành an toàn và lành mạnh.

Ngoài ra, căn cứ trên báo cáo của UBCKNN về diễn biến giao dịch trong thời gian gần đây đối với sản phẩm HĐTL TPCP, lợi dụng thanh khoản thấp của các sản phẩm này, một nhóm NĐT đã thường xuyên có giao dịch với nhau tại mức giá mà tạo ra sự chênh lệch theo hướng có lợi cho một đối tượng là NĐT tổ chức nước ngoài. Bộ Tài chính đã báo cáo Thủ tướng Chính phủ về nội dung này và hiện đang lấy ý kiến các cơ quan chức năng có liên quan nhằm làm rõ nghi vấn lợi dụng các giao dịch phái sinh để thực hiện hành vi chuyển tiền ra nước ngoài, ảnh hưởng đến an ninh tiền tệ nói chung và an toàn của TTCK nói riêng.

Đối với hoạt động giám sát trong nghiệp vụ thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh: Trong 5 năm, TTLKCK đã phát hiện và có biện pháp xử lý kịp thời đối

với 28.224 tài khoản vi phạm tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ và 4 tài khoản vi phạm giới hạn vị thế của các thành viên bù trừ. Các trường hợp này đã được TTLKCK gửi cảnh báo tức thời cho SGDCK Hà Nội để đình chỉ giao dịch và thông báo cho thành viên bù trừ xử lý kịp thời (nộp bổ sung tài sản ký quỹ hoặc đóng bớt vị thế), không ảnh hưởng đến các NĐT khác tham gia giao dịch.

Về xử lý vi phạm thành viên bù trừ: Trong giai đoạn đầu thị trường mới đi vào hoạt động, theo quy định tại quy chế thành viên bù trừ, TTLKCK nhắc nhở, khiển trách một số thành viên bù trừ có tài khoản vi phạm tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ trong ngày. Trong giai đoạn tiếp theo, khi ý thức kỷ luật, năng lực quản trị rủi ro của thành viên bù trừ được nâng lên, các tài khoản vi phạm tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ đều được các thành viên bù trừ khắc phục ngay trong ngày nên rủi ro thanh toán thấp. TTLKCK đã trình UBCKNN chấp thuận sửa đổi, bổ sung quy chế theo hướng chỉ xử lý vi phạm thành viên bù trừ trong trường hợp tài khoản vi phạm không được khắc phục ngay trong ngày phát sinh (áp dụng từ ngày 01/8/2018). Đến nay, số lượng thành viên bù trừ bị xử lý vi phạm là không đáng kể.

### **3.2. Thực trạng giao dịch hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

Kể từ thời điểm TTCK phái sinh chính thức mở cửa đến nay, giao dịch các CKPS diễn ra sôi sục, tăng trưởng tốt và ổn định. TTCK phái sinh với đối tượng NĐT cá nhân chỉ được phép tham gia HĐTL chỉ số VN30 có 4 mã giao dịch; đối với HĐTL TPCP 5 năm và HĐTL TPCP 10 năm chưa mở rộng cho đối tượng NĐT cá nhân.

- Về khối lượng giao dịch: Khối lượng giao dịch (KLGĐ) HĐTL chỉ số VN30 tăng liên tục qua các năm. Năm 2017, khối lượng giao dịch bình quân/phiên đạt 10.954 hợp đồng thì đến năm 2018 là 78.791 hợp đồng (gấp 7,2 lần so với năm 2017); năm 2019, 2020, 2021, khối lượng giao dịch bình quân/phiên vẫn tiếp tục tăng bằng lần so với trung bình năm 2017 lần lượt là 8,1 lần, 14,4 lần và 17 lần. Từ tháng 1/2022 đến tháng 12/2022, khối lượng giao dịch bình quân/phiên đạt 272.655 hợp đồng/phiên tăng 1,44 lần so với bình quân năm 2021 và gấp 21 lần so với năm 2017.

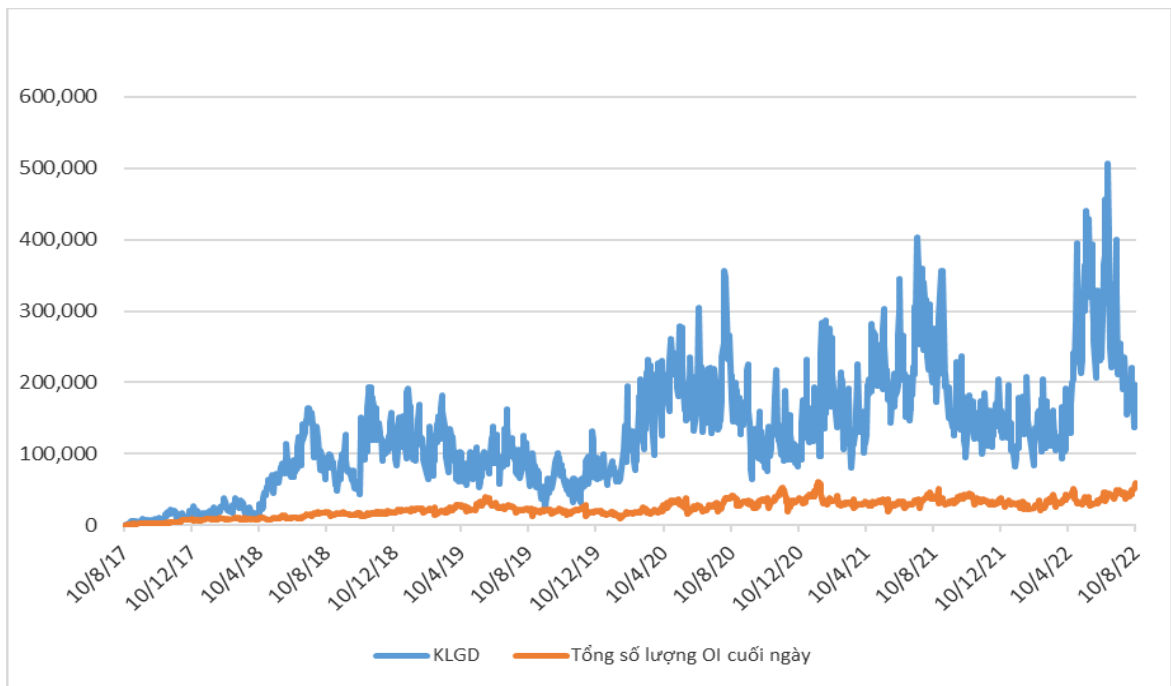
**Bảng 3.5: Diễn biến giao dịch của hợp đồng tương lai chỉ số VN30  
giai đoạn 2017 - 2022**

Năm	Khối lượng giao dịch (hợp đồng)	Giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Khối lượng giao dịch bình quân (hợp đồng)	Giá trị giao dịch bình quân (tỷ đồng)	Số lượng hợp đồng mở cuối kỳ (hợp đồng)
Năm 2017	1.106.353	96.297,75	10.954	953,44	8.077
Năm 2018	19.697.764	1.858.256,02	78.791	7.433,02	21.653
Năm 2019	22.185.096	1.968.521,67	88.740	7.874,08	16.625
Năm 2020	39.914.205	3.235.425,42	158.390	12.838,98	40.339
Năm 2021	47.221.803	6.532.286,44	188.887	26.129,14	31.585
Năm 2022	67.891.083	8.124.704,45	272.655	32.629,33	49.991

(Nguồn: UBCK Nhà nước)

Nhìn chung, kể từ khi khai trương thị trường đến hết tháng 12/2022, thanh khoản của sản phẩm HĐTL trên chỉ số VN30 luôn duy trì ở mức tốt. Đặc biệt, tại những thời điểm chỉ số VN30 giảm mạnh do ảnh hưởng bởi những thông tin của cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung Quốc; sự sụt giảm của chứng khoán toàn cầu; đại dịch Covid-19; chiến tranh Mỹ- Ukraina, biến động thị trường dầu mỏ thế giới... thì thanh khoản của thị trường lại càng trở nên tốt hơn. Thay vì NĐT thực hiện bán tháo, rút tiền ra khỏi thị trường cổ phiếu như trước đây (khi TTCK phái sinh chưa hình thành) thì giờ đây nhiều nhà đầu tư có xu hướng chuyển sang kênh đầu tư CKPS vì mục đích phòng ngừa rủi ro cũng như đầu cơ, kinh doanh chênh lệch giá.

- Về khối lượng hợp đồng mở (OI): Chỉ tiêu này thể hiện số lượng HĐTL chỉ số VN30 đang lưu hành trên thị trường. Năm 2017, khối lượng hợp đồng mở OI thường dưới 10 nghìn hợp đồng, năm 2018-2019 khối lượng OI thường ở mức trên dưới 20 nghìn hợp đồng trong khi từ năm 2020-2021 khối lượng OI ở mức 30 nghìn đến 40 nghìn hợp đồng. Tính đến ngày 31/12/2022, sau 5 năm thị trường vận hành, khối lượng OI đạt 49.911 hợp đồng, gấp hơn 6 lần năm đầu khai trương, năm 2017.



**Hình 3.1: Khối lượng giao dịch và OI cuối ngày**

(Nguồn: SGDCK Hà Nội và TTLKCK Việt Nam)

### 3.3. Thực trạng rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

#### 3.3.1. Đánh giá rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai theo các nguyên nhân gây ra rủi ro

##### 3.3.1.1. Rủi ro do giá chỉ số VN30 biến động

Theo một số NĐT chuyên nghiệp trên TTCK, chỉ số VN30 biến động vừa là cơ hội để kiếm lời ở TTCK phái sinh vừa là nguy cơ rủi ro. Thống kê cho thấy trong các phiên giao dịch trong tháng 06/2018, trong khi thanh khoản trên TTCK cơ sở liên tiếp sụt giảm, trong đó khối lượng giao dịch trên HOSE ngày càng yếu với những phiên thậm chí chưa đến 150 triệu cổ phiếu thì thanh khoản trên TTCK phái sinh lại đột nhiên tăng mạnh. Khối lượng giao dịch HĐTTL đều trên 80.000, trong đó giá trị giao dịch mỗi phiên theo quy mô danh nghĩa đều đạt trên 8.000 tỷ đồng, hơn gấp đôi thanh khoản TTCK cơ sở và là mức cao nhất từ trước đến nay. Kể từ đầu năm 2018, TTCK cơ sở đã trải qua 2 đợt giảm mạnh vào tháng 2 và tháng 4, đây cũng là giai đoạn chứng khoán phái sinh bùng nổ với thanh khoản tăng đột biến.

Về cơ bản, TTCK phái sinh thường được sử dụng như một công cụ phòng ngừa rủi ro cho các vị thế mở trên TTCK cơ sở, tuy nhiên với lượng nhà đầu cơ quá lớn thì đây có thể trở thành một "kênh đặt cược" thay vì đầu tư khi tỷ lệ sử dụng đòn bẩy ở mức cao. Cụ thể, hiện nay NĐT ban đầu chỉ cần ký quỹ ban đầu 17% giá trị để có thể giao dịch. Ngoài ra, với những lợi thế về tỷ suất sinh lợi ở mức cao và có thể đạt được ngay trong phiên, có thể đóng và mở vị thế ngay trong phiên thay vì phải đợi T+2,5 ngày như trên TTCK cơ sở, đặc biệt có thể mua bán hai chiều thì TTCK phái sinh đang thu hút NĐT tham gia đông đảo.

Tuy nhiên, đi kèm với cơ hội thì rủi ro trên TTCK phái sinh cũng rất lớn. Ngoài yếu tố tỷ lệ đòn bẩy được sử dụng quá lớn thì mức lỗ sẽ khuếch đại lên nhiều lần, khả năng các chỉ số như VN30 có thể được thay đổi theo mong muốn của nhà tạo lập thị trường, nhất là càng gần thời điểm các hợp đồng đáo hạn. Lợi nhuận từ HĐTL còn phụ thuộc vào biên độ dao động của chỉ số VN30. Do vậy, dù có thể dự đoán đúng xu hướng thị trường để mua bán phù hợp, nhưng nếu chỉ số VN30 được thay đổi thì NĐT có thể gặp rủi ro hoặc đạt được mức lãi ít hơn.

Cụ thể, theo các chuyên gia quản lý, chỉ cần giá chỉ số VN30 biến động mạnh trong một phiên giao dịch thì có thể khiến một bộ phận NĐT cá nhân bị gọi ký quỹ và thiệt hại ngay lập tức nếu không kịp đóng thêm tiền ký quỹ. Nguyên nhân gây ra thì có thể đến từ sự biến động khách quan của thị trường nên NĐT khó có thể lường trước được. Do vậy trong nghiên cứu của luận án đã tiến hành coi giá chỉ số VN30 là một yếu tố để xem xét nghiên cứu ảnh hưởng và tính toán mức độ ảnh hưởng của giá chỉ số VN30 đến giá HĐTL chỉ số VN30.

### *3.3.1.2. Rủi ro do hành vi thao túng trên thị trường chứng khoán cơ sở*

Hành vi thao túng giá xảy ra khi một người hoặc một nhóm người giao dịch làm ảnh hưởng đến giá của HĐTL chỉ số VN30. Việc thao túng giá được thực hiện trên thị trường cơ sở để kiếm lợi trên thị trường phái sinh cũng là hình thức thao túng khá phổ biến trên thế giới và trong đó có Việt Nam.

Do đặc điểm của HĐTL chỉ số VN30 là đến ngày đáo hạn, giá của sản phẩm phái sinh lấy giá của chỉ số VN30 làm giá thanh toán cuối cùng dẫn đến giá HĐTL chỉ số

VN30 và giá của chỉ số VN30 có xu hướng tiệm cận gần nhau. Vì thế, nếu người thao túng muốn thao túng chỉ số, họ sẽ mở vị thế đối với HĐTL chỉ số và cố gắng tác động đến chỉ số VN30 trên thị trường cơ sở nhằm tối đa hóa lợi nhuận của mình bằng cách làm ảnh hưởng đến giá của những cổ phiếu nhất định có tỷ trọng lớn trong rổ chỉ số VN30. Do đó, bộ phận giám sát của Sở giao dịch và cơ quan quản lý thường quan sát hành vi này để có những biện pháp xử lý thích hợp.

Theo các chuyên gia, các trường hợp thao túng có thể xảy ra trên TTCK phái sinh Việt Nam gồm giao dịch đẩy giá, đầu cơ giá xuống, đầu cơ giá lên, thao túng thị trường chéo, thao túng giá cuối giờ giao dịch, tạo thanh khoản giả, mua vét, giao dịch dàn xếp trước, cung cấp thông tin không đúng, che giấu thông tin liên quan đến giá, loan tin và thổi phồng giá. Thao túng giá được thực hiện thông qua các hình thức như:

(i) Thao túng giá thông qua các giao dịch che đậy, cải trang gồm: wash sales là giao dịch không làm thay đổi chủ sở hữu thực sự của loại sản phẩm giao dịch; Matched order là những giao dịch mà được khớp cùng khối lượng, cùng thời gian và cùng một mức giá;

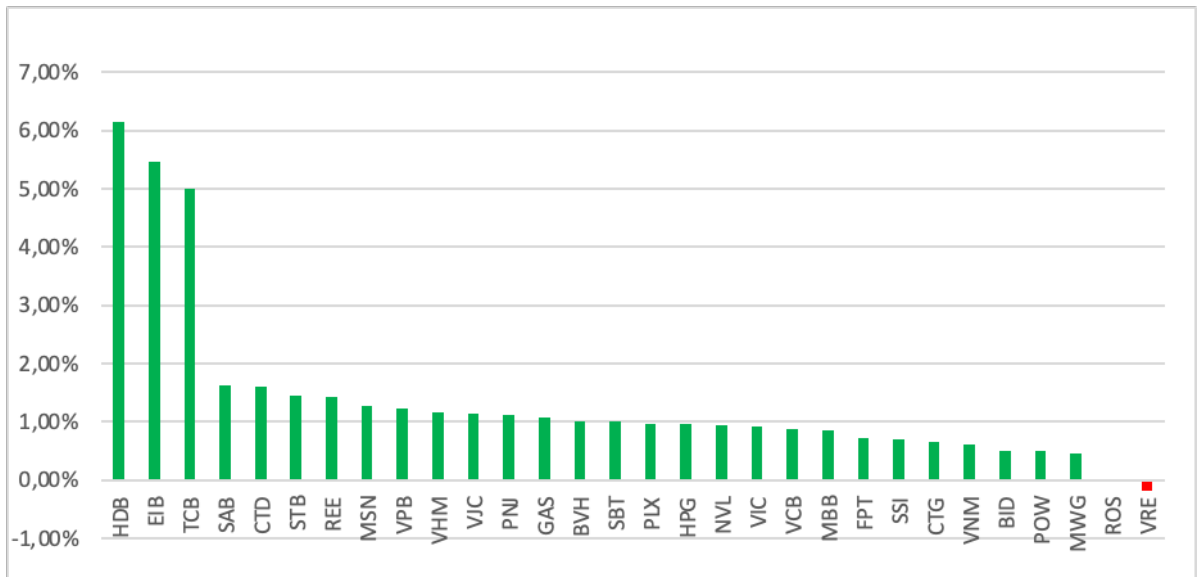
(ii) Thao túng giá thông qua các giao dịch có thực: là các giao dịch diễn ra thực sự trên thị trường bởi những NĐT khác nhau nhưng thường đặt mua với giá cao hơn giá có thể thực hiện được, tham gia vào các giao dịch xác định giá đóng cửa hoặc mở cửa để nhằm gây ra những ấn tượng giả tạo về giá...

(iii) Thao túng giá thông qua các ấn tượng sai: reo rắc tin đồn gây biến động giá trên thị trường.

(iv) Thao túng giá thông qua các biện pháp cố định giá hoặc ổn định giá. Thao túng giá thông qua giao dịch trên TTCK cơ sở và thị trường HĐTL: tạo ra sự biến động giá trên của chỉ số VN30 để tác động đến giá HĐTL chỉ số VN30 và ngược lại.

Hình thức thao túng giá này, đối với sản phẩm HĐTL trên chỉ số cần phải có một lượng tiền rất lớn, các đối tượng thao túng phải tổ chức, hoặc nhóm tổ chức, đối với cá nhân khó thực hiện được. Dưới đây là một trong những phát hiện hành vi bất thường này.





**Hình 3.2: Sự tăng/ giảm các mã trong rổ chỉ số VN30**

(Nguồn: NCS tự tổng hợp)

Trên thị trường cơ sở, kết thúc phiên khớp lệnh định kỳ đóng cửa (phiên ATC), chỉ số VN30 tăng 12,03 điểm (đạt 815,55 điểm) so với thời điểm kết thúc phiên khớp lệnh liên tục trong đó có 28/30 mã tăng giá so với giá cuối cùng đợt khớp lệnh liên tục, 01 mã đứng giá là ROS và 01 mã giảm giá là VRE. Các cổ phiếu trong rổ chỉ số VN30 có mức tăng mạnh so với giá cuối cùng đợt khớp lệnh liên tục tập trung vào nhóm các cổ phiếu ngân hàng gồm: HDB (+6,14%), EIB (+5,45%), TCB (+5,01%). Các cổ phiếu còn lại có mức tăng dưới 2%.

Trên TTCK phái sinh, giá đóng cửa mã VN30F1234 tăng 55 điểm so với thời điểm kết thúc phiên khớp lệnh liên tục. Xét giao dịch phiên ATC cho thấy, có 02 tài khoản khớp mua lớn nhất, mua lần lượt 1.020 hợp đồng (chiếm 27,73% KLGD thị trường phiên ATC) và 490 hợp đồng (chiếm 13,32%). Trong đó, tài khoản 1 đặt 03 lệnh mua (tổng cộng 1.020 hợp đồng) giá thị trường trong khoảng thời gian từ 14:40:46 đến 14:43:19, và tài khoản 2 đặt 01 lệnh mua 490 hợp đồng giá thị trường tại thời điểm 14:44:57 dẫn đến khớp mua toàn bộ tại mức giá trần 864 điểm. Trước phiên ATC, 02 tài khoản nắm giữ vị thế bán lần lượt 1.020 và 520 hợp đồng; giao dịch mua trong phiên ATC của 02 tài khoản này dẫn đến đóng toàn bộ hoặc giảm vị thế bán nắm giữ trước đó.

Đồng thời bên bán, có 02 tài khoản khác khớp bán lớn nhất trong phiên ATC, bán lần lượt 620 hợp đồng (chiếm 16,86% KLGĐ thị trường) và 269 hợp đồng (chiếm 7,31%); vị thế bán nắm giữ cuối ngày của 2 tài khoản này lần lượt đạt 1.494 và 569 hợp đồng. Tại phiên ATC, 02 tài khoản này liên tục đặt nhiều lệnh bán (tổng cộng 600 hợp đồng giá 809 - 809,8 và 20 hợp đồng giá thị trường) trong khoảng thời gian từ 14:43:07 đến 14:44:41. Chênh lệch mua, bán/thanh toán xét đến thời điểm đáo hạn VN30F1234 của các tài khoản lần lượt là 7,12 tỷ đồng, 1,04 tỷ đồng, 152 triệu đồng; có 01 tài khoản chênh lệch -8,27 tỷ đồng.

Xem xét các tài khoản đặt mua, khớp mua nhiều tại đợt khớp lệnh định kỳ xác định giá đóng cửa, nhận thấy tài khoản X là tài khoản có khối lượng đặt mua, khớp mua lớn nhất trong đợt khớp lệnh định kỳ xác định giá đóng cửa, cụ thể tài khoản này đặt mua/khớp mua 30/30 mã trong rổ chỉ số VN30 với giá đặt là giá ATC, tổng cộng tài khoản này 145 lệnh mua tổng cộng 9.693.740 cp, khớp mua đạt 9.654.280 cp. Tỷ trọng đặt lệnh mua, khớp mua trung bình từng cổ phiếu trong rổ VN30 của tài khoản này trên 50%. Tài khoản này đặt lệnh trong khoảng từ 14:37:41860 đến 14:44:56340 trong đó lệnh chủ yếu đặt ở phút cuối cùng trong đợt khớp lệnh định kỳ xác định giá đóng cửa.

Hành vi này bị cấm trên thị trường chứng khoán phái sinh quy định tương tự như hành vi bị cấm trên TTCK cơ sở, Quy định tại Điều 12 Luật Chứng khoán và Quy định chi tiết tại Điều 3 Nghị định 156. Cách tính khoản thu trái pháp luật đối với hành vi thao túng được quy định tại Thông tư 117/2020.

### *3.3.1.3. Rủi ro thanh khoản*

Đây là một vấn đề phức tạp trên TTCK phái sinh Việt Nam lúc này, đó là trong trường hợp thị trường mất thanh khoản và NĐT muốn bán không bán được (trong trường hợp đóng vị thế mua), muốn mua không mua được (trong trường hợp đóng vị thế bán).

Với biên độ của sàn Hà Nội là 10% và sàn HOSE là 7%, xét trong trường hợp “xấu nhất” xảy ra, thị trường sụt giảm 10% giá trị, NĐT có thể sẽ mất toàn bộ lượng tiền thực hiện giao dịch ngay trong phiên.

Giả sử, một NĐT ký quỹ tại VSD có khoản tiền 500 triệu đồng. VSD cho phép NĐT sử dụng tối đa 80% giá trị ký quỹ để thực hiện giao dịch, tương đương 400 triệu đồng. Với chỉ số HNX30 được giả định ở mức 105 điểm. Giá trị mỗi hợp đồng phái sinh sẽ ở mức 10,5 triệu đồng/1HĐ. Để thực hiện giao dịch mua 1 hợp đồng, NĐT sẽ cần một khoản ký quỹ 10% giá trị hợp đồng, tương đương 1,05 triệu đồng. Như vậy, nếu dùng 400 triệu đồng, NĐT có thể mua được:

$$\text{Số HĐ} = 400 \text{ triệu} / 1,05 \text{ triệu} = 381 \text{ HĐ}$$

Trong trường hợp, với biên độ giao dịch trên TTCK phái sinh là 10%, trong trường hợp “xấu nhất” xảy ra khi tất cả các cổ phiếu trên thị trường đồng loạt giảm sàn khiến thị trường giảm kịch biên độ (khoảng 9%), lúc này chỉ số HNX30 sẽ rơi từ 105 điểm xuống còn 95,55 điểm. Điều này sẽ khiến NĐT sẽ mất:

$$\text{Số tiền lỗ} = 381 * (105 - 95,55) * 100.000 = 360 \text{ triệu đồng.}$$

Lúc này, NĐT sẽ lỗ 360 triệu đồng. Ngày hôm sau VSD sẽ yêu cầu NĐT có thể sẽ sử dụng phần còn lại trong khoản ký quỹ của NĐT (100 triệu đồng) và yêu cầu NĐT bổ sung tiền vào tài khoản để cân bằng lượng ký quỹ ban đầu. Nếu trong phiên tiếp theo, NĐT không thể bổ sung nộp ký quỹ, và thị trường tiếp tục sụt giảm VSD sẽ tiến hành đóng vị thế và chấm dứt giao dịch của NĐT tự động.

Câu hỏi đặt ra là trong trường hợp xấu nhất, thị trường liên tục giảm 2 phiên với biên độ 9%, nhưng VSD không thể đóng vị thế của NĐT, điều gì sẽ xảy ra? Trong trường hợp này, công ty chứng khoán sẽ kết hợp với VSD “đóng băng” giao dịch của HĐTL, để tìm hiểu nguyên nhân và sau đó sẽ quy rõ trách nhiệm cho mỗi bên để xử lý.

Trên TTCK phái sinh, giao dịch là NĐT thực hiện nhưng thành viên bù trừ phải chịu trách nhiệm đến cùng. Nếu NĐT mất thanh toán thì trách nhiệm sẽ thuộc về thành viên bù trừ, nên phải có biện pháp kiểm soát được điều này. Đồng thời, NĐT và cả các công ty chứng khoán, thành viên bù trừ phải nhận diện rủi ro để sẵn sàng cho các kịch bản đổ vỡ.

Theo các chuyên gia nhận xét, TTCK phái sinh Việt Nam thì sản phẩm HĐTL chỉ số có 4 mã là VN30F1M, VN30F2M, VN30F1Q và VN30F2Q, mỗi hợp đồng bao gồm kỳ hạn tháng hiện tại, tháng kế tiếp và 2 tháng cuối 2 quý tiếp theo. Với kì hạn khác nhau thì tính thanh khoản của mỗi loại sẽ giảm dần và khả năng mất trắng khoản tiền đầu tư là hoàn toàn có thể xảy ra.

Ngoài ra, hiện nay cơ chế khớp lệnh trên TTCK phái sinh như trên TTCK cơ sở, đó là ưu tiên về giá, sau đó ưu tiên về thời gian. Do chỉ số tổng hợp của cả thị trường nên biến động sẽ không như chỉ số riêng lẻ và rất khó có trường hợp đóng băng toàn thị trường và NĐT không thể đóng nổi vị thế. Vì thế, vai trò hiện nay của công ty chứng khoán là trung gian giữa NĐT và các cơ quan quản lý phải được xem xét, để ngoài vị trí tạo điều kiện cho đầu tư thì còn giữ vị trí tạo lập thị trường để đưa ra sự thúc đẩy tính thanh khoản thông qua việc tự công ty chứng khoán mua bán HĐTL.

#### *3.3.1.4. Rủi ro hoạt động*

Rủi ro cũng có thể phát sinh do công tác kiểm soát nội bộ, hệ thống thông tin, và quy trình điều hành chưa được hoàn thiện. TTCK phái sinh Việt Nam giai đoạn đầu mới vận hành sẽ phải đối mặt với rủi ro này. Mặc dù đã có Nghị định và Thông tư hướng dẫn về chứng khoán phái sinh nhưng khi trên thị trường HĐTL vẫn có thể gặp những sai sót, rủi ro trong quá trình thực hiện giao dịch. Nguyên nhân có thể do đội ngũ nhân viên chưa có kinh nghiệm, cách thức phân phối sản phẩm chưa thực sự tốt, cơ chế hoạt động của thị trường chưa thực sự hiệu quả... Đặc biệt với sự thay đổi từ nhà thầu công nghệ FPT sang nhà thầu Hàn Quốc (Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc – Korea Exchange Global KRX) cần có một khoảng thời gian để làm quen và khắc phục những lỗi hệ thống cũng có thể khiến cho NĐT bị ảnh hưởng trong việc giao dịch, làm giảm cơ hội tìm kiếm lợi nhuận khi thời gian bị trễ. Hơn nữa, hệ thống thông tin, giám sát, kiểm soát của Việt Nam còn tồn tại nhiều hạn chế và cần khắc phục.

Ngoài ra trong thời gian tới với sự phát triển của khoa học công nghệ, đặc biệt là fintech trong ứng dụng TTCK sẽ là một thách thức với cả NĐT cũng như với các cơ quan quản lý. Với công nghệ này NĐT có thể đáp ứng được nhu cầu đầu tư của rất nhiều đối tượng NĐT từ NĐT có số tiền nhỏ cũng có cơ hội kiếm tiền và tạo ra sự cải thiện về quy trình, giảm sự bất cân xứng trong thông tin và giúp NĐT có thể đa dạng hoá được phương án lựa chọn.

Do việc sử dụng công nghệ tài chính là một tất yếu khi các TTCK trên thế giới đều đã và đang sử dụng, nhưng sẽ đòi hỏi sự phát triển cả về cơ sở hạ tầng cũng như

năng lực của nhân viên hoạt động ở các cơ quan quản lý cũng như của NĐT. Và đối với TTCK phái sinh non trẻ như Việt Nam thì công nghệ Fintech vẫn đang trong thời gian thử nghiệm, hứa hẹn không xa sẽ được áp dụng trực tiếp theo xu thế thế giới, bắt kịp công nghệ toàn cầu.

#### *3.3.1.5. Rủi ro pháp lý*

Rủi ro do pháp lý là vấn đề của mọi thị trường và Việt Nam cũng không ngoại lệ. Nếu các quy định, nghị định, thông tư không rõ ràng, đầy đủ thì sẽ gây khó khăn cho các chủ thể tham gia trong việc tuân thủ các văn bản pháp lý liên quan đến giao dịch chứng khoán và chứng khoán phái sinh nếu chưa thật sự hoàn thiện và đầy đủ, chưa tính toán được hết các tình huống giao dịch phát sinh có thể gây ra rủi ro pháp lý cho các bên tham gia. Do vậy, trước những yêu cầu chuẩn bị cho sự ra đời của TTCK phái sinh Việt Nam, các cơ quan chức năng đã ban hành một số văn bản có liên quan trực tiếp đến CKPS và TTCK phái sinh, cụ thể: Quyết định số 366/QĐ-TTg phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển TTCK phái sinh Việt Nam, hiệu lực từ ngày 11/3/2014 là văn bản quy phạm pháp luật đầu tiên điều chỉnh về TTCK phái sinh tại Việt Nam.

Hai văn bản pháp luật mới nhất liên quan đến hoạt động của TTCK phái sinh Việt Nam là Nghị định 158/2020/NĐ-CP và Thông tư 58/2021/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 của Chính phủ về CKPS và TTCK phái sinh. Trên cơ sở hệ thống các văn bản pháp luật nêu trên, các Sở GD&ĐT, Trung tâm Lưu ký Việt Nam (VSD) đã tiếp tục hoàn thiện các văn bản hướng dẫn cho hoạt động của TTCK phái sinh tại Việt Nam nhằm giảm thiểu rủi ro hoạt động có thể phát sinh.

Tại đây có thể thấy vai trò của công ty chứng khoán, cụ thể là nhân viên môi giới và nhân viên tư vấn đầu tư cực kỳ quan trọng khi có thể là cầu nối giữa cơ quan quản lý thông báo những văn bản và nội dung, giải thích thắc mắc cho NĐT, tránh mắc những sai lầm xảy ra trên thị trường HĐTL chỉ số Vn30

### **3.3.2. Đánh giá rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai chỉ số VN30 theo chỉ tiêu phản ánh**

Rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai chỉ số VN30 được nghiên cứu sinh tập trung nghiên cứu dưới góc độ sự dao động của lợi nhuận mong đợi (Nguyễn Minh Kiều, 2009) và được phản ánh bởi chỉ tiêu  $rf_{1m}$ ,  $rf_{2m}$ ,  $rf_{1q}$ ,  $rf_{2q}$ . Cách tính giá trị rủi ro được tính như sau:

$$rf_{1m} = | P_t - P_{1m} |$$

$$rf_{2m} = | P_t - P_{2m} |$$

$$rf_{1q} = | P_t - P_{1q} |$$

$$rf_{2q} = | P_t - P_{2q} |$$

Trong đó:

$rf_{1m}$ ,  $rf_{2m}$ ,  $rf_{1q}$ ,  $rf_{2q}$ : lần lượt là giá trị rủi ro của HĐTL chỉ số VN30F1M, VN30F2M, VN30F1Q, VN30F2Q

$P_{1m}$ ,  $P_{2m}$ ,  $P_{1q}$ ,  $P_{2q}$ : lần lượt là giá trị trung bình của tỷ suất sinh lời của HĐTL trong 1 tháng, 2 tháng, 3 tháng và 6 tháng

$P_t$ : Tỷ suất sinh lời của HĐTL chỉ số tại ngày t

Tỷ suất sinh lời được tính bằng cách lấy sai phân chỉ số giá của HĐTL

$$P_t = (Price_t - Price_{t-1}) / Price_{t-1}$$

Trong đó:

$P_t$ : Tỷ suất sinh lời của HĐTL ngày t

$Price_t$ ,  $Price_{t-1}$ : Giá HĐTL tại ngày t và ngày (t-1)

### **3.4. Kết quả nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

#### **3.4.1. Kết quả nghiên cứu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

##### **3.4.1.1. Thống kê mô tả**

Sau khi thực hiện lọc và xử lý dữ liệu đầu vào, dữ liệu thu được có tổng cộng 807 quan sát có ý nghĩa. Bảng 3.6 mô tả các thống kê cơ bản về các biến có trong dữ liệu giai đoạn từ 01/8/2019 đến 31/07/2022.

**Biến phụ thuộc:**

rf1m, rf2m, rf1q, rf2q: lần lượt là giá trị rủi ro của HĐTL chỉ số VN30F1M, VN30F2M, VN30F1Q, VN30F2Q

**Biến độc lập:**

VN30: Giá mở cửa của chỉ số VN30

GOLD: Giá vàng trong nước

FOREX: tỷ giá giao ngay USD/VND

**Bảng 3.6: Thống kê mô tả dữ liệu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai trên TTCK phái sinh**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
vn30di	807	0.404	11.444	-73.430	37.990
golddi	807	0.753	15.002	-119.040	149.070
forexdi	807	0.546	42.012	-412.617	444.858
rf1m	807	0.010	0.012	0.000	0.117
rf2m	807	0.010	0.012	0.000	0.073
rf1q	807	0.010	0.011	0.000	0.073
rf2q	807	0.009	0.011	0.000	0.077

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Trong giai đoạn này, giá trị rủi ro của VN30F1M có giá trị trung bình 0,010 với giá trị thấp nhất 0 và giá trị cao nhất 0,117.

Giá trị rủi ro của VN30F2M có giá trị trung bình 0,010 với giá trị thấp nhất 0 và giá trị cao nhất 0,073.

Giá trị rủi ro của VN30F1Q có giá trị trung bình 0,010 với giá trị thấp nhất 0 và giá trị cao nhất 0,073.

Giá trị rủi ro của VN30F2Q có giá trị trung bình 0,010 với giá trị thấp nhất 0 và giá trị cao nhất 0,077.

Sai phân giá mở cửa của VN30 có giá trị trung bình 0,404 với giá trị thấp nhất -73,43 và giá trị cao nhất 37,99.

Sai phân giá vàng có giá trị trung bình 0,753 với giá trị thấp nhất -119,04 và

giá trị cao nhất 149,07.

Sai phân tỷ giá hối đoái có giá trị trung bình 0,546 với giá trị thấp nhất -412,617 và giá trị cao nhất 444,858.

#### 3.4.1.2. Kiểm định nghiệm đơn vị - Tính dừng

Kiểm định nghiệm đơn vị được thực hiện đầu tiên như là điều kiện tiên quyết để kiểm tra tính dừng của dữ liệu chuỗi thời gian quan sát. Đây là cơ sở để giúp cho các kết luận có ý nghĩa trong việc phân tích trước khi thực hiện chạy kiểm định Granger Causality (Kiểm định quan hệ nhân quả Granger).

Kết quả kiểm nghiệm đơn vị (Unit root test), cụ thể là kiểm định ADF sẽ được tiến hành trong bài nghiên cứu. Kết quả ADF:

**Bảng 3.7: Kết quả kiểm định ADF đối với các biến**

k	Kiểm định tính dừng của chuỗi gốc			Kiểm định tính dừng của chuỗi sai phân bậc 1		
	ADF	p-value	Kết quả	ADF	p-value	Kết quả
Gold	-1.4614	0.80	Không dừng	-10.623	0.01	Dừng
Vn30	-10.85	0.01	Dừng			
forex	-9.56	0.01	Dừng			
rf1m	-8.5117	0.01	Dừng			
rf2m	-5.2041	0.01	Dừng			
rf1q	-5.029	0.01	Dừng			
rf2q	-5.2486	0.01	Dừng			

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Nghiên cứu sử dụng kiểm định ADF nhằm xác định tính dừng của chuỗi cho tất cả các dữ liệu có trong mô hình. Kiểm định nghiệm đơn vị được kiểm tra với giả thuyết  $H_0$ : “Chuỗi dữ liệu có nghiệm đơn vị hay chuỗi dữ liệu là chuỗi không dừng”. Để bác bỏ giả thuyết này, các giá trị đến hạn của các kiểm định nghiệm đơn vị ở các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10% sẽ được so sánh với giá trị thống kê t. Nếu giá trị tuyệt đối của t lớn hơn giá trị đến hạn thì sẽ bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , điều đó có nghĩa là chuỗi đang quan sát là dừng.

Từ kết quả của bảng 3.7 có thể thấy với mức ý nghĩa 5%, chuỗi dữ liệu các biến



rf1m, rf2m, rf1q, rf2q, Vn30, forex đều dừng ở sai phân bậc 1. Biến không dừng Gold.

### ***Khắc phụ chuỗi chưa dừng***

Để khắc phụ chuỗi chưa dừng ta lấy sai phân cấp 1 của chuỗi dữ liệu rồi tiến hành kiểm định ADF như trên. Kết quả kiểm định cho thấy, sau khi lấy sai phân bậc 1 thì các chuỗi giá trị của Gold đã được chứng minh là dừng. Vậy ta sẽ sử dụng chuỗi dữ liệu sai phân bậc 1 của các biến trên để phân tích các bước tiếp theo của luận án.

#### ***3.4.1.3. Xác định độ trễ tối ưu và kết quả ước lượng mô hình Vector tự động hồi quy VAR***

##### ***(1) Lựa chọn độ trễ tối ưu***

Sau khi kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu, nghiên cứu sẽ tiến hành xác định chiều dài độ trễ (k) thích hợp cho các biến số trong mô hình trước khi thực hiện kiểm định Granger. Việc lựa chọn độ trễ tối ưu của mô hình Vector tự động hồi quy - VAR được thực hiện thông qua kiểm định LogLikelihood. Trong kiểm định Loglikelihood có bốn tiêu chuẩn được sử dụng bao gồm AIC - (Akaike Information Criterion - tiêu chuẩn thông tin Akaike), SC (Schwarz Information Criterion - tiêu chuẩn thông tin Schwarz), HQ (Hannan - Quinn Information Criterion - tiêu chuẩn thông tin Hannan - Quinn và FPE (full percentile error - lỗi phân vị đầy đủ) để lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình. Thông thường trong những nghiên cứu trước, có hai cách để xác định độ trễ tối ưu. Cách một là dựa vào kết quả kiểm định AIC để lựa chọn độ trễ tối ưu. Một phương án khác được sử dụng là nếu có sự đồng nhất về kết quả của bốn kiểm định thì độ trễ tối ưu của mô hình được xác định là độ trễ xuất hiện nhiều nhất trong bốn kiểm định. Thông qua bảng 3.8 ta có thể thấy trong cả hai trường hợp, độ trễ tối ưu của mô hình bằng 2.

**Bảng 3.8: Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu**

<b>Độ trễ (Lags)</b>	AIC	SC	HQ	FPE
Độ trễ tối ưu	2	1	1	2

*(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)*

##### ***(2) Kết quả ước lượng mô hình Vector tự động hồi quy VAR***

Để tiến hành phân tích các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh, nghiên cứu sinh thực hiện ước lượng ảnh hưởng của các yếu tố có liên quan trên thị trường đến rủi ro thông qua

mô hình Vector tự động hồi quy - VAR. Qua đó đối với từng chỉ số trên thị trường, nghiên cứu sinh thực hiện ước lượng thông qua các biến lần lượt là chỉ số giá VN30, giá vàng trong nước và tỷ giá giao ngay USD/VND trên thị trường nhằm tìm hiểu mối quan hệ của TTCK phái sinh với sự biến động của TTCK nói chung. Kết quả phân tích mô hình cho thấy, rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số trên TTCK phái sinh trong giai đoạn từ 1/8/2019 đến 31/7/2022 chịu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô.

*a) Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro của HĐTL chỉ số vn30f1m (rf1m)*

Biến rf1m chịu tác động của các biến tỷ giá hối đoái Forex.11 (thuận chiều), biến này chỉ giải thích được 9% sự biến động của biến rf1m.

Từ kết quả mô hình ta có mô hình ảnh hưởng của các biến forex.11, đến rf1m được thể hiện qua bảng sau:

**Bảng 3.9: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf1m**

	<b>Forex.11</b>
rf1m	3.84e-01*** (0.0005)

*(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)*

Tỷ giá giao ngay USD/VND (forex) có tác động đến rf1m với độ trễ là 1. Hệ số hồi quy của Forex có giá trị là 0,005 cho thấy nếu tỷ giá hối đoái Forex thay đổi 1% thì rf1m thay đổi 0,0005%. Điều này cho thấy rf1m thể hiện sự nhạy cảm với sự biến động của tỷ giá hối đoái Forex.

*b) Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro của HĐTL chỉ số vn30f2m (rf2m)*

**Bảng 3.10: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf2m**

	<b>vn30di.11</b>	<b>Forex.11</b>
rf2m	-1.8e-04* (0.0350)	-1.8e-01* (0.0225)

*(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)*

Biến rf2m chịu tác động của forex.11 (ngược chiều), vn30.11(ngược chiều).

Các biến này giải thích 57% sự biến động của biến rf2m.

- Sai phân giá đóng cửa của HĐTL chỉ số VN30 (vn30di) có tác động đến rf2m với độ trễ là 1. Hệ số hồi quy của vn30di có giá trị là 0,035 cho thấy nếu vn30di thay đổi 1% thì rf2m thay đổi 0,035%. Điều này cho thấy rf2m thể hiện sự nhạy cảm với biến động của giá đóng cửa của HĐTL chỉ số VN30 trong các phiên giao dịch trước đó.

- Tỷ giá giao ngay USD/VND (forex) có tác động đến rf2m với độ trễ là 1. Hệ số hồi quy của forex có giá trị là 0,0225 cho thấy nếu forex thay đổi 1% thì rf2m thay đổi 0,0225%. Điều này cho thấy rf2m thể hiện sự nhạy cảm với biến động của tỷ giá hối đoái trong các phiên giao dịch trước đó.

c) Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro của HĐTL chỉ số vn30f1q (rf1q)

Biến rf1q chịu tác động của forex.l2 (thuận chiều). Biến này giải thích 57% sự biến động của biến rf1q.

**Bảng 3.11: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf1q**

	<b>forex.l2</b>
Rf1q	1.8e-01* (0.0230)

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Tỷ giá giao ngay USD/VND (forex) có tác động đến rf1q với độ trễ là 2. Hệ số hồi quy của forex là 0,023 cho thấy nếu forex thay đổi 1% thì rf1q thay đổi 0,023%.

d) Các yếu tố ảnh hưởng đến tỉ suất rủi ro của HĐTL chỉ số vn30f2q (rf2q)

**Bảng 3.12: Kết quả ước lượng mô hình VAR của Rf2q**

	<b>Forex.l2</b>
Rf2q	1.9e-01* (0.0133)

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Biến rf2q chịu tác động của Forex.l2 (thuận chiều). Biến này giải thích 54% sự biến động của biến rf2q.

Tỷ giá giao ngay USD/VND (forex) có tác động đến rf2q với độ trễ là 2. Hệ số

hồi quy của forex là 0,0133 cho thấy nếu forex thay đổi 1% thì rf2q thay đổi 0,0133%.

#### 3.4.1.4. Kiểm định tính ổn định và kiểm định phần dư mô hình VAR

Bảng 3.13 mô tả kết quả kiểm định tính ổn định của mô hình. Mô hình VAR được xem là ổn định nếu có phần dư là một chuỗi dừng và tất cả nghiệm của đa thức đặc trưng đều nằm trong vòng tròn đơn vị hay các mô đun tính toán đều có giá trị nhỏ hơn 1. Do đó, sau khi ước lượng VAR cần kiểm định tính ổn định của mô hình. Việc xác định tính dừng của phần dư có thể dùng kiểm định nghiệm đơn vị.

Các mô hình đều có root nhỏ hơn 1, suy ra các mô hình đều ổn định.

**Bảng 3.13: Kết quả kiểm định tính ổn định của mô hình VAR**

	rf1m	rf2m	rf1q	rf2q
AR root	0.2201	0.1773	0.1014	0.1014

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

#### 3.4.1.5. Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả Granger causality test

Bảng 3.14 mô tả mối quan hệ nhân quả giữa giá trị rủi ro của HĐTL VN30f2m với các yếu tố sai phân giá mở cửa của chỉ số VN30, tỉ giá hối đoái forex. Kết quả cho thấy chỉ những biến nêu trên có quan hệ nhân quả một chiều với giá trị rủi ro của HĐTL chỉ số VN30f2m.

**Bảng 3.14: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của Rf2m**

Biến giải thích	Chi-sq	df1	p-value
Vn30	368.73	26	2.2e-16
forex	334.27	26	2.2e-16

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Bảng 3.15 mô tả mối quan hệ nhân quả giữa giá trị rủi ro của HĐTL VN30f1q với biến tỷ giá hối đoái (Forex). Kết quả cho thấy biến Forex có quan hệ nhân quả với biến Rf1q.

**Bảng 3.15: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của Rf1q**

Biến giải thích	Chi-sq	df1	p-value
forex	334.27	26	2.2e-16

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Bảng 3.16 mô tả mối quan hệ nhân quả giữa giá trị rủi ro của HĐTL VN30f2q

với biến tỷ giá hối đoái (Forex). Kết quả cho thấy biến Forex có quan hệ nhân quả với biến Rf2q.

**Bảng 3.16: Kết quả kiểm định nhân quả Granger của Rf2q**

Biến giải thích	Chi-sq	df1	p-value
forex	334.27	26	2.2e-16

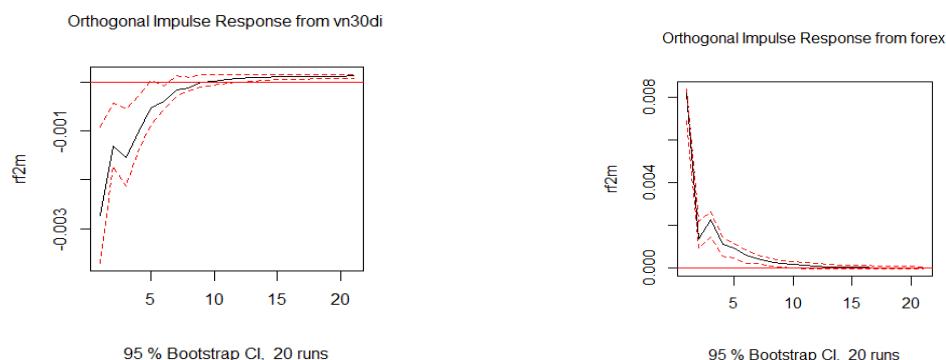
(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

#### 3.4.1.6. Phân tích hàm phản ứng đẩy IRF và phân rã phương sai

- Kết quả phân tích hàm phản ứng đẩy IRF đối với Rf2m:

+ Kết quả phản ứng của rf2m với sự thay đổi một độ lệch chuẩn của giá mở cửa của VN30. Đường màu đỏ thể hiện độ tin cậy ở mức 95%. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy, sự giảm xuống của giá mở cửa của VN30 sẽ khiến cho chỉ số rf2m tăng. Ở ngày đầu tiên, chỉ số rf2m phản ứng ngay lập tức với mức giảm khoảng 0,003% và có ý nghĩa thống kê ở độ tin cậy 95%. Đến các ngày tiếp theo, rf2m sẽ tăng dần và phục hồi trở lại sau khoảng 10 ngày liên tiếp.

+ Kết quả phản ứng của rf2m với sự thay đổi một độ lệch chuẩn của tỷ giá giao ngay USD/VND (forex). Đường màu đỏ thể hiện độ tin cậy ở mức 95%. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy, sự giảm xuống của forex sẽ khiến cho chỉ số rf2m giảm. Ở ngày đầu tiên, chỉ số rf2m phản ứng ngay lập tức với mức giảm khoảng 0,002% và có ý nghĩa thống kê ở độ tin cậy 95%. Đến các ngày tiếp theo, rf2m sẽ tăng dần và phục hồi trở lại sau khoảng 10 ngày liên tiếp.

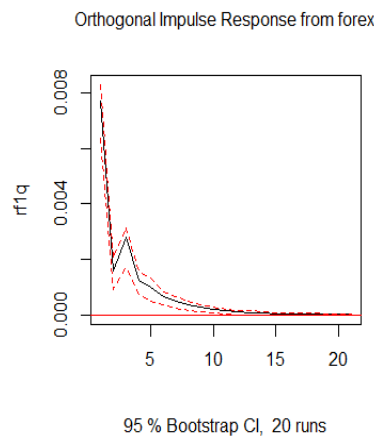


**Hình 3.3: Phản ứng của các biến với sự thay đổi của rf2m**

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

- Kết quả phân tích hàm phản ứng đẩy IRF đối với Rf1q

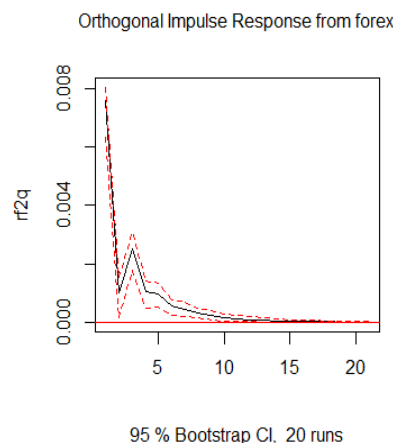
Kết quả phản ứng của  $rf1q$  với sự thay đổi một độ lệch chuẩn của tỷ giá giao ngay USD/VND (forex). Đường màu đỏ thể hiện độ tin cậy ở mức 95%. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy, sự giảm xuống của của forex sẽ khiến cho chỉ số  $rf1q$  tăng. Ở ngày đầu tiên, chỉ số  $rf1q$  phản ứng ngay lập tức với mức giảm nhẹ sau đó tăng khoảng 0,001% và có ý nghĩa thống kê ở độ tin cậy 95%. Đến các ngày tiếp theo,  $rf1q$  sẽ tăng dần và phục hồi trở lại sau khoảng 10 ngày liên tiếp.



**Hình 3.4: Phản ứng của các biến với sự thay đổi của  $rf1q$**

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

- Kết quả phân tích hàm phản ứng đẩy IRF đối với  $Rf2q$



**Hình 3.5: Phản ứng của các biến với sự thay đổi của  $rf2q$**

(Nguồn: Trích xuất từ kết quả xử lý số liệu trên phần mềm Eviews 8)

Kết quả phản ứng của  $rf2q$  với sự thay đổi một độ lệch chuẩn của tỷ giá giao

ngay USD/VND (forex). Đường màu đỏ thể hiện độ tin cậy ở mức 95%. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy, sự giảm xuống của của forex sẽ khiến cho chỉ số rf2q tăng. Ở ngày đầu tiên, chỉ số rf2q phản ứng ngay lập tức với mức giảm 0,002% sau đó tăng nhẹ và có ý nghĩa thống kê ở độ tin cậy 95%. Đến các ngày tiếp theo, rf2q sẽ tăng dần và phục hồi trở lại sau khoảng 10 ngày liên tiếp.

### ***3.4.2. Kết quả nghiên cứu các yếu tố chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam***

#### ***3.4.2.1. Thống kê mô tả***

Bảng hỏi được thực hiện gửi đến các NĐT thông qua phòng vấn trực tiếp và google form và phiếu từ 10/2021 đến 01/2022. Kết quả có 448 NĐT tham gia trả lời bảng hỏi, trong tổng số 440 thu được có 28 bảng hỏi bị khuyết thông tin được loại ra. Cuối cùng có 412 bảng hỏi phù hợp với mục tiêu, được sử dụng để tiếp tục phân tích.

Tổng số phiếu quan sát được sử dụng trong nghiên cứu hợp lệ là 412 NĐT HĐTL trên TTCK phái sinh tại Việt Nam. Các phiếu hợp lệ này đều đầy đủ thông tin. Chi tiết mã hóa được thể hiện ở phụ lục 2.

Kết quả thống kê mô tả giá trị của các biến, ta thấy giá trị trung bình nhỏ nhất thuộc về biến RA2 (2.48), thấy giá trị trung bình lớn nhất thuộc về biến RT1(3.42).

**Bảng 3.17: Thống kê mô tả các biến xã hội học**

Phân bố mẫu theo		Số lượng	% trong mẫu
Giới tính	Nam	246	59.7
	Nữ	166	40.3
Độ tuổi	Từ 18 đến 28 tuổi.	64	15.5
	Từ 29 đến 39 tuổi.	112	27.2
	Từ 40 đến 49 tuổi.	129	31.3
	Từ 50 đến 59.	86	20.9
	Trên 60.	21	5.1
Hôn nhân	Độc thân.	128	31.1

<b>Phân bố mẫu theo</b>		<b>Số lượng</b>	<b>% trong mẫu</b>
	Đã kết hôn - chưa có con.	12	2.9
	Đã kết hôn - đã có con.	181	43.9
	Bố/mẹ đơn thân.	91	22.1
Thu nhập	Dưới 100 triệu đồng	61	14.8
	Từ 100 triệu đồng đến 150 triệu đồng.	27	6.6
	Từ 150tr đến 200 tr.	106	25.7
	Từ 200 đến 250tr.	102	24.8
	Trên 250 tr.	116	28.2
Trình độ	Trung học phổ thông	40	9.7
	Cử nhân	228	55.3
	Thạc sĩ	84	20.4
	Tiến sĩ	60	14.6
Việc làm	Công việc bán thời gian	47	11.4
	Công việc mang tính chất thời vụ	6	1.5
	Công việc toàn thời gian	342	83.0
	Thất nghiệp tạm thời	17	4.1
Vị trí công tác	Công chức/ viên chức	61	14.8
	Giám đốc/ người điều hành doanh nghiệp	18	4.4
	Khác (ghi rõ)	35	8.5
	Kỹ sư	6	1.5
	Nhân viên văn phòng	167	40.5
	Quản lý	59	14.3
	Quản lý cấp cao	12	2.9



Phân bố mẫu theo		Số lượng	% trong mẫu
	Thực tập sinh/ sinh viên mới ra trường	54	13.1
Danh mục đầu tư	Cổ phiếu, hợp đồng tương lai	247	60.0
	Cổ phiếu, trái phiếu, hợp đồng tương lai	124	30.1
	Cổ phiếu, hợp đồng tương lai, crypto dưới	41	10.0
Tỉ lệ đầu tư vào sản CKPS so với tổng số vốn đầu tư.	Dưới 10%	271	65.8
	Trên 40%	19	4.6
	Từ 10 đến 19%	78	18.9
	Từ 20 đến 29%	33	8.0
	Từ 30 đến 39%	11	2.7
Giả sử anh/ chị có khoản tiết kiệm trị giá 5 triệu đồng và lãi suất là 20% một năm, trong suốt thời gian này anh chị không rút tiền ra hoặc trả lãi. Sau 5 năm, khoản tiết kiệm này của anh chị	Ít hơn 5 triệu đồng	23	5.6
	Nhiều hơn 5 triệu đồng	332	80.6
	Tôi không chắc	31	7.5
	Vẫn là 5 triệu đồng	26	6.3
Giả định rằng lãi suất của khoản tiết kiệm này là 1%/năm và tỉ lệ lạm phát là 2%/ năm. Sau 1 năm, số lượng hàng hóa tương đương mà anh chị mua được sẽ	Bằng với hiện tại	23	5.6
	Ít hơn hiện tại	323	78.4
	Nhiều hơn hiện tại	30	7.3
	Tôi không chắc	36	8.7
Cổ phiếu thì thường rủi ro hơn trái phiếu	Đúng	269	65.3
	Sai	55	13.3
	Tôi không chắc	88	21.4
Giả định trong khoảng thời gian dài (chẳng hạn trên 10 năm), loại tài sản	Cổ phiếu	224	54.4
	Tiền tiết kiệm	12	2.9

<b>Phân bố mẫu theo</b>		<b>Số lượng</b>	<b>% trong mẫu</b>
cho lợi tức cao nhất trong những loại tài sản dưới đây là	Tôi không chắc	102	24.8
	Trái phiếu	74	18.0
Tài sản có giá trị biến động cao nhất theo thời	Cổ phiếu	332	80.6
	Tiền tiết kiệm	27	6.6
	Tôi không chắc	30	7.3
	Trái phiếu	23	5.6
Đánh giá rủi ro của nhà đầu tư tăng hay giảm khi NĐT đa dạng hóa danh mục đầu tư của cá nhân	Giảm	201	48.8
	Không đổi	38	9.2
	Tăng	114	27.7
	Tôi không chắc	59	14.3
Anh chị đã tham gia đầu tư chứng khoán được bao lâu?	Dưới 1 năm	226	54.9
	Trên 10 năm	12	2.9
	Từ 1 đến 4 năm	135	32.8
	Từ 4 đến 7 năm	24	5.8
	Từ 7 đến 10 năm	15	3.6
Anh/ chị bắt đầu tham gia giao dịch HĐTL trên sàn giao dịch CKPS cho đến nay là	Dưới 1 năm	361	87.6
	Trên 4 năm	6	1.5
	Từ 1 đến 2 năm	30	7.3
	Từ 2 đến 3 năm	10	2.4
	Từ 3 đến 4 năm	5	1.2
Anh/ chị đánh giá mức độ rủi ro của khoản đầu tư vào HĐTL ở mức nào	Ít rủi ro	35	8.5
	Không có rủi ro nào	23	5.6
	Rất rủi ro	62	15.0
	Rủi ro	110	26.7
	Rủi ro ở mức độ trung bình	182	44.2
Anh/ chị sẵn sàng tham gia đầu tư	Bình thường	193	46.8

Phân bố mẫu theo		Số lượng	% trong mẫu
vào HĐTL ở mức nào	Không sẵn sàng	79	19.2
	Rất không sẵn sàng	36	8.7
	Rất sẵn sàng	36	8.7
	Sẵn sàng	68	16.5
Giả định rằng anh/ chị có một khoản tiền \$100000 để đầu tư vào TTCK, anh chị sẽ dành bao nhiêu % trong khoản tiền này để đầu tư vào HĐTL?	Dưới 10%	157	38.1
	Trên 40%	32	7.8
	Từ 10 đến 19%	136	33.0
	Từ 20 đến 29%	69	16.7
	Từ 30 đến 39%	18	4.4
Chia sẻ thêm về vấn đề liên quan đến đầu tư CKPS hay HĐTL	không	371	90.2
	cần thêm kiến thức về hợp đồng tương lai	41	9.8

(Nguồn: Trích kết quả từ phần mềm SPSS 20)

Về biến giới tính, nam có 246 người chiếm 59.7%, nữ có 166 người chiếm 40.3%

Về biến độ tuổi, từ 18 đến 28 tuổi có 64 người chiếm 15.5%, từ 29 đến 39 tuổi có 112 người chiếm 27.2%, từ 40 đến 49 tuổi có 129 người chiếm 31.3%, từ 50 đến 59 có 86 người chiếm 20.9%, trên 60 có 21 người chiếm 5.1%

Về biến hôn nhân, độc thân có 128 người chiếm 31.1%, đã kết hôn - chưa có con có 12 người chiếm 2.9%, đã kết hôn - đã có con có 181 người chiếm 43.9%, bố/mẹ đơn thân có 91 người chiếm 22.1%

Về biến thu nhập, dưới 100 triệu đồng có 61 người chiếm 14.8%, từ 100 triệu đồng đến 150 triệu đồng có 27 người chiếm 6.6%, từ 150tr đến 200 tr có 106 người chiếm 25.7%, từ 200 đến 250tr có 102 người chiếm 24.8%, trên 250 tr có 116 người chiếm 28.2%

Về biến trình độ, trung học phổ thông có 40 người chiếm 9.7%, cử nhân có 228 người chiếm 55.3%, thạc sĩ có 84 người chiếm 20.4%, tiến sĩ có 60 người chiếm 14.6%

Về biến việc làm, công việc bán thời gian có 47 người chiếm 11.4%, công việc

mang tính chất thời vụ có 6 người chiếm 1.5%, công việc toàn thời gian có 342 người chiếm 83%, thất nghiệp tạm thời có 17 người chiếm 4.1%

Về biến vị trí công tác, công chức/ viên chức có 61 người chiếm 14.8%, giám đốc/ người điều hành doanh nghiệp có 18 người chiếm 4.4%, khác (ghi rõ) có 35 người chiếm 8.5%, kỹ sư có 6 người chiếm 1.5%, nhân viên văn phòng có 167 người chiếm 40.5%, quản lý có 59 người chiếm 14.3%, quản lý cấp cao có 12 người chiếm 2.9%, thực tập sinh/ sinh viên mới ra trường có 54 người chiếm 13.1%

Về biến danh mục đầu tư, cổ phiếu, HĐTTL có 247 người chiếm 60%, cổ phiếu, trái phiếu, HĐTTL có 124 người chiếm 30.1%, cổ phiếu, HĐTTL, crypto dưới có 41 người chiếm 10%

Về biến tỉ lệ đầu tư vào sàn CKPS so với tổng số vốn đầu tư, dưới 10% có 271 người chiếm 65.8%, trên 40% có 19 người chiếm 4.6%, từ 10 đến 19% có 78 người chiếm 18.9%, từ 20 đến 29% có 33 người chiếm 8%, từ 30 đến 39% có 11 người chiếm 2.7%

Ngoài ra còn có câu hỏi nhiều lựa chọn về tình trạng hiện tại với phân bố như sau:

**Bảng 3.18: Bảng các khoảng tiêu chí thay đổi**

Quan điểm	Số lượng	%	% trường hợp
Tôi có bằng cấp liên quan trong lĩnh vực tài chính (VD: bằng đại học, cao đẳng...)	251	34.2%	60.9%
Tôi đã từng làm việc trực tiếp trong lĩnh vực tài chính (kế toán, môi giới chứng khoán, quản lý đầu tư...)	149	20.3%	36.2%
Tôi đã tự học các vấn đề liên quan đến tài chính trong những năm qua (thông qua các khóa đào tạo, bồi dưỡng, hội thảo, tự đọc...)	129	17.6%	31.3%
Tôi đã và đang tự quản lý các khoản đầu tư chứng khoán của bản thân	181	24.7%	43.9%
Khác (ghi rõ)	24	3.3%	5.8%

(Nguồn: Trích kết quả từ phân mềm SPSS 20)

Kết quả thống kê mô tả giá trị của các biến, ta thấy giá trị trung bình nhỏ nhất thuộc về biến RA2 (2.49), thấy giá trị trung bình lớn nhất thuộc về biến RT1 (3.43).

**Bảng 3.19: Thống kê mô tả các biến RA - Thái độ rủi ro**

	1	2	3	4	5	Tổng điểm	Trung bình
RA1	44	169	136	63	0	1042	2.53
RA2	86	148	91	64	23	1026	2.49
RA3	46	164	141	53	8	1049	2.55
RA4	53	128	175	50	6	1064	2.58
RA5	64	134	150	56	8	1046	2.54
RA6	54	164	131	57	6	1033	2.51
RA7	67	145	128	66	6	1035	2.51
RA8	48	164	145	51	4	1035	2.51
RA9	53	158	144	53	4	1033	2.51
RA10	56	152	138	58	8	1046	2.54
% của tổng	14%	37%	33%	14%	2%		

Kết quả trong 412 người trả lời ,14% người ở mức hoàn toàn không đồng ý, 37% người ở mức không đồng ý, 33% người ở mức trung lập, 14% người ở mức đồng ý, 2% người ở mức rất đồng ý.

**Bảng 3.20: Thống kê mô tả các biến RC - Khả năng chịu rủi ro**

	1	2	3	4	5	Tổng điểm	Trung bình
RC1	67	71	152	61	61	1214	2.95
RC2	57	98	120	74	63	1224	2.97
RC3	76	69	145	67	55	1192	2.89
RC4	93	64	115	81	59	1185	2.88
RC5	83	58	135	72	64	1212	2.94
RC6	78	70	138	75	51	1187	2.88
RC7	66	69	128	84	65	1249	3.03
RC8	76	62	145	62	67	1218	2.96
RC9	61	88	151	58	54	1192	2.89
RC10	85	77	91	74	85	1233	2.99
% của tổng	18%	18%	32%	17%	15%		

(Nguồn: Trích kết quả từ phần mềm SPSS 20)

Kết quả trong 412 người trả lời ,18% người ở mức hoàn toàn không đồng ý, 18% người ở mức không đồng ý, 32% người ở mức trung lập, 17% người ở mức đồng ý, 15% người ở mức rất đồng ý.

**Bảng 3.21: Thống kê mô tả các biến RT - Năng lực chấp nhận rủi ro**

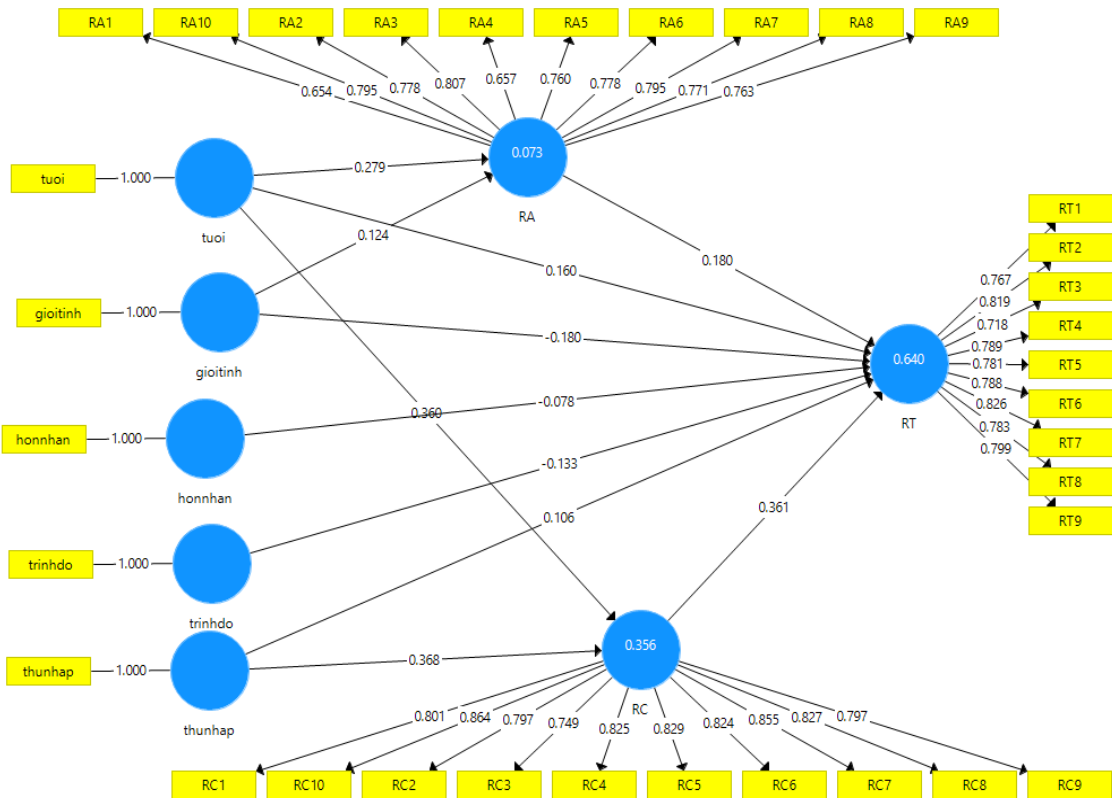
	1	2	3	4	5	Tổng điểm	Trung bình
RT1	6	41	204	92	69	1413	3.43
RT2	5	84	223	48	52	1294	3.14
RT3	7	48	260	58	39	1310	3.18
RT4	8	49	240	64	51	1337	3.25
RT5	6	44	249	60	53	1346	3.27
RT6	7	57	221	69	58	1350	3.28
RT7	5	55	249	51	52	1326	3.22
RT8	6	51	252	52	51	1327	3.22
RT9	5	57	223	82	45	1341	3.25
% của tổng	1%	13%	57%	16%	13%		

(Nguồn: Trích kết quả từ phần mềm SPSS 20 )

Kết quả trong 412 người trả lời ,1% người ở mức hoàn toàn không đồng ý, 13% người ở mức không đồng ý, 57% người ở mức trung lập, 16% người ở mức đồng ý, 13% người ở mức rất đồng ý

#### 3.4.2.2. Kiểm định độ tin cậy của thang đo

Phân tích độ tin cậy và giá trị hội tụ của mô hình đo lường là bước đầu tiên trong quy trình. Vì vậy tất cả các thang đo chứa các chỉ số đo lường cần được đánh giá giá trị hội tụ và tin cậy, hiệu lực và kiểm tra độ tin cậy được khuyến khích (Hair và cộng sự, 2014). Mỗi chỉ số cần bảo đảm đo được mục tiêu dự định hay không. Hệ số tải của các chỉ số này phải đáp ứng các yêu cầu (1) Tất cả các hệ số tải phải trên 0,7 và (2) Độ tin cậy tổng hợp và tổng phương sai trích AVE cao hơn giá trị ngưỡng (> 0,5).



**Hình 3.6: Độ tin cậy của thang đo trong khung phân tích**

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Kết quả phân tích độ tin cậy thang đo và giá trị hội tụ của mô hình đo lường cho thấy không có biến quan sát nào không đạt yêu cầu, do vậy các biến quan sát này được giữ nguyên. Kết quả phân tích hệ số tải nhân tố ngoài, các hệ số đều >0.6.

**Bảng 3.22: Kết quả phân tích hệ số tải nhân tố ngoài**

	RA	RC	RT	gioitinh	honnhan	thunhap	trinhdo	tuoi
RA1	0.652							
RA10	0.791							
RA2	0.782							
RA3	0.806							
RA4	0.651							
RA5	0.750							
RA6	0.777							
RA7	0.793							

	RA	RC	RT	gioitinh	honnhan	thunhap	trinhdo	tuoi
RA8	0.770							
RA9	0.763							
RC1		0.794						
RC10		0.865						
RC2		0.803						
RC3		0.751						
RC4		0.827						
RC5		0.832						
RC6		0.827						
RC7		0.848						
RC8		0.831						
RC9		0.790						
RT1			0.777					
RT2			0.827					
RT3			0.700					
RT4			0.752					
RT5			0.789					
RT6			0.797					
RT7			0.834					
RT8			0.792					
RT9			0.805					
gioitinh				1.000				
honnhan					1.000			
thunhap						1.000		
trinhdo							1.000	
tuoi								1.000

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)



a) *Giá trị phân biệt (discriminant validity)*

Giá trị phân biệt (discriminant validity) được kiểm định để đo lường độ giá trị phân biệt giúp đảm bảo sự khác biệt, không có mối quan hệ tương quan giữa các yếu tố sử dụng đo lường các nhân tố bằng cách bình phương tổng phương sai trích AVE. Hệ số tải của các nhân tố này lớn hơn hệ số tải của các nhân tố khác cho thấy tính đảm bảo của độ giá trị phân biệt.

**Bảng 3.23: Kết quả kiểm định giá trị phân biệt**

	RA	RC	RT	gioitinh	honnhan	thunhap	trinhdo	tuoi
RA	0.755							
RC	0.358	0.817						
RT	0.422	0.706	0.787					
gioitinh	0.025	-0.301	-0.415	1.000				
honnhan	-0.221	-0.341	-0.389	0.347	1.000			
thunhap	0.176	0.494	0.511	-0.287	-0.258	1.000		
trinhdo	-0.313	-0.526	-0.527	0.168	0.143	-0.494	1.000	
tuoi	0.251	0.494	0.534	-0.303	-0.195	0.353	-0.361	1.000

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

Ngoài ra, từ bảng dưới đây, có thể thấy rằng toàn bộ giá trị của tải chéo chỉ báo đến cấu trúc lớn hơn các cấu trúc khác, có nghĩa là các biến trong nghiên cứu có thể được coi là có giá trị phân biệt phù hợp.

**Bảng 3.24: Kết quả cross loading tải chéo**

	RA	RC	RT
RA1	0.652	0.306	0.281
RA10	0.791	0.241	0.316
RA2	0.782	0.274	0.331
RA3	0.806	0.219	0.285
RA4	0.651	0.297	0.405
RA5	0.750	0.243	0.226
RA6	0.777	0.336	0.365
RA7	0.793	0.243	0.304

<b>RA8</b>	0.770	0.189	0.211
<b>RA9</b>	0.763	0.319	0.385
<b>RC1</b>	0.285	0.794	0.561
<b>RC10</b>	0.410	0.865	0.598
<b>RC2</b>	0.193	0.803	0.505
<b>RC3</b>	0.255	0.751	0.611
<b>RC4</b>	0.339	0.827	0.626
<b>RC5</b>	0.289	0.832	0.597
<b>RC6</b>	0.306	0.827	0.615
<b>RC7</b>	0.264	0.848	0.541
<b>RC8</b>	0.351	0.831	0.555
<b>RC9</b>	0.203	0.790	0.537
<b>RT1</b>	0.454	0.676	0.777
<b>RT2</b>	0.335	0.540	0.827
<b>RT3</b>	0.244	0.487	0.700
<b>RT4</b>	0.251	0.513	0.752
<b>RT5</b>	0.351	0.572	0.789
<b>RT6</b>	0.324	0.561	0.797
<b>RT7</b>	0.382	0.527	0.834
<b>RT8</b>	0.316	0.504	0.792
<b>RT9</b>	0.305	0.595	0.805

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

*b) Độ tin cậy của các khái niệm*

Tiếp tục kiểm định tin cậy nhất quán bên trong bằng PLS thì độ tin cậy tổng hợp CR (composite reliability) sẽ được sử dụng. Theo Hair và cộng sự (2014) CR và tổng phương sai trích AVE (Average variance extracted) của các biến số trong biến quan sát cũng được sử dụng để đánh giá mức độ tin cậy của một biến quan sát. AVE lớn hơn 0,5 và CR lớn hơn 0,7 là chấp nhận được. Ngoài ra, cách tiếp cận phổ biến để đánh giá độ tin cậy là sử dụng Cronbach's Alpha với (CA) giới hạn tin cậy được là 0.7 trở lên (Hair và cộng sự, 2014). Tuy nhiên, Cronbach's alpha dựa trên giả thuyết bị giới hạn bởi mức độ quan trọng tương đối của tất cả các biến quan sát.

Kết quả phân tích cho thấy tất cả các nhân tố đều đạt độ tin cậy với hệ số Cronbach's Alpha lớn hơn 0,7 cụ thể dao động từ 0,916 - 0,945. Độ tin cậy tổng hợp (CR) của tất cả các nhân tố đều đạt yêu cầu với hệ số lớn hơn 0,7 và nằm trong khoảng 0,930 - 0,953. Cuối cùng, hệ số phương sai trích (AVE) của các nhân tố đều lớn hơn 0,5 đạt yêu cầu kiểm định, dao động từ 0,571 - 0,668.

**Bảng 3.25: Kết quả kiểm định tin cậy nhất quán bên trong (CA, CR, AVE)**

	Cronbach's Alpha	Độ tin cậy tổng hợp (CR)	Phương sai trích (AVE)
RA	0.916	0.930	0.571
RC	0.945	0.953	0.668
RT	0.923	0.936	0.619
gioitinh	1.000	1.000	1.000
honnhan	1.000	1.000	1.000
thunhap	1.000	1.000	1.000
trinhdo	1.000	1.000	1.000
tuoi	1.000	1.000	1.000

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

*c) Ý nghĩa thống kê của trọng số ngoài (outer weight)*

Kiểm này được thực hiện bằng cách xem xét giá trị trọng số của từng chỉ số so với nhau để xác định chỉ số cung cấp đóng góp lớn nhất trong một mô hình. Ý nghĩa của giá trị trọng số được thực hiện bởi quy trình bootstrapping trên ứng dụng smartPLS 3, với kết quả được hiển thị trong bảng sau:

**Bảng 3.26: Kết quả thống kê của trọng số ngoài**

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)
gioitinh <- gioitinh	1.000	1.000
honnhan <- honnhan	1.000	1.000
thunhap <- thunhap	1.000	1.000
trinhdo <- trinhdo	1.000	1.000
tuoi <- tuoi	1.000	1.000

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

Trong bảng trên, có thể thấy rằng tất cả các chỉ số đều có trọng số cấu tạo tương ứng của chúng để việc đo lường trọng số có thể được coi là đáng kể.

#### 3.4.2.3. Kiểm định về giả định vi phạm đa cộng tuyến (Multicollinearity)

Vấn đề cộng tuyến của mô hình cấu trúc cần phải được giải quyết trước kiểm tra mối quan hệ giữa các nhân tố. Việc ước lượng hệ số đường dẫn dựa trên hồi quy của từng biến phụ thuộc và biến dự đoán (Hair và cộng sự, 2014). Nếu trong số các biến độc lập, nếu có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến thì các hệ số đường dẫn không đảm bảo. Hệ số phóng đại phương sai (VIF) được kiểm định đa cộng tuyến. Hệ số VIF <5 được chấp nhận là không vi phạm đa cộng tuyến (Hair và cộng sự, 2014).

Kết quả cho thấy kết quả của VIF chỉ ra rằng sự liên kết giữa các nhân tố dự đoán không vi phạm giả định về đa cộng tuyến vì tất cả các hệ số đều nằm trong khoảng chấp nhận (VIF <5), do đó việc phân tích có thể được tiếp tục.

**Bảng 3.27: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến**

	RA	RC	RT
RA			1.259
RC			1.923
RT			
gioitinh	1.101		1.304
honnhan			1.277
thunhap		1.142	1.542
trinhdo			1.610
tuoi	1.101	1.142	1.423

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

#### 3.4.2.4. Kiểm định sự phù hợp của mô hình

##### a) Sự phù hợp của mô hình được kiểm định bằng giá trị $R^2$

Hệ số  $R^2$  sử dụng khi so sánh các mô hình với các cấu trúc ngoại sinh khác nhau hoặc số lượng quan sát khác nhau. Mức độ biến phụ thuộc được giải thích bởi các cấu trúc độc lập tương ứng của nó được đề xuất bởi hệ số xác định (giá trị  $R^2$ ).  $R^2$  thường được sử dụng để đánh giá mô hình cấu trúc, với hệ số nằm trong khoảng từ 0 đến 1.  $R^2$  càng cao, mức độ chính xác dự đoán càng cao. Giá trị chấp nhận cho  $R^2$  phụ thuộc vào độ phức tạp của mô hình và lĩnh vực nghiên cứu.

Kết quả phân tích cho thấy, giá trị  $R^2$  và  $R^2$  hiệu chỉnh của Thái độ rủi ro, Khả năng chịu rủi ro, Năng lực chấp nhận rủi ro được trình bày bên dưới.

**Bảng 3.28: Kết quả kiểm định  $R^2$  sự phù hợp của mô hình**

	Giá trị $R^2$	Giá trị $R^2$ Hiệu chỉnh
RA	0.074	0.070
RC	0.361	0.358
RT	0.645	0.639

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

*b) Đánh giá các giá trị  $f^2$*

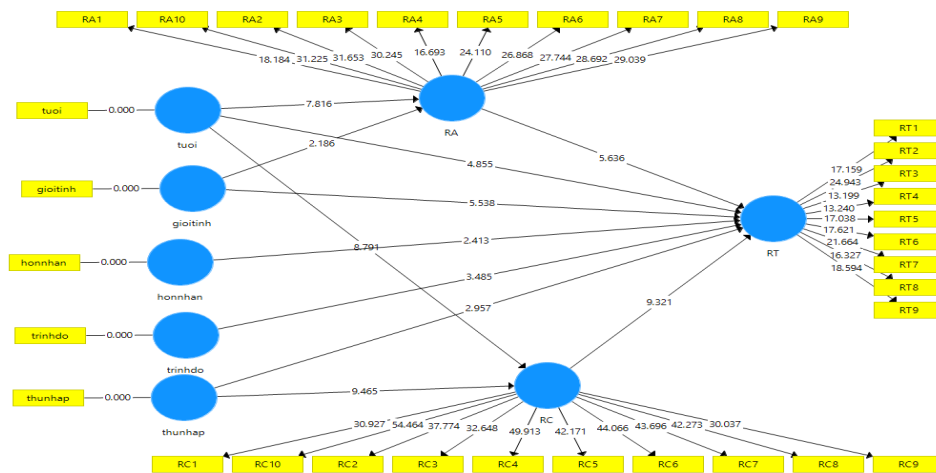
Ngoài việc đánh giá các giá trị  $R^2$  của tất cả các khái niệm nội sinh, sự thay đổi trong giá trị  $R^2$  khi một khái niệm ngoại sinh cụ thể bị bỏ qua khỏi mô hình có thể được sử dụng để đánh giá liệu khái niệm bị bỏ qua có tác động đáng kể lên khái niệm nội sinh hay không. Phép đo lường này được gọi là hệ số tác động  $f^2$ . Cohen (1988) đưa ra tiêu chí kiểm định giá trị  $f^2 = 0,02$  cho thấy “tác động nhỏ”, hệ số 0,15 (tác động trung bình) và 0,35 (tác động lớn) của cấu trúc bên ngoài trên một cấu trúc nội sinh. Kết quả bảng cho thấy.

**Bảng 3.29: Kết quả giá trị  $f^2$  và mức độ ảnh hưởng**

	RA	RC	RT
RA			0.073
RC			<b>0.188</b>
RT			
gioitinh	<b>0.012</b>		0.071
honnhan			<b>0.017</b>
thunhap		<b>0.183</b>	0.022
trinhdo			0.029
tuoi	0.079	<b>0.183</b>	0.048

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

### 3.4.2.5. Kiểm định mô hình cấu trúc



**Hình 3.7: Kết quả cấu trúc tuyến tính**

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

PLS-SEM không có giả định dữ liệu phải có phân phối chuẩn. Mà không có phân phối chuẩn nghĩa là các kiểm định có tham số được sử dụng trong phân tích hồi quy không thể được áp dụng để kiểm tra hệ số hồi quy và hệ số đường dẫn có ý nghĩa thống kê hay không. Vì vậy, PLS-SEM dựa vào một quy trình bootstrap phi tham số (Hair và cộng sự, 2014) để kiểm tra mức ý nghĩa.

Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa các biến được thể hiện ở bảng dưới đây:

**Bảng 3.30: Kết quả tác động trực tiếp của các mối quan hệ**

Mối quan hệ giữa các biến	Hệ số tác động	Giá trị t	Mức ý nghĩa	Kết luận
RA -> RT	0.180	5.636	0.000	Chấp nhận
RC -> RT	0.358	9.321	0.000	Chấp nhận
gioitinh -> RA	-0.111	2.186	0.029	Chấp nhận
gioitinh -> RT	-0.181	5.538	0.000	Chấp nhận
honnhan -> RT	-0.087	2.413	0.016	Chấp nhận
thunhap -> RC	0.366	9.465	0.000	Chấp nhận
thunhap -> RT	0.109	2.957	0.003	Chấp nhận
trinhdo -> RT	-0.129	3.485	0.001	Chấp nhận
tuoi -> RA	0.285	7.816	0.000	Chấp nhận
tuoi -> RC	0.365	8.791	0.000	Chấp nhận
tuoi -> RT	0.155	4.855	0.000	Chấp nhận

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

Từ bảng thống kê phân tích các hệ số hồi quy tại bảng trên cho thấy mô hình có tất cả các mối quan hệ đều đạt ý nghĩa thống kê do hệ số  $p \leq 0.05$

Điều này cho thấy:

- Khả năng chịu rủi ro, thái độ với rủi ro có tác động cùng chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro
- Giới tính có tác động ngược chiều đến thái độ với rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro
- Tình trạng hôn nhân có tác động ngược chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro
- Thu nhập có tác động cùng chiều đến khả năng chịu rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro
- Trình độ học vấn có tác động ngược chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro
- Độ tuổi có tác động cùng chiều đến thái độ rủi ro, khả năng chịu rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro

**Bảng 3.31: Kết quả tác động gián tiếp của các mối quan hệ**

Mối quan hệ giữa các biến	Hệ số tác động	Giá trị t	Mức ý nghĩa	Kết luận
gioitinh -> RA -> RT	-0.020	1.973	0.049	Chấp nhận
tuoi -> RA -> RT	0.051	4.602	0.000	Chấp nhận
thunhap -> RC -> RT	0.131	6.774	0.000	Chấp nhận
tuoi -> RC -> RT	0.131	6.734	0.000	Chấp nhận

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm SmartPLS 3)

Như vậy các tác động gián tiếp đều đạt ý nghĩa thống kê. Từ những phân tích trên, ta có thể kết luận rằng mô hình lý thuyết phù hợp với dữ liệu nghiên cứu và có 15 giả thuyết nghiên cứu được chấp nhận.

### **3.5. Các phát hiện của nghiên cứu ảnh hưởng đến rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam**

#### **3.5.1. Các phát hiện về nghiên cứu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam**

Luận án nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam. Số liệu sử dụng trong luận án là dữ

liệu tính theo ngày của các chỉ số vĩ mô, chỉ số giá VN30 và giá HĐTL chỉ số VN30 (gồm 4 mã) trong khoảng thời gian từ 1/8/2019 đến 31/07/2022 với tổng số 807 quan sát. Qua việc sử dụng mô hình Vector tự hồi quy VAR để tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân, nghiên cứu đã tìm ra các bằng chứng thực nghiệm có giá trị sau:

**Kết quả kiểm định tính dừng** cho thấy chuỗi chỉ số giá VN30 (Vn30f1m, Vn30f2m, Vn30f1q, Vn30f2q), giá vàng (Gold). Để khắc phục chuỗi không dừng, nghiên cứu đã tiến hành lấy sai phân cấp 1 của chuỗi dữ liệu để kiểm định ADF, kết quả cho thấy sau khi lấy sai phân cấp q, các chuỗi dữ liệu đã là chuỗi dừng, thỏa mãn điều kiện tiên quyết để tiến hành chạy kiểm định quan hệ nhân quả Granger nhằm phân tích và tìm ra các yếu tố ảnh hưởng đến TSRR của HĐTL chỉ số VN30.

**Kết quả kiểm định Granger** đã chỉ ra các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro của HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân gồm những yếu tố sau:

- Không tìm thấy sự ảnh hưởng nào đến rủi ro trong đầu tư của HĐTL chỉ số VN30F1M;
- Rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30F2M chịu ảnh hưởng của giá của VN30 (ngược chiều), tỷ giá giao ngay USD/VND (ngược chiều);
- Rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30F1Q chịu ảnh hưởng của tỷ giá giao ngay USD/VND (thuận chiều);
- Rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30F2Q chịu ảnh hưởng của tỷ giá giao ngay USD/VND (thuận chiều).

Kết quả nghiên cứu trên có thể được xem là điểm mới và thành công của luận án khi lần đầu tiên tìm ra được các yếu tố tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam của NĐT cá nhân, đóng góp vào kho tàng các đề tài nghiên cứu trong lĩnh vực chứng khoán phái sinh Việt Nam nói riêng và thế giới nói chung. Vào tháng 8/2017, TTCK phái sinh Việt Nam chính thức hoạt động với sản phẩm đầu tiên được giao dịch trên thị trường là HĐTL chỉ số VN30. Đây là giai đoạn đầu của thị trường mang tính chất thử nghiệm và là thời gian đầu để các NĐT làm quen dần với sản phẩm này. Ngoài ra, kết hợp với các kết quả



nghiên cứu đi trước được tiến hành trong giai đoạn “thị trường mới nổi”, kết quả nghiên cứu là hoàn toàn phù hợp với thực tiễn của TTCK phái sinh Việt Nam hiện nay.

***Kết quả của hàm phản ứng trễ IRF và phân rã phương sai*** cho thấy rằng, mặc dù tồn tại mối quan hệ của giá chỉ số VN30 và tỷ giá hối đoái của USD/VNĐ với rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân nhưng tác động này diễn ra chưa mạnh.

Kết quả giá chỉ số VN30 ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 cũng đồng nhất với các nghiên cứu trước đó khi xem xét mối quan hệ giữa giá HĐTL chỉ số VN30 và giá của chỉ số VN30, đặc biệt trong nghiên cứu của luận án đã đề cập đến cả 4 mã HĐTL hiện đang có trên thị trường. Tuy nhiên đối với mã HĐTL chỉ số VN30F1m, nghiên cứu chưa tìm thấy mối quan hệ với bất kì yếu tố nào.

Đối với kết quả tỷ giá hối đoái USD/VND ảnh hưởng đến rủi ro trong đầu tư HĐTL cũng khá giống với kết quả khi xem xét đến ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái của USD/VND với giá cổ phiếu trên TTCK cơ sở.

Trên cơ sở các kết quả này, NĐT cá nhân khi tham gia giao dịch các sản phẩm phái sinh trên TTCK phái sinh, có thể cân nhắc về sự ảnh hưởng của các yếu tố đã tìm được để đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý và hiệu quả. Các ảnh hưởng đó tiếp diễn cho những giao dịch được của mỗi ngày kế tiếp (mở đầu mỗi chu kỳ kế tiếp), do vậy, NĐT cá nhân đầu tư HĐTL chỉ số VN30 cần đặc biệt quan tâm đến biến động của chỉ số VN30, mà VN30 được coi là đại diện các cổ phiếu bluechip, có sức hấp dẫn cao đối với các NĐT cá nhân. Vì đặc thù các doanh nghiệp lớn có sức khỏe tài chính tốt, hoạt động kinh doanh hiệu quả, nên các cổ phiếu này thường được sự quan tâm lớn từ các khối đầu tư. Điều này có nghĩa là khi đầu tư HĐTL chỉ số VN30, NĐT cá nhân cần đặc biệt chú ý đến danh mục cổ phiếu được sử dụng để tính toán VN30, đồng thời đặc biệt chú ý đến sức khỏe tài chính và các biến số được coi là ảnh hưởng chủ chốt đến mỗi công ty được lựa chọn đưa vào danh mục tính toán VN30. Đồng thời, các biến động về giá chỉ số VN và tỷ giá hối đoái của USD/VNĐ cần được dự báo và cân nhắc hàng ngày khi quan sát VN30 để có thể có

quyết định đầu tư đúng đắn vào HĐTL chỉ số VN30.

**3.5.2. Các phát hiện về nghiên cứu các yếu tố chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư cá nhân trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam**

*- Tuổi tác ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Kết quả của hệ số tác động là dương (+), điều này cho thấy khi NĐT càng lớn tuổi thì năng lực chấp nhận rủi ro của người đó càng cao, không bác bỏ giả thuyết H1. Tuy nhiên vì tuổi và năng lực chấp nhận rủi ro không thể tính theo phần trăm nên có thể giả định rằng khi NĐT già đi hoặc lớn tuổi thì người đó càng tích lũy được tài sản nhiều hơn, để ứng phó với rủi ro và do đó năng lực chấp nhận rủi ro tăng lên.

Kết quả của nghiên cứu cũng trùng khớp với nghiên cứu trước đây (Celikkol và cộng sự, 2017; Kubilay & Bayrakdaroglu, 2016) đã phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa tuổi tác và năng lực chấp nhận rủi ro, bởi vì những NĐT trẻ tuổi có nguồn tài chính hạn chế để chịu các khoản lỗ ngắn hạn nên khả năng chịu rủi ro thấp hơn. Các NĐT lớn tuổi đã dành một thời gian dài để tích lũy tài sản để cải thiện khả năng tài chính của mình khiến họ trở nên ổn định hơn về kinh tế và có khả năng chịu rủi ro cao hơn. Các NĐT cũng có kinh nghiệm hơn, vì vậy họ tự tin hơn khi đưa ra các quyết định đầu tư có rủi ro lớn hơn các NĐT trẻ tuổi.

*- Giới tính có ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Ảnh hưởng của các biến giới tính cho thấy sự khác biệt về giới tính sẽ ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro, chấp nhận giả thuyết H2. Kết quả của hệ số tác động ở dạng mẫu ban đầu được biết là âm (-), điều này cho thấy sự khác biệt về giới tính ở một bên làm tăng nguy cơ và bên kia có thể giảm nguy cơ. Trong nghiên cứu này, giới tính được đo lường trên thang đo danh nghĩa (1= nam; 2 = nữ), vì vậy có thể giải thích rằng năng lực chấp nhận rủi ro là cao hơn ở thang đo nhỏ nhất (tức là 1 đối với nam giới) và năng lực chấp nhận rủi ro thấp hơn dành cho quy mô lớn nhất (tức là 2 cho phụ nữ).

Một số nghiên cứu trước đây cũng cho thấy NĐT nam giới năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn nữ giới (Montford & Goldsmith, 2016; Dickason & Ferreira, 2018; Shusha, 2017). Vì vậy, kết quả của nghiên cứu này phù hợp với các nghiên

cứu trước đây. Phụ nữ có xu hướng cẩn thận hơn trong việc đưa ra các quyết định đầu tư; họ xem xét tất cả các yếu tố liên quan vì họ định hướng chi tiết hơn, họ muốn đọc và biết nhiều hơn về các quyết định tài chính trong khi nam giới tự tin hơn trong các quyết định đầu tư (Fisher & Yao, 2017; Shah & Bhatt, 2013).

NĐT nam giới có xu hướng vội vàng hơn trong việc ra quyết định, vì thế họ sẵn sàng chấp nhận rủi ro hơn. Trong khi nam giới thích thử thách, họ lại hài lòng với những khoản đầu tư mạo hiểm và thử thách. Minh chứng là nam giới thích cá cược, cờ bạc hơn phụ nữ, tuy rằng trong trường hợp này, việc đầu tư không chỉ đơn thuần là đánh bạc, xu hướng hành vi của nam giới như vậy dẫn đến suy nghĩ rằng NĐT nam giới chấp nhận rủi ro cao hơn NĐT nữ giới.

*- Tình trạng hôn nhân có ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Dựa trên kết quả kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8, giá trị mẫu ban đầu âm tính thu được, điều này cho thấy có mối quan hệ bất lợi giữa tình trạng hôn nhân và năng lực chấp nhận rủi ro, chấp nhận giả thuyết H3. Trong nghiên cứu này, tình trạng hôn nhân được đo lường trên thang đo danh nghĩa (1= độc thân, 2 = đã kết hôn và chưa có con, 3= đã kết hôn và đã có con, 4 = bố/mẹ đơn thân, do đó có thể giải thích rằng năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn là thang đo nhỏ nhất (tức là 1 đối với độc thân), mức độ chấp nhận rủi ro dành cho quy mô lớn nhất (tức là 3 đối với góa chồng/ góa vợ/ ly hôn). Phát hiện này phù hợp với giả thuyết được đề xuất. Dựa trên phân tích này, chúng ta biết rằng năng lực chấp nhận rủi ro của các NĐT còn độc thân lớn hơn các NĐT đã kết hôn hoặc đã góa/ ly hôn.

Phát hiện trong nghiên cứu phù hợp với kết quả nghiên cứu của Dickason và Ferreira (2019), Kannadhasan và cộng sự (2016), và Chatterjee và cộng sự (2017) nêu rõ rằng các NĐT độc thân chưa kết hôn có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn các NĐT đã kết hôn vì các NĐT độc thân có xu hướng chấp nhận rủi ro lớn hơn. Các NĐT độc thân, ngoài việc không có người phụ thuộc trong gia đình, họ có toàn quyền sử dụng toàn bộ vốn của mình. Họ có thể hoàn toàn sử dụng vốn của mình trong ngắn hạn để thực hiện các khoản đầu tư rủi ro trước khi quyết định thay đổi trạng thái. NĐT độc thân chỉ chịu trách nhiệm với bản thân và do đó họ không có gánh nặng về tinh thần và vật chất để thực hiện các khoản đầu tư mạo hiểm, vì thế năng lực chấp

nhận rủi ro của họ sẽ cao hơn.

*- Trình độ học vấn có ảnh hưởng ngược chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Kết quả cho thấy ảnh hưởng của các biến trình độ học vấn cho thấy sự khác biệt về trình độ học vấn ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT, không bác bỏ giả thuyết H4. Kết quả của hệ số tác động ở dạng mẫu ban đầu được biết là âm (-), điều này cho thấy rằng NĐT có trình độ học vấn càng cao thì năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT càng thấp. Ngược lại, đối với những NĐT có trình độ học vấn thấp, năng lực chấp nhận rủi ro của họ thậm chí còn cao hơn.

Trong nghiên cứu này, trình độ học vấn của những người được hỏi chỉ được kiểm tra ở năng lực giáo dục chính quy, do đó trình độ học vấn cao hơn không đảm bảo rằng kiến thức hiểu biết về tài chính của họ tốt hơn những người có trình độ học vấn thấp. Kiến thức về rủi ro không chỉ có được từ các khóa học chính thức mà còn là kinh nghiệm và nghiên cứu của các NĐT liên quan đến lợi nhuận và rủi ro đánh đổi. Ở Việt Nam, hiểu biết về tài chính, đặc biệt là về đầu tư, vẫn chưa phải là một chương trình giảng dạy bắt buộc ở trường học. Sau đó, việc giải thích các phát hiện cần được nhấn mạnh rằng năng lực chấp nhận rủi ro có xu hướng thấp hơn đối với những người có trình độ học vấn chính quy cao nhưng có xu hướng cao hơn đối với những người có trình độ học vấn chính quy thấp hơn.

Điều này cũng có thể là do trình độ học vấn cao hơn, kiến thức và hiểu biết của họ càng lớn, nhưng vì giáo dục ở đây chỉ là giáo dục chính quy, khi đó hiểu biết của họ chỉ giới hạn trong hiểu biết học thuật, lợi nhuận cao sinh ra từ rủi ro cao. Họ không hiểu cách quản lý rủi ro và cách đầu tư tối ưu. Vì vậy, rủi ro đối với họ chỉ có nghĩa là một tín hiệu mà họ nên tránh càng nhiều càng tốt. Đây là lúc năng lực chấp nhận rủi ro của họ ngày càng thấp. Điều này cũng có thể xảy ra do ý nghĩ rất chủ quan của các NĐT.

*- Thu nhập có ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Sự khác biệt về mức thu nhập có thể ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro. Kết quả hệ số tác động thu được giá trị mẫu ban đầu dương, cho biết mối quan hệ tích cực và phù hợp giữa biến thu nhập và biến chấp nhận rủi ro và chúng ta không

thể bác bỏ H5. Kết quả có nghĩa là thu nhập của NĐT càng cao năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT càng cao. Ngược lại, NĐT thu nhập càng thấp thì năng lực chấp nhận rủi ro càng thấp.

Những phát hiện trong nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Ryack và Sheikh (2016) và Magendans và cộng sự (2016) nêu rõ rằng thu nhập là một yếu tố liên quan và được coi là có mối tương quan thuận với năng lực chấp nhận rủi ro. Phát hiện này dựa trên giả định rằng những NĐT giàu có hơn có thể dễ dàng chịu thua lỗ hơn do các khoản đầu tư rủi ro và họ có thể thu hồi tài chính nhanh hơn. Những NĐT có tài sản ít phải cân nhắc cẩn thận những tổn thất mà họ có thể gặp phải và nguồn lực tài chính mà họ có thể sử dụng để đưa ra các lựa chọn đầu tư rủi ro, điều này khiến năng lực chấp nhận rủi ro của họ thấp hơn.

*- Thái độ rủi ro có ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Kết quả kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8 như trong bảng 3.30 cho thấy rằng có một ảnh hưởng thuận chiều của thái độ rủi ro đến năng lực chấp nhận rủi ro. Do đó, có thể hiểu rằng những thay đổi trong thái độ với rủi ro có thể ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT, chấp thuận giả thuyết H6a ban đầu. Thái độ rủi ro của NĐT càng cao thì năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cũng tăng lên, và thái độ chịu rủi ro của NĐT càng thấp thì năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cũng thấp. Phát hiện này chỉ ra rằng thái độ rủi ro có ảnh hưởng lớn hơn đến năng lực chấp nhận rủi ro hơn là khả năng chịu rủi ro và không thể bác bỏ giả thuyết H6a.

Kết quả của nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu Saurabh và Nandan (2018) cho rằng thái độ rủi ro cao cho thấy NĐT đó có năng lực chấp nhận rủi ro cao và ngược lại, những NĐT có thái độ rủi ro thấp cho thấy NĐT đó có năng lực chấp nhận rủi ro thấp. Thái độ rủi ro được hiểu là hành vi chấp nhận rủi ro, trong đó khi ai đó sẵn sàng chấp nhận rủi ro nhiều hơn thì người đó cũng sẵn sàng chấp nhận rủi ro nhiều hơn mức đó. NĐT sẵn sàng đầu tư với mức rủi ro 5% phải chuẩn bị sẵn sàng rủi ro đầu tư lớn hơn 5%, do đó hành vi rủi ro của NĐT phải phù hợp với năng lực chấp nhận rủi ro để NĐT không quá ảo tưởng vào việc đầu tư, điều có thể dẫn đến rủi ro cao hơn và có thể vượt quá giới hạn rủi ro có thể chịu.

Bằng cách hiểu rõ hành vi rủi ro của mình, NĐT cũng có thể lập kế hoạch đầu

tư tốt hơn. NĐT có xu hướng hành xử không thích rủi ro, khi đó họ phải đối mặt với sự lựa chọn đầu tư với lợi nhuận thấp và rủi ro thấp hoặc lợi nhuận cao và rủi ro cao, NĐT ưu tiên lựa chọn đầu tiên. Nhưng cùng với khả năng thích ứng với những rủi ro mà anh ta gặp phải, năng lực chấp nhận rủi ro có thể tăng lên, do đó đối với NĐT, rủi ro thấp trở nên quá thấp và NĐT có thể điều chỉnh để thực hiện các khoản đầu tư có rủi ro cao hơn một chút, có nghĩa là lợi nhuận cũng cao hơn so với trước đây.

*- Tuổi tác có ảnh hưởng thuận chiều đến thái độ rủi ro*

Dựa trên kết quả kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8 như trong Bảng 3.30, hệ số tác động dương, cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa biến độ tuổi và thái độ rủi ro, chấp nhận giả thuyết H6b. Giá trị t-value cho thấy ảnh hưởng trực tiếp đáng kể giữa độ tuổi đến thái độ rủi ro. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đã đề xuất; do đó chúng ta có thể không bác bỏ giả thuyết 6b (H6b).

Dựa trên kết quả phân tích, có thể kết luận rằng tuổi của một người càng cao thì thái độ của người đó đối với rủi ro càng cao. Điều này cũng phù hợp với giả thuyết cho rằng tuổi của một người càng cao thì năng lực chấp nhận rủi ro của một người càng cao. Như vậy có thể nói rằng trong nghiên cứu này những NĐT trẻ tuổi có thái độ không thích rủi ro và những NĐT lớn tuổi có thái độ chấp nhận rủi ro cao hơn. Đây là phát hiện phù hợp với nghiên cứu của Amari và cộng sự (2020) khi thái độ chấp nhận rủi ro cao hơn với những NĐT từ 55 tuổi trở lên.

*- Giới tính có ảnh hưởng đến thái độ rủi ro*

Dựa trên kết quả trong Bảng 3.30 giá trị mẫu ban đầu âm chỉ ra rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa các biến giới tính và biến thái độ rủi ro. Thang đo danh nghĩa (1 = nam; 2 = nữ), vì vậy có thể giải thích rằng thái độ rủi ro cao hơn là ở thang đo nhỏ nhất (tức là 1 đối với nam giới), và thái độ rủi ro thấp hơn dành cho quy mô lớn nhất (tức là 2 dành cho nữ). Kết quả này phù hợp với giả thuyết đề xuất do đó chấp nhận giả thuyết 6c (H6c).

Tham khảo phân tích trên, người ta kết luận rằng NĐT nam giới có thái độ rủi ro cao hơn phụ nữ. Phát hiện này phù hợp với nghiên cứu của Kannadhasan (2015) cho thấy phụ nữ có hành vi nguy cơ thấp hơn nam giới. Điều này là do phụ nữ có

tuổi thọ cao hơn, thể hiện trách nhiệm nhiều hơn với gia đình và có tiềm năng thu nhập suốt đời thấp hơn... Điều này nhấn mạnh sự cần thiết của việc NĐT nữ phải được giáo dục để giúp họ sử dụng rủi ro một cách khôn ngoan trong việc đảm bảo kết quả phù hợp để đáp ứng nhu cầu tài chính của họ.

*- Khả năng chịu rủi ro ảnh hưởng thuận chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT*

Kết quả kiểm định giả thuyết trong Bảng 3.30 cho thấy có sự ảnh hưởng thuận chiều của khả năng chịu rủi ro đến năng lực chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư, chấp nhận giả thuyết H7a. Tuy nhiên, cả khả năng chịu rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro đều là những hành vi khó đo lường về mặt toán học và những thay đổi cũng có thể khác nhau ở mỗi người. Vì vậy kết luận có thể đưa ra là khả năng chịu rủi ro càng cao thì năng lực chấp nhận rủi ro sẽ tăng cao hơn một chút so với khả năng chịu rủi ro.

Những phát hiện trong nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Saurabh và Nandan (2018) cho rằng khả năng chịu rủi ro cao cho thấy cá nhân đó có năng lực chấp nhận rủi ro cao và ngược lại, cá nhân có khả năng chịu rủi ro thấp cho thấy cá nhân đó có năng lực chấp nhận rủi ro thấp.

Có thể hiểu rằng khả năng chịu rủi ro là một số rủi ro mà ai đó “có thể” chấp nhận, trong khi mức độ chấp nhận rủi ro là một số rủi ro mà ai đó “muốn” chấp nhận. Vì vậy, “mong muốn” và “khả năng” đó phải được cân bằng để nhà đầu tư có thể giảm thiểu tác động của những rủi ro nằm ngoài tầm kiểm soát của mình. Trong nghiên cứu này, khả năng chịu rủi ro được đo lường thông qua một số khía cạnh như thời gian, thu nhập, nợ, nghĩa vụ tài chính và bảo hiểm. Những khía cạnh này cho thấy khả năng chủ quan của người đó trong việc quyết định lựa chọn đầu tư có chứa rủi ro. Điều quan trọng là phải hiểu khả năng chịu rủi ro của NĐT trước khi đầu tư, đặc biệt là để đảm bảo rằng rủi ro của NĐT phù hợp với rủi ro đầu tư. Điều đó cũng có nghĩa là các NĐT cần dành thời gian để hiểu mức độ rủi ro trong đầu tư và cách tối đa hóa khả năng sẵn có để tăng lợi nhuận đầu tư mà không tránh khỏi rủi ro đầu tư.

*- Tuổi ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng chịu rủi ro*

Kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8 như trong Bảng 3.30 hệ số tác

động dương cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa các biến tuổi và khả năng chịu rủi ro. Giá trị t-value cho thấy ảnh hưởng trực tiếp đáng kể giữa độ tuổi đến khả năng chịu rủi ro. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đã đề xuất, do đó chúng ta có thể không bác bỏ giả thuyết H7b.

Dựa trên kết quả phân tích này, có thể kết luận rằng tuổi của NĐT càng cao thì khả năng chịu rủi ro của người đó càng cao. Điều này là do những NĐT lớn tuổi có nhiều thời gian hơn để tạo ra của cải để tăng khả năng chịu rủi ro của họ. Trong khi những người trẻ tuổi có thời gian hạn chế trong ngắn hạn để tăng khả năng chấp nhận chịu rủi ro của họ. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Zanella (2015) là trong khi NĐT già đi, sức khỏe của họ giảm xuống, nhưng danh mục tài chính lại tăng lên. Vì vậy họ phải giữ tài sản tài chính và tài sản của mình như một phần của khả năng chịu rủi ro ngày càng tăng để có thể chịu được những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư. Trong khi đó, đối với các NĐT trẻ, để duy trì năng lực chấp nhận rủi ro liên tục theo thời gian, họ phải kết hợp tài sản phi rủi ro vào danh mục đầu tư tài chính của mình, trong thời gian ngắn cho đến khi danh mục đầu tư của họ phát triển.

Các NĐT từ 50 tuổi trở lên thường có những người phụ thuộc gia đình độc lập và họ cũng có nhiều tài sản hơn. Họ cũng bắt đầu vững mạnh về mặt tài chính. Ở độ tuổi này, họ thường trả hết các khoản nợ thế chấp và chỉ hưởng lợi nhuận từ các khoản đầu tư của mình nên NĐT có nhiều khả năng để tăng thu nhập từ các khoản đầu tư rủi ro.

*- Thu nhập có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng chịu rủi ro*

Kết quả cho thấy giá trị hệ số tác động dương, điều này chỉ ra rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa biến thu nhập và khả năng chịu rủi ro. Giá trị t-value cũng chỉ ra ảnh hưởng trực tiếp đáng kể giữa thu nhập và khả năng chịu rủi ro. Điều này phù hợp với giả thuyết được đề xuất, do đó, giả thuyết H7c được chấp nhận.

Dựa trên kết quả phân tích này có thể kết luận rằng NĐT có thu nhập càng cao thì khả năng chịu rủi ro của người đó càng lớn, và mức thu nhập càng thấp thì khả năng chịu rủi ro của người đó càng thấp. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Concannon (2018), chỉ ra rằng khả năng chịu rủi ro được xác định bởi số lượng và



độ tin cậy của thu nhập từ các nguồn khác ngoài danh mục đầu tư cá nhân. Vì vậy khả năng đầu tư của NĐT càng cao thì khả năng đó càng lớn, họ phải chấp nhận một số rủi ro đầu tư để thu được lợi nhuận cao hơn.

Còn đối với những NĐT có mức thu nhập thấp hơn, họ chắc chắn thích những khoản đầu tư có mức rủi ro nhỏ đến trung bình mà họ có thể chịu được theo khả năng chịu rủi ro của họ.

*- Tuổi tác có ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro tài chính của NĐT thông qua thái độ rủi ro*

Dựa trên kết quả kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8 như trong Bảng 3.31, hệ số tác động dương cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa các biến được kiểm tra, chấp nhận giả thuyết H8. Giá trị t-value cũng chỉ ra ảnh hưởng gián tiếp giữa độ tuổi đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua thái độ rủi ro. Phát hiện này phù hợp với giả thuyết đã đề xuất, do đó nghiên cứu chấp nhận giả thuyết 8 (H8).

Kết quả kiểm định giả thuyết củng cố giả thuyết một (H1), trong đó tuổi tác ảnh hưởng trực tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro và giả thuyết H6b trong đó tuổi tác cũng ảnh hưởng đến thái độ rủi ro; do đó có thể kết luận rằng thái độ rủi ro có thể thực hiện chức năng của nó như một biến số can thiệp giữa các độ tuổi ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro. Nghiên cứu này là sự phát triển của các lý thuyết trước đây liên quan đến các yếu tố xã hội học và rủi ro đa chiều đối với năng lực chấp nhận rủi ro, vì vậy có thể nói rằng kiểm định giả thuyết trong nghiên cứu này bổ sung thêm đóng góp của lý thuyết mới, rằng các yếu tố xã hội học rủi ro cũng gián tiếp có ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua trung gian thái độ rủi ro. Trong nghiên cứu này, có thể kết luận rằng tuổi của NĐT càng cao thì họ càng có thái độ rủi ro cao và năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT càng cao. Ngược lại, những NĐT trẻ hơn, có hành vi rủi ro thấp, và do đó năng lực chấp nhận rủi ro của họ cũng thấp.

*- Giới tính của ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro tài chính của NĐT thông qua thái độ rủi ro*

Dựa trên kết quả kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8 như trong

Bảng 3.31 hệ số tác động âm chỉ ra rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa các biến được kiểm tra. Giá trị t-value cho thấy ảnh hưởng gián tiếp giữa giới tính đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua thái độ rủi ro. Vì vậy, chúng ta có thể không bác bỏ H9. Kết quả kiểm định giả thuyết củng cố giả thuyết H2, trong đó giới ảnh hưởng ngược chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro và giả thuyết H6c trong đó giới tính cũng ảnh hưởng ngược chiều đến thái độ rủi ro. Do đó, thái độ rủi ro có thể thực hiện chức năng của nó như một biến số can thiệp giữa biến giới tính ảnh hưởng đối với năng lực chấp nhận rủi ro. Nghiên cứu này là sự phát triển của lý thuyết trước đó liên quan đến yếu tố xã hội học và rủi ro đa chiều về năng lực chấp nhận rủi ro, vì vậy có thể nói việc kiểm định giả thuyết trong nghiên cứu này bổ sung thêm đóng góp của lý thuyết mới, rằng giới tính cũng gián tiếp có ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua thái độ rủi ro.

Từ quan điểm phát triển, sự khác biệt về giới tính liên quan đến thái độ rủi ro xuất phát từ sự hiểu biết rằng nam giới và phụ nữ đã phát triển các chiến lược khác nhau do sự ảnh hưởng về giới tính. Phụ nữ đã tối đa hóa lợi nhuận nhờ các khoản đầu tư ổn định và lợi nhuận ít rủi ro. Ngược lại, nam giới đã gia tăng nguồn lực của họ và do đó, khả năng thu hút phụ nữ bằng cách tham gia vào các hoạt động rủi ro hơn với lợi nhuận kỳ vọng cao hơn (Chadi & Jirjahn, 2019). Do đó, sự khác biệt về thái độ rủi ro dường như bị ảnh hưởng đáng kể bởi sự khác nhau về giới tính (Leon và Aprilia, 2018).

Trong nghiên cứu này, có thể kết luận rằng NĐT nam giới có nhiều thái độ với rủi ro hơn phụ nữ, do đó năng lực chấp nhận rủi ro của họ cũng cao. Ngược lại, phụ nữ ít thể hiện thái độ với rủi ro hơn nên năng lực chấp nhận rủi ro của họ thấp hơn.

*- Tuổi tác có ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT thông qua khả năng chịu rủi ro*

Dựa trên kết quả kiểm định giả thuyết sử dụng SmartPLS 3.2.8 như trong Bảng 3.31, chúng ta có thể không bác bỏ giả thuyết H10.

Kết quả của kiểm định giả thuyết này củng cố giả thuyết một (H1) trong đó tuổi tác có ảnh hưởng cùng chiều trực tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro và giả thuyết H7b trong đó tuổi tác cũng có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng chịu

rủi ro, do đó có thể kết luận rằng khả năng chịu rủi ro có thể thực hiện chức năng trung gian giữa tuổi với năng lực chấp nhận rủi ro. Nghiên cứu này là sự phát triển các lý thuyết trước đây liên quan đến yếu tố xã hội học và tính đa chiều về năng lực chấp nhận rủi ro, vì vậy có thể nói việc kiểm định giả thuyết trong nghiên cứu này đã bổ sung thêm đóng góp của các lý thuyết mới, rằng độ tuổi cũng gián tiếp có ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro thông qua trung gian rủi ro.

Trên cơ sở phân tích này có thể kết luận rằng NĐT càng lớn tuổi thì khả năng chịu rủi ro càng lớn do đó năng lực chấp nhận rủi ro cũng lớn hơn và ngược lại NĐT càng trẻ thì khả năng chịu rủi ro càng thấp và làm cho năng lực chấp nhận rủi ro cũng thấp hơn.

Các NĐT trẻ có nhiều nguồn lực về sức khỏe hơn các NĐT lớn tuổi. Điều này là do mối tương quan giữa dòng thu nhập lao động trong tương lai và lợi nhuận thị trường, vì vậy các NĐT trẻ có thể đa dạng hóa rủi ro thị trường vốn (Zakaria và cộng sự, 2017 và Cavezzali & Rigoni, 2012) để khả năng chịu rủi ro của họ giảm sau khi rủi ro đa dạng. Đối với các NĐT lớn tuổi, khả năng tài chính của họ phù hợp hơn với số lượng của cải vật chất và phi vật chất (như số lượng gia đình) mà họ có để khi gặp rủi ro lớn, họ có đủ “bước đệm” cho rủi ro. Khả năng chịu rủi ro này là khả năng chịu rủi ro của họ, khiến họ sẵn sàng chấp nhận hơn.

*- Thu nhập có ảnh hưởng gián tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro tài chính của NĐT thông qua khả năng chịu rủi ro*

Kết quả kiểm định cho thấy chúng ta có thể không bác bỏ giả thuyết H11. Kết quả kiểm định giả thuyết củng cố giả thuyết H5 trong đó thu nhập có ảnh hưởng tích cực trực tiếp đến năng lực chấp nhận rủi ro và giả thuyết H7c trong đó thu nhập cũng có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng chấp nhận chịu rủi ro, do đó có thể kết luận rằng năng lực chấp nhận rủi ro có thể thực hiện là một biến trung gian giữa thu nhập và năng lực chấp nhận rủi ro. Nghiên cứu này là sự phát triển của lý thuyết trước đây liên quan đến các yếu tố xã hội học và rủi ro đa chiều về năng lực chấp nhận rủi ro, vì vậy có thể nói rằng việc kiểm định giả thuyết trong nghiên cứu năng lực chấp

nhận rủi ro thông qua trung gian khả năng chịu rủi ro.

Trong nghiên cứu này, có thể kết luận rằng thu nhập của NĐT càng cao thì khả năng chịu rủi ro của NĐT đó càng lớn, từ đó tăng năng lực chấp nhận rủi ro và ngược lại. Các NĐT có tài sản lớn hơn có thể xác định mức đầu tư mang rủi ro lớn hơn vì năng lực giàu có có thể thu hồi nhanh chóng trong trường hợp rủi ro đầu tư bất ngờ xảy ra cả trong ngắn hạn và dài hạn. Các NĐT giàu có hơn có nhiều công cụ phòng vệ rủi ro hơn, chẳng hạn như tài sản, bảo hiểm, nguồn vốn và thu nhập thường xuyên có được từ nhiều nguồn khác nhau, vì vậy họ sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao hơn vì họ có khả năng chịu đựng rủi ro đầu tư lớn hơn.

### KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương 3, luận án đã tập trung nghiên cứu và làm rõ các vấn đề sau:

*Thứ nhất*, tổng quan về TTCK phái sinh tại Việt Nam, mô tả khung pháp lý, các loại hàng hoá, chủ thể tham gia và cơ chế giao dịch, hoạt động của TTCK phái sinh.

*Thứ hai*, nêu thực trạng giao dịch HĐTL của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam

*Thứ ba*, nghiên cứu các yếu tố khách quan tác động đến rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân thông qua việc sử dụng phương pháp VAR. Kết quả kiểm định đã đo lường và đưa ra nhận định về các yếu tố tác động đến rủi ro của HĐTL chỉ số VN30 bao gồm: giá của VN30 (VN30) và tỷ giá giao ngay USD/VND (forex).

*Thứ tư*, trình bày chi tiết các kết quả kiểm định bằng phương pháp PLS-SEM bình phương từng phần nhỏ nhất về các yếu tố chủ quan tác động đến năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh tại Việt Nam. Các phân tích được sử dụng là phân tích độ tin cậy và hội tụ của thang đo, phân tích cấu trúc tuyến tính bằng kỹ thuật Bootstrapping để kiểm định giả thuyết. Tất cả được xử lý trên phần mềm SmartPLS. Sau khi đánh giá thang đo, không có biến quan sát bị loại bỏ vì không đạt yêu cầu. Các biến đều có đóng góp quan trọng vào giá trị nội dung của thang đo. Kết quả xử lý SEM cho thấy mức độ tác động của các biến độc lập vào biến phụ thuộc đều có ý nghĩa thống kê.

*Thứ năm*, tổng hợp kết quả nghiên cứu các phát hiện trong nghiên cứu các yếu tố khách quan ảnh hưởng đến rủi ro và chủ quan ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 của NĐT cá nhân trên TTCK phái sinh Việt Nam.

## CHƯƠNG 4

### MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

#### 4.1. Bối cảnh và định hướng phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

##### 4.1.1. Bối cảnh của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

##### 4.2.2.1. Những thành tựu đạt được

Về cơ bản, TTCK phái sinh nói chung và HĐTL nói riêng ra đời đã đạt được các mục tiêu tổng quát đề ra tại Quyết định 366/QĐ-TTg về phê duyệt Đề án Xây dựng và phát triển TTCK phái sinh tại Việt Nam, thể hiện trên các mặt sau:

**Thứ nhất**, khung pháp lý và cơ chế chính sách cho thị trường đã tương đối đầy đủ, tạo điều kiện cho sự vận hành thông suốt của TTCKPS. Căn cứ vào Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014, Chính phủ đã ban hành Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh; Bộ Tài chính trên cơ sở đó đã ban hành Thông tư số 11/2016/TT-BTC ngày 19/01/2016 hướng dẫn Nghị định 42/2015/NĐ-CP và Thông tư số 23/2017/TT-BTC ngày 16/3/2017 sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 11/2016/TT-BTC tạo nền tảng pháp lý tương đối đầy đủ cho việc đưa vào vận hành TTCK phái sinh tập trung đầu tiên tại Việt Nam vào ngày 10/8/2017.

Cùng với sự phát triển của thị trường, trên cơ sở Quốc Hội ban hành Luật chứng khoán mới năm 2019, Bộ Tài chính cũng đã kịp thời có những điều chỉnh, bổ sung để ban hành thay thế các văn bản pháp lý cũ: Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 thay thế Nghị định 42/2015/NĐ-CP; Thông tư số 58/2021/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Nghị định số 158/2020/NĐ-CP thay thế Thông tư số 11/2016/TT-BTC và Thông tư số 23/2017/TT-BTC để kịp thời xử lý một số vướng mắc trong hoạt động của TTCKPS thời gian qua và có những điều chỉnh phù hợp với sự phát triển của thị trường trong thời gian đến. Trên cơ sở Nghị định và Thông tư, UBCKNN đã chấp thuận cho các SGDCK và Trung tâm

lưu ký chứng khoán ban hành các bộ quy chế nghiệp vụ nhằm hướng dẫn thành viên và các nhà đầu tư tham gia thị trường. Cơ chế thuế, chế độ kế toán, cơ chế giá dịch vụ đã được xây dựng và ban hành kịp thời hỗ trợ cho TTCK phát sinh hoạt động ổn định, thông suốt.

**Thứ hai**, trong 5 năm qua, TTCK phát sinh đã đạt được những bước phát triển mạnh trên tất cả các tiêu chí về khối lượng giao dịch (gấp 21 lần so với năm khai trương), khối lượng hợp đồng mở (tăng 6 lần so với cuối năm 2017), số lượng tài khoản nhà đầu tư tăng 400 lần so với thời điểm mới khai trương)... Đặc biệt trong giai đoạn TTCK cơ sở có nhiều biến động giai đoạn tháng 5-6/2018; giai đoạn nửa đầu năm 2020, giai đoạn cuối năm 2021 và những tháng đầu năm 2022, TTCK phát sinh liên tục ghi nhận các kỷ lục về khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch và khối lượng hợp đồng mở (OI). Điều này cho thấy TTCK phát sinh đã đạt được mục tiêu bước đầu là góp phần hoàn thiện cấu trúc TTCK, góp phần đa dạng hóa sản phẩm, tạo công cụ hỗ trợ NĐT rủi ro biến động giá chứng khoán trên thị trường cơ sở.

**Thứ ba**, cơ chế giao dịch, thanh toán bù trừ cơ bản phù hợp, đáp ứng được nhu cầu thực tế của thị trường, hệ thống hạ tầng kỹ thuật phục vụ cho hoạt động giao dịch, bù trừ và thanh toán vận hành ổn định, chính xác, thông suốt, không để xảy ra lỗi giao dịch hoặc trường hợp mất khả năng thanh toán. Việc kết nối giữa hệ thống giao dịch của SGDCK Hà Nội với hệ thống thanh toán, bù trừ chứng khoán phát sinh của Trung tâm lưu ký chứng khoán và Ngân hàng thanh toán Vietinbank cũng như các thành viên giao dịch, thành viên bù trừ được thực hiện nhịp nhàng, chặt chẽ, theo đúng cam kết giữa các bên.

**Thứ tư**, công tác tổ chức, quản lý và giám sát thị trường đã được triển khai khá chặt chẽ và đều tay trên cơ sở phối hợp giữa Bộ Tài chính (UBCKNN), SGDCK và Trung tâm lưu ký chứng khoán và các thành viên thị trường, góp phần kịp thời đưa ra các biện pháp quản lý phù hợp, giúp bình ổn thị trường. Cụ thể năm 2018 trong điều kiện thị trường biến động mạnh UBCKNN đã chấp thuận cho

Trung tâm lưu ký chứng khoán nâng tỷ lệ ký quỹ thành viên ban đầu đối với HĐTL chỉ số VN30 từ mức 10% lên mức 13% (tăng 30%) theo thẩm quyền, phù hợp với biên độ dao động giá tăng mạnh so với thời điểm ban đầu mở cửa thị trường. Việc nâng tỷ lệ ký quỹ ban đầu đã nâng cao khả năng phòng ngừa và xử lý rủi ro mất khả năng thanh toán của NĐT và thành viên bù trừ, góp phần sàng lọc các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Thực tế áp dụng từ ngày 18/7/2018 đến nay cho thấy việc nâng tỷ lệ ký quỹ có tác dụng tích cực, đảm bảo an toàn trong hoạt động của TTCK phái sinh khi có những biến động mạnh. Bên cạnh đó, để hạn chế tác động giữa chỉ số VN30 và HĐTL chỉ số VN30 tại thời điểm đáo hạn, UBCKNN đã chỉ đạo SGDCK Hà Nội và Trung tâm lưu ký chứng khoán điều chỉnh cách tính giá thanh toán cuối cùng đối với HĐTL chỉ số VN30 và chính thức áp dụng kể từ ngày 01/6/2022. Qua so sánh biến động của chỉ số VN30 đóng cửa ngày đáo hạn với giá trị chỉ số đóng cửa bình quân tuần đáo hạn (giai đoạn tháng 6-8/2022) cho thấy mức độ biến động có xu hướng giảm dần.

Ngoài ra, sự phối hợp chặt chẽ của các cơ quan quản lý và thành viên thị trường cũng góp phần phát hiện các dấu hiệu vi phạm và xử lý kịp thời, qua đó đảm bảo cho hệ thống TTCKPS vận hành liên tục.

#### 4.2.2.2. Những vấn đề còn hạn chế

Trong quá trình quản lý vận hành, sản phẩm HĐTL cũng đã bộc lộ một số tồn tại, hạn chế cần tiếp tục nghiên cứu để hoàn thiện.

**Thứ nhất**, hàng hóa còn chưa đa dạng (hiện có 03 sản phẩm nhưng mới chỉ có 01 sản phẩm có thanh khoản tốt là HĐTL chỉ số VN30, cả 02 sản phẩm HĐTL TPCP đều có rất ít giao dịch). Việc tập trung giao dịch vào một loại hàng hóa đã dẫn đến có những thời điểm thị trường biến động quá mức so với diễn biến của thị trường cơ sở đặc biệt trong những phiên đáo hạn, dấy lên mối lo ngại về việc sử dụng chỉ số cơ sở trong ngày đáo hạn để tác động vào sản phẩm phái sinh để kiếm lợi. Điều này đặt ra đòi hỏi đối với Bộ Tài chính (UBCKNN) cần nhanh chóng đa dạng hóa danh mục sản phẩm để phù hợp với thông lệ quốc tế và đáp ứng nhu cầu của các NĐT khác nhau.



**Thứ hai,** NĐT cá nhân chiếm đa số trên thị trường với cơ cấu tài khoản chiếm đến 99,9% tổng số tài khoản, trong đó nhà đầu tư cá nhân trong nước chiếm 99,78% và trên 72% tỷ trọng giao dịch (tính đến hết ngày 10/8/2022), cho thấy thị trường chưa thể hiện được yếu tố phát triển bền vững. NĐT cá nhân là chủ yếu và mục đích giao dịch đầu cơ là chính trong khi TTCK phái sinh là thị trường công cụ tài chính bậc cao thường dành cho các NĐT tổ chức, NĐT chuyên nghiệp và hướng đến mục tiêu cốt lõi là phòng ngừa rủi ro cho biến động của thị trường cơ sở. Mặc dù, sự tham gia của NĐT cá nhân là nhân tố quan trọng giúp TTCKPS Việt Nam tăng trưởng nhanh trong thời gian qua nhưng cũng là nhân tố gia tăng rủi ro, khiến thị trường dễ biến động, thiếu bền vững.

**Thứ ba,** tài sản cơ sở của sản phẩm thu hút được thanh khoản là HĐTL chỉ số VN30 đã bộc lộ một số hạn chế. Chỉ số VN30 là chỉ số thị trường được thiết kế để đo lường mức biến động giá của 30 công ty hàng đầu về vốn hóa thị trường và thanh khoản trên SGDCK TP. HCM. Trong thời gian qua, đã có thời điểm xuất hiện những biến động bất thường đối với chỉ số VN30 do diễn biến giá của một vài cổ phiếu trong rổ chỉ số. Vấn đề mức độ tác động của nhóm các cổ phiếu có tỷ trọng lớn đối với chỉ số và các sản phẩm phái sinh chỉ số là khá phổ biến tại nhiều thị trường mới nổi và phát triển khác như Thái Lan, Philippines, Hàn Quốc, Singapore. Tuy nhiên, thực tế cho thấy quy trình lọc rổ VN30 cũng có một số hạn chế, cụ thể như điều kiện tỷ lệ chuyển nhượng tự do để vào rổ VN30 và điều kiện tỷ suất quay vòng là tương đối thấp so với kinh nghiệm quốc tế, không sử dụng giá trị vốn hóa có điều chỉnh tỷ lệ tự do chuyển nhượng để sắp xếp sàng lọc tại bước nhật rổ.

**Thứ tư,** mặc dù quy định pháp lý cho HĐTL đã tương đối đầy đủ tuy nhiên hiện tại chưa có quy định cụ thể về các giao dịch liên thị trường cũng như các giao dịch bất thường trong ngày trong các quy định pháp luật về các hành vi giao dịch bị cấm trên TTCK phái sinh, chưa có quy định về việc quản lý các loại hình giao dịch trên TTCK phái sinh theo tài khoản của NĐT để tăng cường khả năng giám sát trên thị trường.

#### ***4.1.2. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam***

Có thể thấy, việc phát triển TTCK phái sinh nói chung hay HĐTL nói riêng tại Việt Nam là một yêu cầu khách quan trong quá trình phát triển kinh tế xã hội. Kinh nghiệm từ các nước trên thế giới cho thấy: việc phát triển TTCK phái sinh rất quan trọng trong tổng thể quá trình hoàn thiện hệ thống tài chính một quốc gia. Các quốc gia đều tranh thủ thời gian, sớm phát triển TTCK phái sinh trong quá trình phát triển kinh tế.

Trong bối cảnh của Việt Nam, TTCK phái sinh cần được đẩy mạnh phát triển. Hiện nay TTCK phái sinh tập trung đã xuất hiện và sản phẩm đầu tiên được công bố là HĐTL. Tuy nhiên các giao dịch HĐTL trên TTCK phái sinh còn ở mức thấp, hàng hóa trên thị trường chưa đa dạng và mới dừng lại hai sản phẩm HĐTL chỉ số VN30 và HĐTL trái phiếu chính phủ. Theo UBCKNN, để TTCK phái sinh Việt Nam thực sự phát triển thì quá trình phát triển TTCK phái sinh cần theo một số định hướng như sau:

*Thứ nhất*, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa sản phẩm chứng khoán phái sinh trong nền kinh tế. Đây là việc đầu tiên cần phải thực hiện để phát triển chứng khoán phái sinh tại Việt Nam. Khi các sản phẩm phái sinh đa dạng thì sẽ thu hút các NĐT vào tham gia hoạt động

*Thứ hai*, phải phát triển hài hòa TTCK phái sinh tập trung và TTCK phái sinh phi tập trung (OTC). Trong đó, trong ngắn hạn chú trọng phát triển thị trường OTC, trong trung dài hạn tập trung phát triển TTCK phái sinh tập trung. Đảm bảo TTCK phái sinh tập trung được chuẩn hóa, gia tăng tính an toàn cho NĐT.

*Thứ ba*, phát triển TTCK phái sinh gắn chặt với việc phát triển TTCK. Bên cạnh đó, việc đầu tư phát triển TTCK phái sinh tập trung phải gắn chặt với sự phát triển của khoa học công nghệ. Tập trung đầu tư, áp dụng các công nghệ tiên tiến giúp TTCK phái sinh Việt Nam đẩy nhanh được thời gian phát triển.

*Thứ tư*, mở rộng các thành viên tham gia thị trường. Trong đó, chuyên nghiệp hóa và chuyên môn hóa hệ thống quản lý của nhà nước, của các công ty môi giới, DN kiến tạo thị trường cũng như của các NĐT.

## **4.2. Một số đề xuất, khuyến nghị trong đầu tư hợp đồng tương lai trên thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam**

### **4.2.1. Một số đề xuất đối với nhà đầu tư cá nhân nhằm giảm thiểu rủi ro khi đầu tư hợp đồng tương lai**

*(1) Xây dựng hệ thống thông tin, dự báo biến động tỷ giá USD/VND và giá chỉ số VN30*

Từ kết quả từ việc nghiên cứu rủi ro về giá của HĐTL chỉ số VN30 của luận án, từ đó đưa ra quyết định về sự ảnh hưởng của các yếu tố như tỷ giá hối đoái và giá của chỉ số VN30.

Với đặc điểm NĐT cá nhân tại Việt Nam chia thành ba nhóm: NĐT phòng vệ rủi ro, nhà đầu cơ rủi ro, và NĐT chênh lệch giá. Trong đó, hai thành phần NĐT phòng vệ rủi ro và nhà đầu cơ rủi ro chiếm phần lớn trên TTCK phái sinh. Ở Việt Nam, tỷ trọng NĐT ngắn hạn tương đối cao, lại bị ảnh hưởng bởi tâm lý đám đông nên đôi khi thị trường có những biến động mạnh sẽ bị ảnh hưởng trầm trọng. Do đó, để tránh được những rủi ro gặp phải, NĐT khi tham gia giao dịch trên TTCK phái sinh phải xây dựng hệ thống thông tin, dự báo biến động tỷ giá hối đoái và giá chỉ số VN30 để có thể giảm thiểu rủi ro cho chính hoạt động đầu tư của mình.

Theo nghiên cứu của Võ Thị Thuỷ Tiên (2018) phát hiện mối quan hệ cùng chiều trong dài hạn giữa tăng trưởng, lạm phát và dự trữ ngoại hối đến tỷ giá hối đoái; cùng mối quan hệ ngược chiều giữa chênh lệch lãi suất và cung tiền với tỷ giá. Tuy nhiên trong ngắn hạn, lạm phát lại không phải là yếu tố xác định quan trọng của tỷ giá.

Các yếu tố ảnh hưởng tới giá chỉ số VN30 có thể kể đến như mức cung tiền, tỷ lệ lạm phát (Trần Thị Mộng Tuyết và cộng sự, 2016), lãi suất, tình hình xuất khẩu, chỉ số chứng khoán Dow Jones (Nguyễn Trung Thực, 2021) ... đến giá chỉ số VN30.

Đối với nhóm NĐT đầu cơ và NĐT chênh lệch giá, sự ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô kể trên sẽ là yếu tố quan tâm hàng đầu, do mục tiêu chính của họ là sự chênh lệch và thay đổi của giá HĐTL chỉ số VN30. Dựa trên những thông tin vĩ mô trên, NĐT có những lưu ý khi đưa ra quyết định đầu tư.

*(2) Nhà đầu tư cá nhân phải xác định được năng lực chấp nhận rủi ro của bản thân*

Có thể nói, đây là bước đầu tiên quan trọng nhất của quá trình đầu tư. NĐT cá nhân xác định được năng lực chấp nhận rủi ro của mình sẽ đánh giá được giới hạn chịu lỗ của mình, trên cơ sở đó có thể hạn chế được các quyết định sai lầm khi đầu tư. Ngoài ra có thể hiểu việc xác định năng lực chấp nhận rủi ro sẽ giảm thiểu được các hành động sai lệch trong đầu tư đang phổ biến tại Việt Nam hiện nay là tự tin thái quá và sợ hãi.

Dựa trên nghiên cứu về năng lực chấp nhận rủi ro, NĐT cá nhân xác định được mình ở trong nhóm NĐT có những đặc điểm như giới tính, tuổi tác, trình độ học vấn, tình trạng hôn nhân, thu nhập cá nhân được xác định. Từ đó, cá nhân NĐT đánh giá năng lực chấp nhận rủi ro của bản thân. Mỗi cá nhân có thể lập được bảng so sánh những nội dung liên quan theo từng thời kì, khi tuổi tác, thu nhập, tình trạng hôn nhân của họ thay đổi theo thời gian, và đặc điểm giới tính thể hiện rõ.

Như trong nghiên cứu cho thấy, nam giới có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn nữ giới, nhưng nam giới lớn tuổi năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn nam giới còn trẻ, nữ giới lớn tuổi cũng có năng lực chấp nhận rủi ro lớn hơn nữ giới ít tuổi. Những gia đình có bố hoặc mẹ đơn thân/ đã ly dị lại có năng lực chấp nhận rủi ro cao hơn những gia đình thông thường. Tất cả những yếu tố này đều không thể thay đổi được do đó mỗi cá nhân NĐT liệt kê và vạch rõ trong những giai đoạn của cuộc đời tương ứng với hoàn cảnh gia đình, độ tuổi và giới tính của bản thân.

Dựa trên kết quả nghiên cứu cho thấy, trình độ học vấn có tác động ngược chiều đến năng lực chấp nhận rủi ro, chính vì thế NĐT phải có lộ trình học tập và bồi dưỡng kiến thức về TTCK phái sinh, về HĐTL để có hành trang kiến thức vững chắc khi tham gia đầu tư. Quan trọng nhất là NĐT phải nhận thức được rủi ro của công cụ HĐTL để từ đó có những lựa chọn phù hợp khi tham gia đầu tư. Ngoài ra, các NĐT cần phải có các hiểu biết về kinh tế vi mô, kinh tế vĩ mô và tài chính doanh nghiệp, hiểu và đánh giá được hoạt động kinh doanh của công ty. Tuy nhiên điều này có thể sẽ dễ dàng với các NĐT được đào tạo chuyên môn kinh tế, mà không hề đơn giản với các NĐT được đào tạo với các chuyên ngành khác.

Hơn nữa, việc phát triển kiến thức cá nhân cũng giúp cho NĐT có thể kiếm thêm nhiều thu nhập từ những nguồn khác nhau dựa trên sự hiểu biết của mình. Khi có thu nhập cao hơn, dòng tiền của NĐT sẽ được quản lý thông minh hơn. Và điều này cũng hoàn toàn phù hợp với kết quả nghiên cứu thu nhập của NĐT tỉ lệ thuận với năng lực chấp nhận rủi ro. Thêm vào đó, NĐT cần sáng suốt lựa chọn những công ty chứng khoán và cán bộ môi giới chân chính, tránh vì lợi nhuận mà không quan tâm tới rủi ro.

#### ***4.2.2. Một số đề xuất nhằm kiểm soát hành vi thao túng trên thị trường chứng khoán***

##### ***4.2.2.1. Tăng cường công tác giám sát thị trường chứng khoán phái sinh, đặc biệt là giám sát liên thị trường***

Để đảm bảo cho sự phát triển ổn định của thị trường, công tác giám sát trên TTCK phái sinh, đặc biệt là công tác giám sát liên thị trường giữa TTCK cơ sở và TTCK phái sinh sẽ được Bộ Tài chính tiếp tục tập trung chỉ đạo trong thời gian đến nhằm phát hiện sớm dấu hiệu bất thường và vi phạm để kịp thời có giải pháp can thiệp. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính cũng chỉ đạo UBCKNN tiếp tục tăng cường giám sát việc công bố thông tin các tài khoản có vị thế lớn trên cả TTCK cơ sở và TTCK phái sinh để nâng cao tính minh bạch cho TTCK phái sinh.

Ngoài ra, Bộ Tài chính sẽ chỉ đạo UBCKNN nghiên cứu các giải pháp quản lý theo loại hình giao dịch trên TTCK phái sinh như kinh nghiệm tại thị trường Hàn Quốc, bao gồm các nghiệp vụ giao dịch phòng ngừa rủi ro, giao dịch chênh lệch giá, giao dịch đầu cơ.... Theo đó, để đảm bảo công bằng với các NĐT cá nhân tham gia giao dịch chứng khoán phái sinh và đảm bảo giám sát trong công tác hậu kiểm, các NĐT trước khi giao dịch cần đăng ký thực hiện các nghiệp vụ giao dịch, mỗi loại tài khoản sẽ có chính sách quản lý về việc thực hiện giao dịch, cơ chế thuế, phí khác nhau.

Đối với hoạt động giám sát giao dịch, nhất là đối với các hiện tượng lợi dụng TTCK phái sinh để trục lợi hoặc thực hiện các hành vi với mục đích khác như rửa tiền, chuyển tiền..., Bộ Tài chính tiếp tục phối hợp với các cơ quan chức năng (Cơ

quan Thanh tra, Giám sát Ngân hàng Nhà nước và Cơ quan công an) tiến hành thanh tra, kiểm tra để làm rõ có hay không việc thực hiện giao dịch sản phẩm HĐTL TPCP, HĐTL chỉ số VN30 nhằm mục đích rửa tiền, chuyển tiền bất hợp pháp ra nước ngoài.

#### *4.2.2.2. Tổ chức học tập nâng cao nhận thức và năng lực tài chính của chủ thể tham gia thị trường chứng khoán phái sinh*

Việc phổ biến các kiến thức liên quan đến TTCK phái sinh là cơ sở để phát triển thị trường và cũng là tiền đề để các chủ thể tham gia thị trường có khả năng đạt được các lợi ích tối đa trong việc chuyển đổi rủi ro hoặc gia tăng lợi nhuận. Để thực hiện được điều này, đầu tiên, các cơ quan chức năng cần tuyên truyền rộng rãi về xu thế xuất hiện tất yếu của TTCK phái sinh trên các phương tiện thông tin đại chúng và đặc biệt là trên website chính thức của Bộ Tài chính và UBCKNN. Ngoài ra, Chính phủ có thể xây dựng trung tâm thông tin chuyên biệt được trang bị đủ điều kiện nghiên cứu, dự báo các chỉ số kinh tế, lượng cung lượng cầu, sự biến đổi về giá và phản ứng của thị trường, giúp các NĐT có nguồn thông tin kịp thời, tin cậy, đầy đủ.

Trong thời gian qua, UBCKNN đã kết hợp với một số công ty chứng khoán lớn trong nền kinh tế mở các cuộc hội thảo về chứng khoán phái sinh với các nội dung cơ bản như tổng quan về thị trường, các sản phẩm giao dịch chủ yếu trên SGD như HĐTL chỉ số cổ phiếu, hợp đồng quyền chọn tỷ giá,... Các cuộc hội thảo có ý nghĩa tích cực trong việc tuyên truyền về chủ trương, định hướng của các cơ quan quản lý đến các NĐT. Tuy nhiên, trong thời gian đến, các hoạt động này cần được thúc đẩy với quy mô và tần suất cao hơn nữa.

Việc phát triển TTCK phái sinh đòi hỏi đội ngũ chuyên gia có kiến thức chuyên sâu, giàu kinh nghiệm và luôn có tính kế thừa. Do đó, việc đưa chứng khoán phái sinh vào giảng dạy trong hệ thống giáo dục đại học và sau đại học sẽ giúp cho thị trường luôn có đội ngũ kế cận. Ngoài ra, việc đào tạo có thể kết hợp với giao lưu hợp tác quốc tế, học hỏi và phát triển việc xây dựng các chính sách phát triển và quản lý thị trường các sản phẩm phái sinh. Bên cạnh đó, việc đề cao và bồi dưỡng đạo đức nghề nghiệp cho hoạt động môi giới CKPS cũng là yêu cầu thiết yếu.

Công tác xây dựng đội ngũ cán bộ cần được chú trọng trên hai mảng: (i) trang bị kiến thức về chứng khoán phái sinh, đặc biệt là đội ngũ cán bộ cho các bộ phận: hệ thống giao dịch, công nghệ thông tin, niêm yết, giám sát giao dịch và các bộ phận liên quan khác và (ii) thực nghiệm các hoạt động vận hành thị trường trước khi đưa sản phẩm CKPS mới vào giao dịch chính thức. Trong đó, mảng kiến thức về CKPS bao gồm:

- Kiến thức cơ bản về sản phẩm CKPS và TTCK phái sinh: các loại sản phẩm CKPS và mô hình vận hành thị trường.

- Kiến thức chuyên sâu về chứng khoán phái sinh để đào tạo đội ngũ cán bộ trực tiếp vận hành thị trường chứng khoán phái sinh: xây dựng hệ thống văn bản pháp lý, quy định do Sở Giao dịch ban hành về chứng khoán phái sinh, thiết kế sản phẩm mới, hoàn thiện hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát, công bố thông tin, quản lý rủi ro...

Khi có kiến thức chuyên sâu về chứng khoán phái sinh, đội ngũ cán bộ nòng cốt sẽ tiến hành thực nghiệm và trong quá trình đó hoàn thiện các yếu điểm và thiếu sót.

Để thực hiện công tác đào tạo nói trên, các cơ quan quản lý nhà nước cần có sự phối hợp trong các hoạt động sau:

- Tổ chức các khóa học ngắn hạn, mời chuyên gia trong và ngoài nước đào tạo hoặc tổ chức những cuộc hội thảo trong nội bộ để trang bị những kiến thức cơ bản về TTCK phái sinh cho chuyên viên các bộ phận;

- Thành lập tổ nghiên cứu chuyên sâu về chứng khoán phái sinh, kết hợp các khóa đào tạo trong và ngoài nước, cử các đoàn khảo sát tại các Sở giao dịch chứng khoán phái sinh quốc tế nhằm học hỏi kinh nghiệm và kiến thức thực tế về việc tổ chức và vận hành thị trường.

Bên cạnh đó, TTCK phái sinh tiềm ẩn rất nhiều rủi ro và phức tạp, do đó, các thành viên thị trường khi tham gia thị trường cần được trang bị những kiến thức cần thiết về thị trường mới này. Giáo dục công chúng đầu tư góp phần giúp thị trường phát triển vững mạnh và bảo vệ lợi ích cho thành viên thị trường. Việc đào tạo và tập huấn thành viên thị trường có thể được thực hiện thông qua các hình thức:

+ Xây dựng chương trình đào tạo nghiệp vụ về chứng khoán phái sinh: phối hợp với trung tâm nghiên cứu và đào tạo chứng khoán xây dựng nội dung đào tạo, cấp chứng chỉ chính quy cho các khóa học;

+ Tổ chức hội thảo và tập huấn cho thành viên thị trường nhằm giới thiệu sản phẩm chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh. Nội dung chi tiết về những buổi hội thảo được đăng chi tiết trên trang mạng chính thức của cơ quan quản lý;

+ Công bố thông tin về đặc điểm sản phẩm và các quy định liên quan đến CKPS;

+ Giới thiệu về chứng khoán phái sinh cho công chúng đầu tư thông qua phương tiện truyền thông như báo chí, truyền hình;

+ Phối hợp với công ty chứng khoán tổ chức hội thảo và các hoạt động tuyên truyền, tiếp cận, hướng dẫn thành viên thị trường cách thức tham gia giao dịch chứng khoán phái sinh và những quy định pháp lý liên quan.

#### *4.2.2.3. Giảm thiểu rủi ro thông qua công ty chứng khoán*

Nhằm giúp TTCK phái sinh phát triển bền vững và trở thành kênh đầu tư hấp dẫn, những chính sách hỗ trợ của Công ty chứng khoán với mục đích hỗ trợ NĐT trong đầu tư sẽ hướng đến việc giảm thiểu rủi ro cho NĐT cá nhân thông qua các hoạt động tư vấn và giảng dạy, vừa có thể gia tăng số lượng tài khoản đầu tư vào TTCK phái sinh.

##### *- Đảm bảo tính công bằng đối với hoạt động đầu tư*

Trong quá trình hoạt động của mình, công ty chứng khoán với đội ngũ nhân viên môi giới là những chủ thể tiếp xúc trực tiếp với khách hàng, Do đó, để đảm bảo NĐT cá nhân được bảo vệ thì những quy định, chuẩn mực áp dụng đối với các công ty chứng khoán phải được đặt ra :

+ Đảm bảo kỹ năng, trình độ của nhân viên môi giới luôn được kiểm tra, cập nhật thông tin và công nghệ trong suốt quá trình hoạt động

+ Đảm bảo sự tuân thủ của các nhân viên môi giới đối với các chuẩn mực đạo đức kinh doanh như thực hiện lệnh, sử dụng và công bố thông tin, quản lý tài khoản. Trong quá trình giao dịch cấm giao dịch sai tài khoản hoặc các giao dịch không phù hợp như giao dịch trái phép hoặc giao dịch trước khách hàng.



+ Chú trọng đến hoạt động kiểm soát nội bộ, thủ tục điều tra và công tác giải quyết khiếu nại của NĐT.

*- Thiết lập cảnh báo rủi ro về thị trường khi có dấu hiệu bất lợi với NĐT cá nhân*

Một công ty chứng khoán có hoạt động tương tác với các NĐT cá nhân khi họ thường xuyên tổ chức các chương trình đào tạo trực tiếp và trực tuyến. Họ có thể tiến hành thực hiện các khảo sát về các vấn đề liên quan tới quá trình đăng nhập phần mềm, ngoài những câu hỏi thông thường về việc đánh giá chất lượng dịch vụ thì có thể cập nhật các câu hỏi để đánh giá năng lực chấp nhận rủi ro của NĐT cá nhân. Điều này tạo ra khối lượng NĐT lâu dài và bền vững tránh tình trạng đầu tư “lướt” khiến tâm lý đám đông của NĐT cá nhân ảnh hưởng đến quá trình hoạt động của toàn TTCK phái sinh.

*- Đảm bảo nhân viên môi giới có chứng chỉ hành nghề, tuân thủ đạo đức nghề nghiệp*

Trên thế giới đã từng chứng kiến những vụ đổ vỡ thị trường do những hành vi giao dịch lừa đảo của nhân viên môi giới chứng khoán như trường hợp Nik Leeson của Ngân hàng Barings, Jerome Kerviel-nhân viên Ngân hàng Société Générale (Pháp) cũng gây chấn động toàn cầu khi làm thiệt hại đến 4,9 tỷ euro (7,2 tỷ USD) hay Kweku Adoboli nhân viên bộ phận giao dịch chứng khoán tổng hợp toàn cầu của Chi nhánh Ngân hàng Union Bank of Switzerland (UBS) tại London đã gây thiệt hại cho ngân hàng UBS đến 2,3 tỷ USD.

Tại Việt Nam, đa số các công ty chứng khoán lớn nhỏ hiện nay đều sử dụng các nhân viên quản lý tài khoản của khách hàng, điều này là rất hợp lý và phù hợp với thông lệ quốc tế. Nhân viên quản lý tài khoản là người làm việc trong công ty chứng khoán, được chỉ định hay được khách hàng lựa chọn để chăm sóc các tài khoản giao dịch của khách hàng. Công việc bao gồm tư vấn thông tin, đặt lệnh theo yêu cầu của khách và các dịch vụ khác. Tuy nhiên cũng chính cách làm này đã làm nảy sinh rất nhiều vấn đề nếu như nhân viên quản lý tài khoản không đủ trình độ, không được cấp phép và quan trọng nhất là không giữ được đạo đức nghề nghiệp của mình.

Để hạn chế những rủi ro này, trong khâu tuyển chọn nhân viên môi giới CKPS, đòi hỏi phải có đầy đủ bằng cấp liên quan và chứng chỉ hành nghề chứng khoán phái sinh được UBCKNN cấp. Trong quy trình đánh giá nhân viên, cần đảm bảo nhân viên bộ phận môi giới tiếp xúc trực tiếp với khách hàng được xem xét nghiêm ngặt trong quá trình nộp hồ sơ hoặc thăng tiến, đảm bảo họ không có vấn đề tài chính cá nhân nào. Ngoài ra, cần đảm bảo rằng càng có nhiều giao dịch được thực hiện trực tuyến, đưa ra các chính sách yêu cầu cán bộ giao dịch phải xử lý các giao dịch đúng giờ, bộ phận quản trị rủi ro có quyền kiểm tra thường xuyên với các giao dịch đã được xử lý bởi nhân viên môi giới.

*- Các công ty chứng khoán cần xây dựng và phát triển các bộ phận phân tích đầu tư và môi giới*

Tuy nhu cầu của NĐT đa dạng nhưng với mục tiêu phát triển dài hạn của thị trường và hiệu quả đầu tư của NĐT, các công ty chứng khoán phải có định hướng về các phương pháp đầu tư tương ứng dựa trên các hệ thống báo cáo phân tích yếu tố vĩ mô tác động lên đầu tư và yếu tố tác động tới năng lực chấp nhận rủi ro để định hình phương pháp đầu tư đúng đắn.

Ngoài ra các nhân viên môi giới cần thiết phải lập các tiêu chuẩn về tư vấn NĐT. Việc làm này phức tạp và khó khăn này được thực hiện nhằm đảm bảo tư vấn tới đúng đối tượng NĐT và truyền đạt kỹ lưỡng cơ sở khuyến nghị và phương pháp tư duy đầu tư sẽ giúp các công ty chứng khoán tránh được những tranh chấp với những NĐT trong tương lai.

### **4.2.3. Một số kiến nghị để thực hiện các giải pháp, đề xuất**

#### **4.2.3.1. Phát triển thị trường chứng khoán cơ sở**

Để hỗ trợ NĐT cá nhân trong đầu tư HĐTL, trước hết cần phải quản lý và xây dựng TTCK cơ sở vững mạnh. Tính thanh khoản và chất lượng của TTCK cơ sở sẽ quyết định đến tính thanh khoản và niềm tin NĐT trên TTCK phái sinh. Nếu TTCK cơ sở hoạt động tốt, tính thanh khoản cao sẽ thu hút được sự quan tâm của NĐT đối với sản phẩm chứng khoán phái sinh và giảm thiểu việc dùng thị trường cơ sở để thao túng giá, lũng đoạn TTCK phái sinh. Để làm được điều đó, các cơ quan quản lý có thể thực hiện những điều sau:

- Nâng cao chất lượng cổ phiếu niêm yết: phát triển hệ thống phân ngành cổ phiếu, nâng cao chất lượng công ty niêm yết thông qua việc xây dựng cảm nang quản trị công ty và khuyến khích doanh nghiệp niêm yết áp dụng. Từ đó dần dần nâng cao tiêu chuẩn của các cổ phiếu niêm yết.

- Đảm bảo tính minh bạch của TTCK cơ sở: đưa ra quy định cụ thể về nghĩa vụ công bố thông tin và chất lượng thông tin công bố của doanh nghiệp và công ty chứng khoán thành viên, tăng cường công tác giám sát qua hệ thống giám sát của Sở và định kỳ thực hiện giám sát tại chỗ.

- Đẩy mạnh việc thu hút NĐT trong và ngoài nước: bên cạnh việc tăng cường về số lượng NĐT trên thị trường, SGDCK cần tiến hành giáo dục và nâng cao kiến thức cho công chúng đầu tư, tránh việc đầu tư theo số đông gây biến động tiêu cực cho thị trường. Xác định tỷ lệ nắm giữ của NĐT nước ngoài hợp lý.

#### *4.2.3.2. Nâng cấp hệ thống giao dịch trực tuyến*

##### *(1) Đối với các công ty chứng khoán*

Vào thời điểm cuối tháng 1/2018, hệ thống giao dịch chứng khoán phái sinh của một trong những công ty chứng khoán lớn nhất trên TTCK Việt Nam là công ty cổ phần Chứng khoán SSI gặp sự cố, kết nối không ổn định, dẫn đến nhiều NĐT không thể thực hiện được các lệnh mua bán, thậm chí thông tin về tài khoản, số dư tài khoản hay hợp đồng giao dịch đều không hiển thị. Một số NĐT chịu thiệt hại nặng do không đặt lệnh kịp thời so với diễn biến của thị trường. Cũng trong tháng 1/2018, hệ thống giao dịch trực tuyến của SGDCK TP.HCM cũng gặp lỗi hệ thống và phải tạm ngừng giao dịch toàn thị trường trong hai ngày 22 và 23/1. Vào ngày 25/6/2018, do lỗi hệ thống giao dịch phái sinh, NĐT tại CTCP Chứng khoán TP.HCM không đóng được vị thế HĐTL để chốt lãi/lỗ của tài khoản trong ngày. Như vậy, có thể nói chỉ một sự cố nhỏ trong hệ thống giao dịch trực tuyến cũng có thể gây ra thiệt hại hàng tỷ đồng đối với NĐT tham gia TTCK phái sinh.

Để tránh rủi ro hệ thống liên quan đến việc vận hành giao dịch chứng khoán phái sinh, cần phải đảm bảo hệ thống hạ tầng công nghệ hiện đại, ổn định, bao gồm hệ thống công nghệ trên HNX và VSD, cũng như hạ tầng công nghệ của tổ chức tài

chính trung gian như các Công ty chứng khoán trong việc kết nối với hệ thống của HNX, VSD. Do đặc thù TTCK phái sinh có gắn kết diễn biến TTCK cơ sở nên phải đảm bảo hệ thống công nghệ để thực hiện công tác tổ chức giao dịch, thanh toán bù trừ, hỗ trợ công tác giám sát giao dịch, phát hiện dấu hiệu thao túng chéo trên TTCK cơ sở và TTCK phái sinh.

*(2) Đối với cơ quan quản lý Nhà nước*

Để thực hiện hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh cần có hệ thống giao dịch, hệ thống TTBT đạt chuẩn theo quy định quốc tế. Điều này đòi hỏi việc áp dụng tiến bộ khoa học kỹ thuật cao nhằm cung cấp cho NĐT công cụ tốt nhất để thực hiện các hoạt động giao dịch trên thị trường, rút ngắn thời gian xử lý thông tin của hệ thống. Để đạt được điều này cần thực hiện các biện pháp sau:

- Nâng cấp cơ sở hạ tầng kỹ thuật của SGDCCK, CTCK thành viên và ngân hàng ngày càng hiện đại, đạt chuẩn quốc tế, đảm bảo hoạt động TTCK và TTCK phái sinh diễn ra liên tục, xuyên suốt, không bị ngắt quãng là yêu cầu cấp thiết trong thời gian đến.. Ngoài ra, để đảm bảo quyền lợi của các NĐT đòi hỏi hệ thống công bố và phân phối thông tin phải tự động hóa và có tính bảo mật cao. Đồng thời hệ thống giám sát trực tuyến có khả năng giám sát liên thị trường, quản lý thành viên, phát hiện và tự động ngăn chặn những giao dịch bất thường và có cường độ bất thường, giám sát theo thời gian thực với các múi giờ, hệ thống an ninh mạng tân tiến góp phần nâng cao cạnh tranh công bằng, giảm thiểu rủi ro và phát hiện tối đa sai sót gian lận.

- Hệ thống giao dịch phải được thiết kế đa dạng về hình thức giao dịch và phương thức giao dịch. Đặc biệt, cần lưu ý hoạt động thanh toán bù trừ trong giao dịch. Bất kì vấn đề xảy ra trong khâu thanh toán bù trừ đều có thể dẫn đến hậu quả nghiêm trọng, gây bất ổn thị trường, thậm chí kéo theo sụp đổ thị trường như tiền lệ với ba SGDCCK phái sinh HongKong, Moscow và Thượng Hải. Chính vì vậy, hoàn thiện hệ thống thanh toán bù trừ theo cơ chế thanh toán bù trừ trung tâm cũng là một cấp thiết, phải xây dựng tuân theo qui trình quản trị rủi ro, minh bạch và luôn chịu giám sát.

*4.2.3.3. Tháo gỡ vướng mắc về mặt pháp lý để tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại tham gia cung cấp nghiệp vụ bù trừ, thanh toán chi phí phái sinh*

Theo pháp luật chứng khoán (Nghị định 158/2021/NĐ-CP ngày 31/12/2020 về CKPS và TTCK phái sinh), NHTM và chi nhánh ngân hàng nước ngoài cần phải có “*văn bản chấp thuận của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam về việc NHTM, chi nhánh ngân hàng nước ngoài cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán theo quy định của pháp luật về các tổ chức tín dụng*” mới đủ điều kiện được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS. Tuy nhiên pháp luật Ngân hàng (Thông tư số 28/2021/TT-NHNN ngày 31/12/2021) quy định: “*NHTM, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được thực hiện hoạt động cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán theo quy định tại điểm a khoản 4 Điều 56 Luật Chứng khoán...*” cần phải được “*UBCKNN cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán và được Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam chấp thuận trở thành thành viên bù trừ*”;

Như vậy, các ngân hàng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài sẽ không thể đủ điều kiện, hồ sơ cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán nếu thực hiện theo các quy định nêu trên. Ngoài ra, sự tham gia của ngân hàng thương mại còn gặp khó khăn do hiện nay Ngân hàng nhà nước chưa có hướng dẫn về chế độ hạch toán kế toán đối với sản phẩm này. Do đó, hiện nay Bộ Tài chính đang tích cực làm việc với Ngân hàng nhà nước để tháo gỡ các khó khăn vướng mắc trong pháp luật ngân hàng cũng như pháp luật chứng khoán nhằm tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại tham gia cung cấp nghiệp vụ liên quan đến hoạt động bù trừ, thanh toán trên TTCK phái sinh, góp phần thúc đẩy tham gia của các NHTM- định chế quan trọng trên thị trường vốn.

*4.2.3.4. Đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường*

*(1) Tiếp tục xây dựng và triển khai các loại sản phẩm trên TTCK phái sinh*

Bộ Tài chính đã chỉ đạo UBCKNN sớm triển khai HĐTL chỉ số khác ngoài VN30, phù hợp với Lộ trình phát triển các sản phẩm trên thị trường chứng khoán

đến năm 2025 đã báo cáo Thủ tướng Chính phủ. Việc phát triển các sản phẩm CKPS sẽ theo lộ trình từ đơn giản đến phức tạp, đảm bảo khả năng quản lý, giám sát các rủi ro trên thị trường theo thứ tự dự kiến bao gồm: HĐTL TPCP; HĐTL chỉ số cổ phiếu; Hợp đồng quyền chọn chỉ số cổ phiếu; HĐTL/Hợp đồng quyền chọn cổ phiếu đơn lẻ, hợp đồng quyền chọn trên HĐTL, phát triển các sản phẩm phái sinh hàng hóa, phái sinh tiền tệ (khi được phép).

Trên cơ sở đó, UBCKNN đã giao SGDCK Việt Nam là đơn vị chủ trì sớm xây dựng và đưa vào triển khai HĐTL chỉ số ngoài VN30 (trước mắt là hợp đồng tương lai chỉ số VN100) và tiếp tục xây dựng các chỉ số chứng khoán mới khác. Đối với HĐTL chỉ số VN100, chỉ số cơ sở là chỉ số vốn hóa bao gồm 100 cổ phiếu, có tính đại diện cao, số lượng cổ phiếu thành phần lớn, có mức tăng trưởng tốt, đã có sẵn (vận hành từ 2014 năm) nên không phải thiết kế, tính toán mới mà yêu cầu nhiều thời gian trong việc xây dựng sản phẩm HĐTL trên chỉ số này. Bộ Tài chính cho rằng việc ra mắt sản phẩm HĐTL chỉ số VN100 sẽ góp phần giảm mức độ tập trung của NĐT vào sản phẩm HĐTL chỉ số VN30 như hiện nay, đồng thời góp phần tạo sự đa dạng hóa sản phẩm. Mặc dù HĐTL chỉ số VN100 và HĐTL chỉ số VN30 có nhiều điểm tương đồng với nhau do tài sản cơ sở đều là các chỉ số vốn hóa quy mô lớn, tuy nhiên có thể tạo ra sự khác biệt giữa HĐTL chỉ số VN30 và HĐTL chỉ số VN100 từ chính đặc tính thiết kế sản phẩm.

### *(2) Hoàn thiện cấu trúc hệ thống chỉ số*

Để đa dạng hóa các sản phẩm cho thị trường, bên cạnh việc triển khai sản phẩm HĐTL TPCP, Bộ Tài chính đã chỉ đạo UBCKNN chỉ đạo SGDCK Việt Nam cải tiến chỉ số VN30 cũng như rà soát lại hệ thống chỉ số chứng khoán, đánh giá các hạn chế và đề xuất các giải pháp cải tiến, nâng cao chất lượng chỉ số chứng khoán.

Phương án cải tiến VN30 sẽ tập trung vào các tiêu chí về quy mô, tính thanh khoản và áp dụng tỷ trọng vốn hóa ngành tối đa, cụ thể như sau:

- Sử dụng tiêu chí giá trị vốn hóa có điều chỉnh tỷ lệ tự do chuyển nhượng thay vì giá trị vốn hóa trong quy trình sàng lọc rổ VN30;

- Sắp xếp cổ phiếu thuộc rổ VNALL theo thứ tự giảm dần về giá trị vốn hóa có điều chỉnh tỷ lệ tự do chuyển nhượng để lựa chọn 100 cổ phiếu có giá trị vốn hóa có điều chỉnh tỷ lệ tự do chuyển nhượng lớn nhất trước khi lọc 30 cổ phiếu theo giá trị giao dịch khớp lệnh lớn nhất để thay thế cho các tiêu chí thanh khoản sử dụng số tuyệt đối như hiện nay;

- Bổ sung tiêu chí “loại trừ các cổ phiếu ra khỏi chỉ số VN30 trong trường hợp Lợi nhuận sau thuế trên Báo cáo tài chính bán niên được soát xét hoặc Báo cáo tài chính năm được kiểm toán gần nhất của công ty là số âm (có tính đến ảnh hưởng của ý kiến ngoại trừ của đơn vị kiểm toán);

- Áp dụng tỷ trọng vốn hóa ngành tối đa ở mức 30% - 35% và tiếp tục theo dõi, điều chỉnh tùy thuộc vào kết quả lọc rổ các kỳ”.

Đồng thời, Bộ Tài chính đã chỉ đạo UBCKNN đánh giá những tồn tại và hạn chế của hệ thống chỉ số chứng khoán hiện có (bên cạnh chỉ số VN30) để xem xét cải tiến, nâng cao chất lượng và hiệu quả hoạt động của các chỉ số chứng khoán. Trên cơ sở đó, UBCKNN cũng đang chỉ đạo SGDCK Việt Nam sớm hoàn thiện dự thảo Quy chế xây dựng và quản lý hệ thống chỉ số chứng khoán trên TTCK trình UBCKNN phê duyệt, ban hành.

#### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 4**

Trong chương này, luận án đã trình bày về bối cảnh hiện tại và định hướng phát triển TTCK phái sinh ở Việt Nam. Trên cơ sở những kết quả nghiên cứu ở chương 3 và những định hướng đó, luận án đưa ra kiến nghị và đề xuất nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư và giảm thiểu rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh.



## KẾT LUẬN

Nhằm mục đích là xây dựng TTCK phái sinh Việt Nam ngày một lớn mạnh và phát triển, nghiên cứu rủi ro đã và đang là một trong những vấn đề mà không những NĐT mà còn cả những nhà lập pháp, hành pháp và các tổ chức tham gia, thực hiện phát triển TTCK phái sinh đều quan tâm.

Luận án “*Nghiên cứu rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam*” đã tiến hành nghiên cứu tổng quan các công trình khoa học trong và ngoài nước liên quan đến đề tài này; lý luận về rủi ro trong đầu tư thông qua phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng, phương pháp định tính, phương pháp định lượng qua việc khảo sát mẫu gồm 448 NĐT HĐTL chỉ số VN30. Luận án đã hoàn thành các nhiệm vụ sau đây:

*Một là*, hệ thống và làm rõ lý luận về rủi ro trong đầu tư HĐTL trên TTCK phái sinh.

*Hai là*, từ số liệu trên TTCK giai đoạn 2017 - 2022, luận án nghiên cứu các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến rủi ro của HĐTL chỉ số VN30 dựa trên mô hình Vector tự động hồi quy VAR.

*Ba là*, thông qua điều tra, khảo sát các NĐT cá nhân bằng phương pháp phân tích định tính và định lượng, luận án phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 mô hình SEM của 412 NĐT cá nhân.

*Bốn là*, luận án đã đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư và giảm thiểu rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam đối với NĐT cá nhân. Ngoài ra, luận án đã phân tích rõ những khuyến nghị đối với Nhà nước, các công ty chứng khoán để các giải pháp đề xuất được thực hiện trong thực tiễn.

Mặc dù có nhiều cố gắng, nhưng do hạn chế về phương pháp nghiên cứu và số liệu thu thập chưa đầy đủ nên luận án vẫn còn nhiều nội dung về rủi ro trong đầu tư

chưa được nghiên cứu và phân tích chi tiết cụ thể luận án mới chỉ nghiên cứu NĐT cá nhân đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam.

Tuy còn những khiếm khuyết nhất định, nhưng hy vọng luận án đã đóng góp một phần cho công tác nghiên cứu rủi ro trong đầu tư HĐTL chỉ số VN30 trên TTCK phái sinh Việt Nam từ đó giúp TTCK phái sinh nói riêng và TTCK nói chung phát triển vững mạnh và phù hợp với sự phát triển của nền kinh tế.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU  
CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. Ngô Thùy Dung, Ngô Thị Ngọc (2020), "Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sinh lợi trong đầu tư chỉ số VN30F1M tại Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế và dự báo* - Số 15 tháng 05/2020.
2. Ngô Thùy Dung (2021), "Kinh nghiệm của Đài Loan về quản lý rủi ro đối với sản phẩm chứng khoán phái sinh và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam", *Tạp chí Công thương* - Số 20 tháng 08/2021.
3. Ngo Thuy Dung (2022), "Solutions to develop derivatives securities market in Viet Nam", *Review of Finance* -Issue 1/ 2022.
4. Ngo Thuy Dung (2023), "Risk management in investing futures contract on the Vietnam's derivatives market", *Review of Finance* – Issue 1/2023

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### I. Tiếng Việt:

1. Trần Thị Xuân Anh (2014), *Tăng cường quản lý rủi ro trong hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần CK ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Học viện ngân hàng, Hà Nội.
2. Võ Hồng Đức và Mai Duy Tân (2014), Ứng dụng mô hình Fama - French 3 yếu tố cho Việt Nam: cách tiếp cận mới về phân chia danh mục đầu tư, *Tạp chí phát triển kinh tế*, số 290, T12/2014, tr.2-20.
3. Trần Huy Hoàng, Trịnh Hữu Mạnh (2017), *Tác động của giá vàng đến thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Phát triển và hội nhập, Số 46 (56) - Tháng 05 - 06/2019
4. Nguyễn Minh Kiều (2009), *Quản trị rủi ro tài chính*, NXB Thống kê, Hà Nội.
5. Trịnh Thị Phan Lan (2012), Rủi ro trên TTCK Việt Nam: Góc nhìn từ phía nhà đầu tư cá nhân, *Tạp chí khoa học*, Đại học Quốc gia Hà.
6. Trương Đông Lộc. (2014), *Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu: Các bằng chứng từ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh [Factors influencing stock price changes: Evidence from Ho Chi Minh City Stock Exchange]*, Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ, tr. 72-78.
7. Trương Đông Lộc và Dương Thị Hoàng Trang (2014), Mô hình 3 yếu tố Fama - French: các bằng chứng thực nghiệm từ Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, *Tạp chí khoa học*, Trường Đại học Cần Thơ, tr.61-68.
8. Trương Đông Lộc, Mai Quốc Việt (2017), *Kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa khối lượng cổ phiếu giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và sự biến động của chỉ số VN30*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại, số 90.
9. Đặng Hữu Mẫn (2009), *Nghiên cứu chất lượng dự báo của những mô hình quản trị rủi ro thị trường vốn - Trường hợp của Value-at-Risk models*; Tạp chí Khoa học & Công nghệ, ĐHQĐN, Số 34, tr. 126-134.
10. Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013), *Nghiên cứu ảnh hưởng của một số yếu tố vĩ mô đến chỉ số giá thị trường của SGDCK thành phố Hồ Chí Minh (VN-Index) trong giai đoạn từ 7/2000 đến 9/2011*.

11. Thị Bích Nguyệt, Phạm Dương Phương Thảo (2013), *Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Phát triển và hội nhập, Số 8, tr. 34 - 41.
12. Nguyễn Anh Phong (2014), *Tỷ suất lợi nhuận và rủi ro các cổ phiếu niêm yết trên TTCK Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế trường Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh.
13. Nguyễn Thị Như Quỳnh, Võ Thị Hương Linh, *Tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam*, Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, 14(3), tr. 47-63
14. Thân Thị Thu Thủy, Võ Thị Thùy Dương (2015), *Sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE*, Tạp chí Phát triển và Hội nhập, số 24.
15. Hoàng Đình Tuấn, Phạm Thị Thúy Nga (2006), *Phương pháp VaR trong quản lý rủi ro tài chính*. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số đặc san khoa Toán kinh tế, 56-61;
16. Nguyễn Trần Bảo Uyên (2018), *Mối quan hệ giữa chỉ số giá giao ngay VN30 và giá hợp đồng tương lai VN30 tại thị trường Việt Nam*, Đại học Kinh tế, Đại học Huế.

## **II. Tiếng Anh:**

12. A. Craig MacKinlay Krishna Ramaswamy (2015), "Index-Futures Arbitrage and the Behavior of Stock Index Futures Prices", *The Review of Financial Studies*, Volume 1, Issue 2, Pages 137-158.
13. Amari, M., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020), Evaluating the effects of sociodemographic characteristics and financial education on saving behavior. *International Journal of Sociology and Social Policy*, Vol. ahead-of-print No. ahead- of-print, 1-16.
14. Anbar, A., & Eker, M. (2019), The effect of sociodemographic variables and love of money on financial risk tolerance of bankers. *Business and Economics Research Journal*, 10(4), 855-866.
15. Anderson, J. and Gerbing, D. (1988), "Structural Equation Modeling in Practice: A Review and Recommended Two-Step Approach", *Psychological Bulletin*, 103, 411-423.
16. Ansar, R., Karim, MRA, Osman, Z., & Fahmi, MS (2019), Gender, educational qualification and ethnicity differences in personal financial management practices among generation y in Malaysia. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 12(1), 1-7.

17. Antonios Antoniou, Gioia Pescetto và Antonis Violaris (2003), "Modelling International Price Relationships and Interdependencies Between the Stock Index and Stock Index Futures Markets of Three EU Countries: A Multivariate Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 30, Issue 56, Pages 645–667.
18. Asim Ghosh (1993), "Cointegration and Error Correction Models: Intertemporal causality between index and futures prices", *the Journal of Futures market*, Vol 3, N0.2, Pages 193-198
19. Aurangzeb (2012), "Factors affecting performance of stock market: Evidence from South Asian countries", *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(9), Pages 1 - 15
20. Awais, M., Laber, MF, Rasheed, N., & Khurseed, A. (2016), Impact of financial literacy and investment experience on risk tolerance and investment decisions: Empirical evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 73-79.
21. Aydemir, SD, & Aren, S. (2017). Do the effects of individual factors of financial risk-taking behavior diversify with financial literacy? *Kybernetes*, 46(10), 1706-1734.
22. Bannier, CE, & Nuebert, M. (2016), Gender differences in financial risk-taking: The role of financial literacy and risk tolerance. *Economic Letters*, 145, 130-135.
23. Baranoff, E., & Brockett, P. L. (2009), *Risk management for Enterprises and Individuals*. The Saylor Foundation.
24. Bayar, Y., Sezgin, HF, Ozturk, OF, & Sasmaz, MU (2020), Financial literacy and financial tolerance of individual investors: Multinomial logistic approach. *SAGE Open Journals*, 10(3), 1-11.
25. Berita Pers: KSEI (2018), 21 Tahun KSEI: *Inovasi untuk kenyamanan transaksi di pasar modal, Kustodian Sentral Efek Indonesia*. Available at: [www.ksei.co.id/.../156\\_berita\\_pers\\_21\\_tahun\\_ksei\\_inovasi\\_untuk\\_kenyamanan\\_transaksi\\_di\\_pasar\\_modal](http://www.ksei.co.id/.../156_berita_pers_21_tahun_ksei_inovasi_untuk_kenyamanan_transaksi_di_pasar_modal).
26. Bernd Schlusche (2009), "Price Formation in Spot and Futures Markets: Exchange Traded Funds vs. Index Futures", *The Journal of Derivatives Winter 2009*, Vol 17, No.2
27. Bouchouicha, R., & Vieider, FM (2019), Growth, entrepreneurship, and risk tolerance: A risk-income paradox. *Journal of Economic Growth Abstract*, 24(3), 257–282.

28. Brook, Rew and Ritson (2001), A trading strategy based on the lead – lag relationship between the spot index and futures contract for the FTSE 100, *International Journal of Forecasting*, Vol 17, Issue 1, Pages 31-44
29. BSC. (2019), Giới thiệu về hợp đồng quyền chọn trong chứng khoán phái sinh.
30. C. Arthur Williams Jr., Michael L. Smith, and Peter C. Young (1998), Risk Management and Insurance, *New York: McGraw-Hill*.
31. Cavezzali, E., & Rigoni, U. (2012), Know your client! Investor profile and tailor-made asset allocation recommendations. *The Journal of Financial Research*, 35(1), 137–158.
32. Celikkol, H., Celikkol, MM, & Ozkan, N. (2017), A research on financial literacy of Dumlupinar University's academic staff. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 6(4), 447–461.
33. CFA Institute (2021), *Measuring and Managing Market Risk*. CFA Institute. /en/membership/professional-development/refresher-readings/measuring-managing-market-risk.
34. Chadi, C., & Jirjahn, U. (2019), Does society influence the gender gap in risk attitudes? Evidence from East and West Germany. *IZA Institute of Labor Economics*, 1-45.
35. Chance, D. M., & Brooks, R. (2016). *An introduction to derivatives and risk management* (10. ed). Cengage Learning.
36. Chatterjee, S., Fan, L., Jacobs, B., & Haas, R. (2017), Risk tolerance and goal-based savings behavior of households: The role of financial literacy. *Journal of Personal Finance*, 16(1), 66-77.
37. Chavali, K., & Raj, PM (2016), Impact of demographic variables and risk tolerance on investment decisions: An empirical analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 169-175.
38. Chen, Y., Katuscak, P., & Ozdenoren, E. (2013). Why can't a woman bid more like a man? *Games and Economic Behavior*, 77(1), pp. 181 - 213.
39. Chiang, TF, & Xiao, JJ (2017), Household characteristics and the change of financial risk tolerance during the financial crisis in the United States. *International Journal of Consumer Studies*, 41(5), 484-493.
40. Chuan, CS, Wan, CW, Kai, SB, & Kok NG (2012), Perception of financial risk tolerance of Older Urban Chinese in Malaysia', *International Journal of Academic Research*, 4(3), 28–34.

41. Chun-Hao, C., & Jian-Min, Y. (2012). A bibliometric study of financial risk literature: A historic approach. *Applied Economics*, 44(22), 2827–2839.
42. Concannon, A. (2018), *Understanding your risk capacity*. Goelzer Investment Management. <http://www.goelzerinc.com/research-20180701.html>.
43. Davies, GB, & Brooks, P. (2014), Risk tolerance: Essential, behavioral and misunderstood. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 7(2), 110-113.
44. Delogu, B. (2016). On the Concept of Risk and Its Application in Risk Analysis. In *Risk Analysis and Governance in EU Policy Making and Regulation* (pp. 7–34). Springer, Cham.
45. Dhiman, B., & Raheja, S. (2018), Do personality traits and emotional intelligence of investors determine their risk tolerance? *Management and Labour Studies*, 43(1-2), 88-99.
46. Dickason, Z., & Ferreira, S. (2019), Risk tolerance of South African investors: marital status and gender. *Gender and Behaviour*, 17(2), 12999-13006.
47. Dickason, Z., & Ferreira, SJ (2018), The effect of gender and ethnicity of financial risk tolerance in South African. *Gender and Behaviour*, 16(1), 10851-10862.
48. Dorfleitner, G., & Nguyen, M. (2017), A new approach for optimizing responsible investments on the initial wealth. *Journal of Asset Management*, 18, 81-98.
49. Duasa, J., & Yusof, SA (2013), Determinants of risk tolerance on financial asset ownership: A case of Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 14(1), 1–16.
50. Eita, Joel Hinaunye (2012), Modelling macroeconomic determinants of stock market prices: Evidence from Namibia, *The Journal of Applied Business Research*, 28(5) pages 871 - 884
51. Ellman, M., & Hurkens, S. (2019), Fraud tolerance in optimal crowdfunding, *Economic Letters*, 181, 11-16.
52. E. Mujaöcvic, V. Ivanovic (2004), Risk management of financial derivatives, *Tourism hospital management*, Vol.10, No. 3-4, Pp.107-126
53. Fisher, PJ, & Yao, R. (2017), Gender differences in financial risk tolerance, *Journal of Economic Psychology*, 61, 191-202.
54. Fisher, PJ, (2020), Financial risk tolerance among white and Hispanic households, *Journal of Personal Finance*, 19(1), 33-47.



55. Flaherty Jr, J. C., Gourgey, G., & Natarajan, S. (2013, April 30). Five Lessons Learned: Risk Management After the Crisis, *The European Financial Review*.
56. Frank Knight (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Published by Boston, USA.
57. Gerrard, R., Hiabu, M., Kyriakou, I., & Nielsen, JP (2019), Communication and personal selection of pension saver's financial risk, *European Journal of Operational Research*, 274(31), 1102-1111.
58. Grable, JE (2016). *Financial risk tolerance. Handbook of Consumer Finance Research*.
59. Guan, Y., & Tang, DY (2018), Employee's risk attitude and corporate risk taking: Evidence from pension asset allocations, *Journal of Corporate Finance*, 48, 261-274.
60. Hair Jr., J. F. et al. (1998), *Multivariate Data Analysis with Readings. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall*.
61. Han, L., Xiao, JJ, & Su, Z. (2019), Financing knowledge, risk attitude and P2P borrowing in China, *International Journal of Consumer Studies*, 43(2), 166-177.
62. Hatch, CD, Carlson, K. & Droms, WG (2018), Effects of market returns and market volatility on investor risk tolerance, *Journal of Financial Services Marketing*, 23(2), 77–90.
63. Hemrajani, P., & Sharma, SK (2020), Measuring financial risk tolerance: The role of socio-demographic factors under the influence of attitude towards money, *IUP Journal of Applied Finance*, 26(1), 31-52.
64. Hentschel, L., & Smith, C. W. (1997). Risks in Derivatives Markets: Implications for the Insurance Industry, *The Journal of Risk and Insurance*, 64(2), 323–345. JSTOR.
65. Holzhauer, HM, Lu, X., McLeod, R., & Wang, J. (2016), RiskTRACK: The five-factor model for measuring risk tolerance, *Journal of Risk Finance*, 17(4), 428–445.
66. Hull John C (2009), *Options, Futures and other Derivatives*, Pearson Prentice Hall, United States of America.
67. Ira G. Kawaller, Paul D. Koch and Timothy W. Koch (1990), Intradayrelationship between volatility in S&P 500 Futures Prices and volatility in S&P 500 Index, *Journal of Banking & Finance*, Volume 14, Issues 2–3, August 1990, Pages 373-397

68. Irandoust, M. (2017), Factors associated with financial risk tolerance based on the proportional odds model: Evidence from Sweden, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 28(1), 155-164.
69. Jung, WH, Lee, S., Lerman, C., & Kable, JW (2018), Amygdala functional and structural connectivity predicts individual risk tolerance, *Neuron*, 98(2), 394-404.
70. Kalok Chan (2015), "Hedging A Further Analysis of the Lead–Lag Relationship Between the Cash Market and Stock Index Futures Market", *The Review of Financial Studies*, Volume 5, Issue 1, Pages 123-152.
71. Kannadhasan, M. (2015). Retail investors' financial risk tolerance and their risk-taking behaviour: The role of demographics as differentiating and classifying factors', *IIMB Management Review*, 27(3), 175–184.
72. Kannadhasan, M., Aramvalarthan, S., Mitra, SK, & Goyal, V. (2016), Relationship between biopsychosocial and financial risk tolerance: An empirical study, *Vikalpa: The Journal of Decision Maker*, 41(2), 117-131.
73. Kitces, M. (2018), *When clients “need” more risk than they can tolerate: Adjusting portfolios, or goals?* The Kitces Report.
74. Koekemoer, ZD, & Ferreira, S. (2019), Risk tolerance: The influence of gender and life satisfaction. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 11(1(J), 66-72.
75. Kubilay, B., & Bayrakdaroglu, A. (2016), An empirical research on investor biases in financial decision-making, financial risk tolerance and financial personality, *International Journal of Financial Research*, 7(2), 171-182.
76. Lawrenson, J., & Dickason-Koekemoer, Z. (2020), A model for female South African investor's financial risk tolerance, *Cogent Economics and Finance*, 8(1), 1-14.
77. Leon, FM, & Aprilia, A. (2018), Study on financial risk towards individual investor as a strategy to improve urban community empowerment, *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 106(1).
78. Liu, Ming-Hua and Keshab Shrestha (2008), Analysis of long-term relationship between macroeconomic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration, *Managerial Finance*, 34 Pages 744-755.
79. Macaulay, F. (1938) *The Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States Since 1856*, National Bureau of Economic Research, New York.

80. Magendans, J., Gutteling, JM, & Zebel, S. (2016). Psychological determinants of financial buffer saving: the influence of financial risk tolerance and regulatory focus, *Journal of Risk Research*, 20(8), 1076-1093.
81. Mahdzan, NS, Mohd-Any, AS, & Chan, MK (2017), The influence of financial literacy, risk aversion and expectations on retirement planning and portfolio allocation in Malaysia, *Gadjah Mada International Journal of Business*, 19 (3), 267–288.
82. Mata, R., Frey, R., Richter, D., Schupp, J., & Hertwig, R. (2018), Risk preference: A view from psychology, *Journal of Economic Perspectives*, 32(2), 155-172.
83. Matiur Rahman<sup>1</sup>, Muhammad Mustafa. (2018). Effects of Crude Oil and Gold Prices on US Stock Market: Evidence for USA from ARDL, *Bounds Testing*, Volume 3 Issue 1 | 2018
84. Milroth, P., Juslin, P., Winman, A., Nilsson, H., & Lindskog, M. (2020), Preference or ability: Exploring the relations between risk preference, personality, and cognitive abilities, *Journal of Behavioral Decision Making*, January 2020, 1-15.
85. Mohan, R., & Singh, S. (2017), An empirical study on financial risk tolerance of investors in India, *IUP Journal of Financial Risk Management*, 14 (3), 40-58.
86. Montford, W., & Goldsmith, RE (2016), How gender and financial self-efficacy influence investment risk-taking, *International Journal of Consumer Studies*, 40(1), 101-106.
87. Muhammad Shaique , Abdul Aziz , Gobind M. Herani. (2016). Impact of gold prices on stock exchange market: a case of Karachi stock exchange market of Pakistan, *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 4 (1) (2016) 60-63.
88. Munier, B. R., & Tapiero, C. (2014). Risk Attitude, In *Wiley StatsRef: Statistics Reference Online*. American Cancer Society.
89. Nassim Nicholas Taleb, The black swan, Bookshop.
90. Necker, S., & Ziegelmeyer, M. (2016), Household risk-taking after the financial crisis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 141-160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.03.006>, The joint influence of financial risk perception and risk tolerance on individual investment decision making. *Accounting & Finance*, 59(1), 747-771.

91. Oehler, A., & Wedlich, F. (2018), The relationship of extraversion and neuroticism with risk attitude, risk perception, and return expectations., *Journal of Neuroscience, Psychology, and Economics*, 11(2), 63-92.
92. oost M. E. Pennings, & Smidts, A. (2000). Assessing the Construct Validity of Risk Attitude, *Management Science*, 46(10), 1337–1348. JSTOR.
93. Otrovsky-Berman, E., & Litwin, H. (2019), Social network and financial risk tolerance among investors nearing and during retirement, *Journal of Family and Economic Issues*, 40, 237-249
94. Park, E., & Yao, R. (2016). Financial risk attitude and behavior: Do planners help increase consistency?, *Journal of Family and Economic Issues*, 37,624-638.
95. Payne, P., Kalekonski, CM, & Browning, C. (2019), Risk tolerance and the financial satisfaction of credit card users, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 30(1), 110-120.
96. Pinjisakikool, T. (2018), The influence of personality traits on household's financial risk tolerance and financial behaviour, *Journal of Interdisciplinary Economics*, 30 (1), 32-54.
97. Poitras, G. (2009). The Early History of Option Contracts, In *Hafner W., Zimmermann H. (eds) Vinzenz Bronzin's Option Pricing Models*. Springer.
98. Putra, IPS, Ananingtyas, H., Sari, DR, Dewi, AS, & Silvy, M. (2016), Pengaruh tingkat literasi keuangan, experienced regret, dan risk tolerance pada pemilihan jenis investasi [Financial literacy, experienced target and risk tolerance of investment choice], *Journal of Business and Banking*, 5 (2), 2088–7841.
99. Rabbani, AG, Grable, JE, Heo, W., Nobre, L.,&Kuzniak, L. (2017), Stock market volatility and changes in financial risk tolerance during the great recession, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 28(1), 140-154.
100. Rahman, M. (2019), Propensity towards financial risk tolerance: An analysis using behavioural factors. *Review of Behavioral Finance*, 12(3), 259-281.
101. Rahman, M., Albaity, M., & Isa, CR (2019), Behavioural propensities and financial risk tolerance: The moderating effect of ethnicity, *International Journal Emerging Markets*, 15(4), 728-745.
102. Richard, Heckinger, Ruffini Ivana, and Wells Kirstin, Understanding Derivatives: Markets and Infrastructure-Chapter 3,Over-the-Counter Derivatives, *Federal reserve Bank of Chicago* (2014).

103. Robert L McDonald (2013), *Derivatives market Third Edition*, Pearson Prentice Hall, United States of America.
104. Ryack, KN, & Sheikh, A. (2016), The relationship between time perspective and financial risk tolerance in young adults, *Financial Service Review*, 25 (2), 157-180.
105. Saurabh, K., & Nandan, T. (2018), The role of financial risk attitude and financial behavior as mediators in financial satisfaction: Empirical evidence from India, *South Asian Journal of Business Studies*, 7(2), 207-224.
106. Schooley, DK, & Worden, DD (2016), Perceived and realized risk tolerance: changes during the 2008 financial crisis, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 27(2), 256-276.
107. Shah, S., & Bhatt, A. (2013). Factors affecting risk tolerance capacity of investors: An empirical study in Ahmedabad, *The Journal of Management and Cooperation*, 10 (2), 1-13.
108. Shin, SH, & Kim, KT (2018), Income uncertainty and household stock ownership during the great recession, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 29(2), 383-395.
109. Shusha, AA(2017), Does financial literacy moderate the relationship among demographic characteristics and financial risk tolerance? Evidence from Egypt, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(3), 67- 86.
110. Spicka, J. (2020), Socio-demographic drivers of the risk-taking propensity of micro farmers: Evidence from the Czech Republic, *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, 12(4), 569-590.
111. Subramaniam, VA, & Athiyaman, T. (2016), The effect of demographic factors on investor's risk tolerance, *International Journal of Commerce and Management Research*, 2(3), 136-142.
112. Suen, RMH (2018), Standard risk aversion and efficient risk sharing, *Economic Letters*, 173, 23-26.
113. Swiss Banker. (2008). *Special Risks in Securities Trading* (p. 5), SwissBanking. [https://www.bernsteinresearch.com/CMSObjectBR/Swiss\\_Bankers\\_Disclosure.pdf](https://www.bernsteinresearch.com/CMSObjectBR/Swiss_Bankers_Disclosure.pdf).
114. Tavor, T., & Garyn-Tal, S. (2016), Risk tolerance and rationality in the case of retirement savings, *Studies in Economics and Finance*, 33(4), 688-703.

115. Thanki, H., & Baser, N. (2019), Interactive impact on demographic variables and personality types on risk tolerance., *Emerging Economic Studies*, 5(1), 42-54.
116. Trautmann, ST, & van de Kuilen, G. (2018), Higher-order risk attitudes: A review of experimental Evidence, *European Economic Review*, 103, 108-124.
117. Vahey, J., & Oppenheimer, L. (2014). *Derivatives: The Risks and Rewards - Third Way*. Third Way.
118. Vasvári, T. (2015), Risk, Risk Perception, Risk Management - a Review of the Literature, *Public Finance Quarterly*, 60(1), 29–48.
119. Wahl, I., & Kirchler, E. (2019), Risk screening on the financial market (RISC-FM): A tool to assess investor's financial risk tolerance, *Cogent Psychology*, 7(1), 1-33.
120. Whaley, Robert E (2006), *Trading derivatives - Derivatives Market Valuation and Risk management*, Willey Finance.
121. Ying-Jia, L. (2017), The influence of socio-demographic and financial knowledge factors on financial management practices of Malaysians, *International Journal of Business and Society*, 18(10), 33-50.
122. Zanella, N. (2015), Risk capacity over the life cycle: The role of human capital, high priority goals, and discretionary wealth, *The Journal of Wealth Management*, 18(3), 27–36.
123. Zhou Zhoua, Huiyan Donga, Shouyang Wanga (2014), Intraday Volatility Spillovers between Index Futures and Spot Market: Evidence from China, *Procedia Computer Science*, Volume 31, 2014, Pages 721-730
124. Zhu, AYW (2019), Financial risk tolerance of Hong Kong adolescents: A hierarchical model, *Children and Youth Service Review*, 102, 193-200.

## PHỤ LỤC

### PHỤ LỤC 1

#### PHIẾU KHẢO SÁT NGHIÊN CỨU RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỈ SỐ VN30 CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Tôi tên là: **NGÔ THUYỀN DUNG**

Hiện đang là nghiên cứu sinh khóa 2017 - 2021 của Đại Học Thương Mại, chuyên ngành Tài chính - Ngân hàng với đề tài là *“Nghiên cứu rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam”*. Để thực hiện đề tài, tôi cần tìm hiểu những thông tin dựa trên các yếu tố hành vi của nhà đầu tư để xem xét ảnh hưởng của yếu tố xã hội học đến rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai (HĐTL) trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.

Vì vậy tôi kính mong Ông/Bà dành một chút thời gian quý báu để trả lời các câu hỏi trong phiếu khảo sát kèm theo. Kết quả khảo sát sẽ là nguồn thông tin quan trọng giúp tôi hoàn thành một phần quan trọng nội dung luận án của mình.

Những nội dung trả lời trong phiếu khảo sát chỉ được sử dụng để kiểm chứng cơ sở lý luận cho một nghiên cứu về đề tài luận án. Tôi xin cam đoan giữ bí mật các thông tin mà Ông/Bà đã cung cấp và không sử dụng những thông tin đó vào các mục đích khác.

Hướng dẫn trả lời: Xin Quý vị vui lòng tích vào phương án được lựa chọn.

Nếu cần trao đổi thêm, xin liên hệ với tôi theo địa chỉ: Ngô Thùy Dung - Bộ môn Quản trị Tài chính - Khoa Tài chính Ngân hàng - Đại học Thương Mại

Điện thoại: 0942334123

Email: ngothuydung@tmu.edu.vn

Xin trân trọng cảm ơn Ông/Bà ./.

**Bảng hỏi về các yếu tố ảnh hưởng đến năng lực chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư hợp đồng tương lai**

#### **Phần 1: Thông tin chung**

1. Giới tính

- Nam
- Nữ
- Không tiết lộ

2. Tuổi của anh/ chị?

- Từ 18 đến 28 tuổi
- Từ 29 đến 39 tuổi
- Từ 40 đến 49 tuổi
- Từ 50 đến 59
- Trên 60

3. Tình trạng hôn nhân?

- Độc thân
- Bố/mẹ đơn thân
- Đã kết hôn - đã có con
- Đã kết hôn - chưa có con
- Khác (nêu rõ)

4. Tổng thu nhập hàng năm của bản thân ông/ bà (được tính bằng tất cả các khoản thu nhập trong một năm chưa tính thuế, nếu có)?

- Dưới 100 triệu đồng
- Từ 100 triệu đồng đến 150 triệu đồng
- Từ 150tr đến 200 triệu
- Từ 200 đến 250 triệu
- Trên 250 triệu

5. Trình độ học vấn của anh/ chị?

- Trung học phổ thông
- Cử nhân
- Thạc sĩ
- Tiến sĩ
- Khác (ghi rõ)

6. Ông/ bà có thể cho biết tình trạng công việc mang lại nguồn thu nhập chính và ổn định cho ông/ bà trong vòng một năm qua?

- Toàn thời gian
- Bán thời gian
- Công việc mang tính chất thời vụ
- Thất nghiệp tạm thời
- Thất nghiệp dài hạn



- Đã nghỉ hưu và không làm việc
- Đã nghỉ hưu và làm việc bán thời gian hoặc công việc thời vụ

7. Vị trí công tác của ông/ bà:

- Giám đốc/ người điều hành doanh nghiệp
- Quản lý cấp cao
- Quản lý
- Công chức/ viên chức
- Công an/ bộ đội
- Nhân viên văn phòng
- Kỹ sư
- Công nhân
- Thực tập sinh/ sinh viên mới ra trường

○ Khác (ghi rõ)

8. Ông/ bà có thể cho biết danh mục đầu tư hiện tại của ông/ bà bao gồm các sản phẩm nào (vd: cổ phiếu, trái phiếu, HĐTL v.v.)?

9. Dựa trên tỉ lệ phần trăm, tỉ lệ đầu tư vào sản chứng khoán phái sinh so với tổng số vốn đầu tư của ông/ bà là bao nhiêu phần trăm?

- Dưới 10%
- Từ 10 đến 19%
- Từ 20 đến 29%
- Từ 30 đến 39%
- Trên 40%

10. Chọn một hoặc nhiều mô tả dưới đây phù hợp với tình trạng hiện nay của ông/ bà?

○ Tôi có bằng cấp liên quan trong lĩnh vực tài chính (VD: bằng đại học, cao đẳng...)

○ Tôi đã từng làm việc trực tiếp trong lĩnh vực tài chính (kế toán, môi giới chứng khoán, quản lý đầu tư...)

○ Tôi đã tự học các vấn đề liên quan đến tài chính trong những năm qua (thông qua các khóa đào tạo, bồi dưỡng, hội thảo, tự đọc...)

- Tôi đã và đang tự quản lý các khoản đầu tư chứng khoán của bản thân
- Tôi đã và đang quản lý các khoản đầu tư chứng khoán của người khác
- Khác (ghi rõ)

11. Giả sử ông/ bà có khoản tiết kiệm trị giá 5 triệu đồng và lãi suất là 20% một năm, trong suốt thời gian này ông/ bà không rút tiền ra hoặc trả lãi. Sau 5 năm, khoản tiết kiệm này của ông/ bà (vui lòng chọn một trong những nhận định dưới đây):

- Nhiều hơn 5 triệu đồng
- Vẫn là 5 triệu đồng
- Ít hơn 5 triệu đồng
- Tôi không chắc

12. Giả định rằng lãi suất của khoản tiết kiệm này là 1%/ năm và tỉ lệ lạm phát là 2%/ năm. Sau 1 năm, số lượng hàng hóa tương đương mà ông/ bà mua được sẽ (vui lòng chọn một trong những nhận định dưới đây):

- Nhiều hơn hiện tại
- Bằng với hiện tại
- Ít hơn hiện tại
- Tôi không chắc

13. Theo ý kiến của ông/ bà “*Cổ phiếu thì thường rủi ro hơn trái phiếu*” là **đúng** hay **sai**?

- Đúng
- Sai
- Tôi không chắc

14. Theo ý kiến của ông/ bà, giả định trong khoảng thời gian dài (chẳng hạn trên 10 năm), loại tài sản cho lợi tức cao nhất trong những loại tài sản dưới đây là? (chọn một trong những lựa chọn dưới đây):

- Trái phiếu
- Tiền tiết kiệm
- Cổ phiếu
- Tôi không chắc

15. Ông/ bà đánh giá tài sản có giá trị biến động cao nhất theo thời gian là:

- Trái phiếu
- Tiền tiết kiệm
- Cổ phiếu
- Tôi không chắc

16. Ông/ bà đánh giá rủi ro của nhà đầu tư tăng hay giảm khi nhà đầu tư đa dạng hóa danh mục đầu tư của cá nhân:

- Tăng
- Giảm
- Không đổi
- Tôi không chắc

17. Ông/ bà đã tham gia đầu tư chứng khoán được bao lâu? (*Exp1*)

- Dưới 1 năm
- Từ 1 đến 4 năm
- Từ 4 đến 7 năm
- Từ 7 đến 10 năm
- Trên 10 năm

18. Ông/ bà bắt đầu tham gia giao dịch hợp đồng tương lai trên sàn giao dịch chứng khoán phái sinh cho đến nay là? (*Exp2*)

- Dưới 1 năm
- Từ 1 đến 2 năm
- Từ 2 đến 3 năm
- Từ 3 đến 4 năm
- Trên 4 năm

## **Phần 2: Investor risk tolerance in future contract**

19. Vui lòng cho biết mức độ sẵn sàng tham gia đầu tư vào hợp đồng tương lai trên sàn giao dịch chứng khoán phái sinh của ông/ bà:

(1. Rất không đồng ý, 2. Không đồng ý, 3. Phân vân, 4. Đồng ý, 5. Rất đồng ý)

19.1. Sự biến động của giá trị hợp đồng tương lai khiến tôi không đầu tư nó ( <i>RA 1</i> )	1	2	3	4	5
19.2. Tôi không đầu tư vào hợp đồng tương lai do không thể dự báo được giá trị của nó ( <i>RA 2</i> )	1	2	3	4	5
19.3. Tôi sẵn sàng chấp nhận rủi ro trong đầu tư vào hợp đồng tương lai ( <i>RA 3</i> )	1	2	3	4	5
19.4. Tôi sẵn sàng chấp nhận các rủi ro tài chính để có thể thu được lợi nhuận bền vững khi đầu tư vào hợp đồng tương lai ( <i>RA 4</i> )	1	2	3	4	5

19.5. Tôi sẵn sàng chấp nhận các rủi ro tài chính do đang có kế hoạch gia tăng nguồn vốn đầu tư trong dài hạn vào hợp đồng tương lai <b>(RA 5)</b>	1	2	3	4	5
19.6. Tôi thích tìm kiếm cảm giác mạnh để thu được lợi nhuận cao từ các khoản đầu tư <b>(RA 6)</b>	1	2	3	4	5
19.7. Tôi xem rủi ro là một cơ hội để có thêm lợi nhuận <b>(RA 7)</b>	1	2	3	4	5
19.8. Tôi cảm thấy hồi hộp khi đầu tư vào hợp đồng tương lai <b>(RA 8)</b>	1	2	3	4	5
19.9. Lợi nhuận thu được là yếu tố quan trọng nhất khi tôi quyết định đầu tư, mặc dù điều đó có nghĩa là chấp nhận rủi ro ở mức độ cao <b>(RA 9)</b>	1	2	3	4	5
19.10. Tôi thích gửi tiền vào ngân hàng hơn vì sẽ biết chính xác mình có bao nhiêu tiền trong tương lai <b>(RA 10)</b>	1	2	3	4	5

20. Ông/ bà vui lòng cho biết, khi nào anh chị sẽ bán 20% khoản đầu tư vào hợp đồng tương lai cho một nhu cầu tài chính khác **(RC1)**:

- Dưới 1 năm
- 1-3 năm
- 3-5 năm
- 5-10 năm
- Trên 10 năm

21. Vui lòng cho biết mục tiêu đầu tư vào hợp đồng tương lai của ông/ bà: **(RC 2)**

- Đầu tư cho tương lai khi về già
- Đầu tư cho chi phí giáo dục của trẻ
- Tích lũy tài sản
- Tích lũy cho các nhu cầu tài chính lớn (nhà, xe, ...)
- Nâng cao thu nhập hiện tại

22. Trong vòng 2-3 năm đến, thu nhập của ông/ bà sẽ: **(RC 3)**

- Không ổn định
- Không ổn định bằng hiện tại
- Vẫn như hiện tại

- Ôn định hơn hiện tại
- Rất ổn định.

23. Nhận định nào dưới đây phù hợp với tình trạng thu nhập hiện tại của ông/ bà: **(RC 4)**

- Không có nguồn thu nhập ổn định
- Có một nguồn thu nhập ổn định nhưng chỉ đáp ứng đủ các nhu cầu tiêu dùng cơ bản
- Có một nguồn thu nhập ổn định, đáp ứng đủ các nhu cầu tiêu dùng cơ bản và tiết kiệm một khoản nhỏ
- Có một nguồn thu nhập ổn định, đáp ứng đủ các nhu cầu tiêu dùng và hưởng thụ của bản thân
- Có thu nhập ổn định và dư dả để đáp ứng các nhu cầu tiêu dùng, hưởng thụ của bản thân và có thể đầu tư số lượng lớn.

24. Nhận định nào dưới đây mô tả đúng hoặc gần đúng số lượng tài sản ông/ bà đang sở hữu: **(RC 5)**

- Chưa có tài sản cố định (nhà, đất...)
- Có ít nhất một tài sản cố định (nhà, đất...)
- Có ít nhất một tài sản cố định và một chiếc ô tô (vd: nhà, đất...)
- Có nhiều hơn một tài sản cố định và một chiếc ô tô (vd: 1 ngôi nhà, 1 biệt thự, 2 chiếc xe...)
- Có nhiều hơn một tài sản cố định, xe ô tô và những tài sản khác (vd: nhà, đất, cổ phiếu, trái phiếu...)

25. Mô tả tình trạng tài chính hiện nay, tỉ lệ giữa nợ cá nhân và thu nhập của ông/ bà là: **(RC 6)**

- Số tiền nợ đang cao hơn khoảng 5 lần so với thu nhập hàng năm
- 3-5 lần so với thu nhập hàng năm
- 1-2 lần so với thu nhập hàng năm
- Bằng với thu nhập hàng năm
- Không có nợ cá nhân hoặc số tiền nợ không đáng kể

26. Nhận định nào dưới đây mô tả đúng nhất về nguồn thu nhập của ông/ bà (bao gồm các khoản thu nhập đóng góp trên 10% vào tổng thu nhập của anh/ chị): **(RC 7)**

- Tiền lương hoặc mức lương không cố định/ tiền thù lao của các công việc ngắn hạn

- Tự kinh doanh/ làm chủ công ty tư nhân
- Lương cố định
- Lương cố định và thu nhập từ kinh doanh
- Lương cố định, thu nhập từ kinh doanh và các khoản đầu tư khác

27. Nhận định nào dưới đây mô tả tình hình bảo hiểm hiện nay của ông/ bà **(RC 8)** :

- Tôi chưa sở hữu một loại bảo hiểm nào
- Tôi có bảo hiểm cơ bản theo quy định của nhà nước (BHXH, BHYT...)
- Tôi có bảo hiểm chi trả cho những rủi ro đáng kể (vd : bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm nhân thọ...)
- Tôi có bảo hiểm chi trả cho những rủi ro đáng kể và phù hợp với mức thu nhập hiện tại
- Tôi có rất nhiều hợp đồng bảo hiểm trong đó bao gồm cả bảo hiểm cho rủi ro trong đầu tư

28. Nhận định nào dưới đây mô tả chính xác nhất tình hình thu nhập hiện nay của ông/ bà **(RC 9)** :

- Thu nhập hàng năm của tôi ít hơn so với chi tiêu hàng năm
- Thu nhập hàng năm của tôi bằng với chi tiêu hàng năm
- Thu nhập hàng năm của tôi gấp 2-3 lần so với chi tiêu hàng năm
- Thu nhập hàng năm của tôi gấp 3-5 lần so với chi tiêu hàng năm
- Thu nhập hàng năm của tôi gấp hơn 5 lần so với chi tiêu hàng năm

29. Nhận định nào dưới đây mô tả chính xác nhất tình hình tài chính hiện nay của ông/ bà **(RC 10)**:

- Tôi có người phụ thuộc không có thu nhập
- Tôi có người phụ thuộc nhưng họ có thu nhập cá nhân
- Tôi không có người phụ thuộc và cũng không phải là người phụ thuộc (vd : độc thân, mới kết hôn).
- Tôi là người phụ thuộc và không có thu nhập
- Tôi là người phụ thuộc nhưng có thu nhập cá nhân ổn định

30. Khi nghe đến “rủi ro tài chính” , ông/ bà sẽ liên tưởng đến **(RT1)**:

- Nguy hiểm
- Không chắc chắn

- Thờ ơ
- Cơ hội
- Hồi hộp

31. Khi so sánh với người khác có cùng điều kiện tài chính và kinh tế xã hội, ông/ bà đánh giá khả năng chịu đựng căng thẳng liên quan đến các vấn đề tài chính của bản thân: **(RT 2)**

- Rất thấp
- Thấp
- Trung bình
- Cao
- Rất cao

32. Ông/ bà cảm thấy như thế nào với nhận định “Tôi có thể thích ứng dễ dàng với những thay đổi tài chính bất ngờ và bất lợi”: **(RT 3)**

- Rất không đồng ý
- Không đồng ý
- Phân vân
- Đồng ý
- Rất đồng ý

33. Mọi quyết định đầu tư đều được đưa ra dựa trên khả năng lợi nhuận và thiệt hại của khoản đầu tư. Nhận định nào sau đây mô tả gần đúng quá trình đưa ra quyết định đầu tư của ông/ bà: **(RT 4)**

- Tôi sẽ xem xét những khoản lỗ tiềm năng trước tiên
- Tôi sẽ xem xét những khoản lỗ tiềm năng nhiều hơn lợi nhuận tiềm năng
- Đối với tôi, các khoản lỗ và lợi nhuận tiềm năng đều được xem xét như nhau
- Tôi sẽ xem xét những khoản lợi nhuận tiềm năng nhiều hơn với với lỗ tiềm năng
- Tôi sẽ xem xét những khoản lợi nhuận tiềm năng trước tiên

34. Ông/ bà vừa nhận được một khoản tiền đáng kể. Ông/ bà sẽ đầu tư khoản tiền này như thế nào: **(RT 5)**

- Tôi sẽ không đầu tư khoản tiền này
- Tôi sẽ đầu tư khoản tiền này vào lĩnh vực nào đó mang lại thu nhập vừa phải trong hiện tại và ít rủi ro
- Tôi sẽ đầu tư khoản tiền này vào lĩnh vực nào đó mang lại thu nhập cao trong hiện tại và có rủi ro vừa phải

- Tôi sẽ đầu tư khoản tiền này vào lĩnh vực nào đó mang lại tổng lợi nhuận cao (thu nhập hiện tại và có sự tăng giá vốn) với mức độ rủi ro cao vừa phải
- Tôi sẽ đầu tư khoản tiền này vào lĩnh vực nào đó mang lại lợi nhuận cao đáng kể với rủi ro rất cao (vd: đầu tư mạo hiểm...)

35. Giả sử ông/ bà đang có một khoản đầu tư dài hạn, nhận định nào sau đây mô tả cảm nhận của ông/ bà khi khoản đầu tư này mất 5% giá trị: **(RT 6)**

- Tôi cảm thấy rất không thoải mái, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào
- Tôi cảm thấy khá khó chịu, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào nữa
- Tôi cảm thấy hơi khó chịu, tôi có thể chịu đựng được tổn thất này nhưng không thể mất thêm được nữa
- Tôi cảm thấy khá thoải mái, tôi có thể chịu đựng được sự sụt giảm giảm này và những tổn thất khác (nếu có) của khoản đầu tư này
- Tôi có thể chịu đựng bất cứ tổn thất nào của khoản đầu tư này

36. Giả sử ông/ bà đang có một khoản đầu tư dài hạn, nhận định nào sau đây mô tả cảm nhận của ông/ bà khi khoản đầu tư này mất 15% giá trị: **(RT 7)**

- Tôi cảm thấy rất không thoải mái, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào
- Tôi cảm thấy khá khó chịu, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào nữa
- Tôi cảm thấy hơi khó chịu, tôi có thể chịu đựng được tổn thất này nhưng không thể mất thêm được nữa
- Tôi cảm thấy khá thoải mái, tôi có thể chịu đựng được sự sụt giảm giảm này và những tổn thất khác (nếu có) của khoản đầu tư này
- Tôi có thể chịu đựng bất cứ tổn thất nào của khoản đầu tư này

37. Giả sử ông/ bà đang có một khoản đầu tư dài hạn, nhận định nào sau đây mô tả cảm nhận của ông/ bà khi khoản đầu tư này mất 25% giá trị: **(RT 8)**

- Tôi cảm thấy rất không thoải mái, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào.
- Tôi cảm thấy khá khó chịu, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào nữa



- Tôi cảm thấy hơi khó chịu, tôi có thể chịu đựng được tổn thất này nhưng không thể mất thêm được nữa
- Tôi cảm thấy khá thoải mái, tôi có thể chịu đựng được sự sụt giảm giảm này và những tổn thất khác (nếu có) của khoản đầu tư này
- Tôi có thể chịu đựng bất cứ tổn thất nào của khoản đầu tư này

38. Giả sử ông/ bà đang có một khoản đầu tư dài hạn, nhận định nào sau đây mô tả cảm nhận của ông/ bà khi khoản đầu tư này mất 50% giá trị: **(RT 9)**

- Tôi cảm thấy rất không thoải mái, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào
- Tôi cảm thấy khá khó chịu, tôi không thể chịu được bất kì tổn thất đầu tư nào nữa
- Tôi cảm thấy hơi khó chịu, tôi có thể chịu đựng được tổn thất này nhưng không thể mất thêm được nữa
- Tôi cảm thấy khá thoải mái, tôi có thể chịu đựng được sự sụt giảm giảm này và những tổn thất khác (nếu có) của khoản đầu tư này
- Tôi có thể chịu đựng bất cứ tổn thất nào của khoản đầu tư này

### **Phần 3: Mức độ sẵn sàng tham gia đầu tư vào hợp đồng tương lai**

39. Nhìn chung từ 1 đến 5, ông/ bà đánh giá mức độ rủi ro của khoản đầu tư vào hợp đồng tương lai ở mức nào?

1. Không có rủi ro nào
2. Ít rủi ro
3. Rủi ro ở mức độ trung bình
4. Rủi ro
5. Rất rủi ro

40. Từ 1 đến 5, ông/ bà sẵn sàng tham gia đầu tư vào hợp đồng tương lai ở mức nào?

1. Rất không sẵn sàng
2. Không sẵn sàng
3. Bình thường
4. Sẵn sàng
5. Rất sẵn sàng

41. Giả định rằng ông/ bà có một khoản tiền \$100000 để đầu tư vào thị trường chứng khoán, anh chị sẽ dành bao nhiêu % trong khoản tiền này để đầu tư vào hợp đồng tương lai?

- Dưới 10%
- Từ 10 đến 19%
- Từ 20 đến 29%
- Từ 30 đến 39%
- Trên 40%

42. Nếu ông/ bà muốn chia sẻ thêm về vấn đề liên quan đến đầu tư chứng khoán phái sinh hay hợp đồng tương lai, vui lòng chia sẻ tại đây:

## PHỤ LỤC 2

**Bảng mã hoá các biến nghiên cứu thái độ với rủi ro, khả năng chịu rủi ro và năng lực chấp nhận rủi ro trong đầu tư HĐTL của NĐT cá nhân**

STT	Mã hóa	Nội dung
1	RA1	Sự biến động của giá trị HĐTL khiến tôi không đầu tư nó
2	RA2	Tôi không đầu tư vào HĐTL do không thể dự báo được giá trị của nó
3	RA3	Tôi sẵn sàng chấp nhận rủi ro trong đầu tư vào HĐTL
4	RA4	Tôi sẵn sàng chấp nhận các rủi ro tài chính để có thể thu được lợi nhuận bền vững khi đầu tư vào HĐTL
5	RA5	Tôi sẵn sàng chấp nhận các rủi ro tài chính do đang có kế hoạch gia tăng nguồn vốn đầu tư trong dài hạn vào HĐTL
6	RA6	Tôi thích tìm kiếm cảm giác mạnh để thu được lợi nhuận cao từ các khoản đầu tư
7	RA7	Tôi xem rủi ro là một cơ hội để có thêm lợi nhuận
8	RA8	Tôi cảm thấy hồi hộp khi đầu tư vào HĐTL
9	RA9	Lợi nhuận thu được là yếu tố quan trọng nhất khi tôi quyết định đầu tư, mặc dù điều đó có nghĩa là chấp nhận rủi ro ở mức độ cao
10	RA10	Tôi thích gửi tiền vào ngân hàng hơn vì sẽ biết chính xác mình có bao nhiêu tiền trong tương lai
11	RC1	Khi nào anh chị sẽ bán 20% khoản đầu tư vào HĐTL cho một nhu cầu tài chính khác
12	RC2	Mục tiêu đầu tư vào HĐTL
13	RC3	Thu nhập của anh chị trong vòng 2-3 năm đến
14	RC4	Nhận định phù hợp với tình trạng thu nhập hiện tại
15	RC5	Nhận định mô tả đúng hoặc gần đúng số lượng tài sản đang sở hữu
16	RC6	Mô tả tình trạng tài chính hiện nay, tỉ lệ giữa nợ cá nhân và thu nhập
17	RC7	Mô tả đúng nhất về nguồn thu nhập (bao gồm các khoản thu nhập đóng góp trên 10% vào tổng thu nhập)
18	RC8	Tình hình bảo hiểm hiện nay
19	RC9	Mô tả chính xác nhất tình hình thu nhập hiện nay
20	RC10	Mô tả chính xác nhất tình hình tài chính hiện nay
21	RT1	Liên tưởng của bản thân khi nghe đến “rủi ro tài chính”
22	RT2	Đánh giá khả năng chịu đựng căng thẳng liên quan đến các vấn đề tài chính của bản thân khi so sánh với người khác có cùng điều kiện tài chính và kinh tế xã hội

<b>STT</b>	<b>Mã hóa</b>	<b>Nội dung</b>
23	RT3	Ý kiến với nhận định “Tôi có thể thích ứng dễ dàng với những thay đổi tài chính bất ngờ và bất lợi”:
24	RT4	Mô tả gần đúng quá trình đưa ra quyết định đầu tư
25	RT5	Kế hoạch đầu tư một khoản tiền lớn
26	RT6	Mô tả cảm nhận của anh/ chị khi có khoản đầu tư dài hạn mất 5% giá trị
27	RT7	Mô tả cảm nhận của anh/ chị khi có khoản đầu tư dài hạn mất 15% giá trị
28	RT8	Mô tả cảm nhận của anh/ chị khi có khoản đầu tư dài hạn mất 25% giá trị
29	RT9	Mô tả cảm nhận khi có khoản đầu tư dài hạn mất 50% giá trị

*(Nguồn: tác giả tổng hợp)*

## PHỤ LỤC 3

### PHIẾU KHẢO SÁT CHUYÊN GIA

Về việc nghiên cứu rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai chỉ số VN30 của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

#### I/ Phần giới thiệu

Tôi tên là Ngô Thuỳ Dung, giảng viên hiện đang công tác tại khoa Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Thương mại. Hiện nay, tôi đang thực hiện luận án nghiên cứu bậc tiến sỹ của mình với chủ đề "*Nghiên cứu rủi ro trong đầu tư hợp đồng tương lai của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam*". Để có cơ sở đánh giá thực trạng rủi ro trên thị trường để đưa ra những khuyến nghị cho nhà đầu tư cá nhân, công ty chứng khoán và cơ quan quản lý Nhà nước trong thời gian tới, kính mong sự hợp tác cung cấp thông tin qua việc trả lời câu hỏi khảo sát dưới đây của quý Ông/ bà.

Câu trả lời của Ông/ bà sẽ được lưu giữ bảo mật, phục vụ duy nhất cho mục tiêu nghiên cứu và sẽ không được chia sẻ cho bên thứ ba. Rất mong sự hợp tác của quý Ông/ bà.

#### II/ Phần câu hỏi

**Câu 1:** Theo như nghiên cứu của nghiên cứu sinh, hiện nay trên thị trường có 5 loại rủi ro chính: rủi ro do giá chỉ số VN30 thay đổi, Rủi ro do hành vi thao túng trên thị trường cơ sở, Rủi ro do tính thanh khoản, Rủi ro hoạt động và Rủi ro pháp lý. Các ông/ bà có đồng ý nhận định đó không?

**Câu 2:** Trong các loại rủi ro kể trên thì theo ông/ bà loại nào đã và đang xảy ra nhiều và cần đặc biệt lưu ý?

**Câu 3:** Nhà đầu tư cá nhân, công ty chứng khoán và cơ quan quản lý Nhà nước cần làm gì để kiểm soát những rủi ro đó?

**Câu 4:** Trong thời gian tới, liệu có thể xảy ra những rủi ro hay nguy cơ nào mới không?

Xin chân thành cảm ơn sự hợp tác của Quý Ông/ bà!

**PHỤ LỤC 4**  
**DANH SÁCH CÁ NHÂN PHÒNG VẤN CHUYÊN SÂU**

<b>STT</b>	<b>Họ và tên</b>	<b>Chức vụ</b>	<b>Đơn vị công tác</b>
<b>1</b>	Nguyễn Công Minh	Vụ trưởng	Vụ Giám sát thị trường, UBCKNN
<b>2</b>	Nguyễn Xuân Long	Chuyên viên chính	Vụ Giám sát thị trường, UBCKNN
<b>3</b>	Tạ Thanh Bình	Vụ trưởng	Vụ Phát triển thị trường, UBCKNN
<b>4</b>	Nguyễn Thị Khánh Ly	Chuyên viên chính	Vụ Phát triển thị trường, UBCKNN
<b>5</b>	Nguyễn Quang Thương	Phó Tổng giám đốc	Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam
<b>6</b>	Vũ Thị Thuý Ngà	Phó Tổng giám đốc	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

**PHỤ LỤC 5**  
**BẢNG KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH VAR**

	pf1mdi	pf2m	pf1q	pf2q	rf1m	rf2m	rf1q	rf2q
vn30di.l1	-1.46e-01 (0.6453)	1.66e-04 (0.1699)	1.47e-04 (0.2186)	7.52e-05 (0.5151)	6.49e-05 (0.5721)	-1.8e-04* (0.0350)	-9.54e-05 (0.2492)	-1.20e-04 (0.1463)
Forex.l1	2.03e+02 (0.5077)	4.24e-01*** (0.0002)	4.02e-01*** (0.0004)	4.1e-01*** (0.0002)	3.84e-01*** (0.0005)	-1.8e-01* (0.0225)	-1.03e-01 (0.1955)	-1.42e-01 (0.0734)
golddi.l1	6.5e-02 (0.5141)	3.50e-06 (0.9260)	9.13e-06 (0.8080)	8.2e-06 (0.8230)	1.99e-05 (0.5813)	-1.68e-05 (0.5295)	-8.10e-06 (0.7546)	-6.2e-06 (0.8118)
rf1m.l1	-5.4e+03*** (0.0009)	8.87e-01 (0.1556)	9.34e-01 (0.1334)	8.53e-01 (0.1557)	2.4e-01 (0.6882)	1.1e+00* (0.0148)	9.4e-01* (0.0267)	1.1e+00* (0.0171)
rf2m.l1	1.79e+02 (0.5571)	-2.7e-01* (0.0184)	-6.1e-02 (0.5767)	-1.16e-02 (0.9118)	5.4e-02 (0.6048)	3.1e-01*** (0.0001)	-6.12e-02 (0.4361)	-6.47e-02 (0.3890)
rf1q.l1	2.82e+02 (0.4167)	-9.34e-02 (0.4774)	1.78e-01 (0.1662)	-7.3e-02 (0.5574)	-1.15e-01 (0.3501)	3.26e-03 (0.9714)	4.7e-01*** (1.8e-07)	1.12e-01 (0.2107)
rf2q.l1	-5.41e+02 (0.0895)	6.62e-02 (0.5828)	-1.13e-01 (0.3389)	9.63e-02 (0.3982)	6.9e-02 (0.5429)	-2.9e-02 (0.7323)	-1.12e-01 (0.1677)	1.64e-01 (0.0476)
Vn30di.l2	4.28e-01 (0.1523)	1.88e-04 (0.0972)	1.77e-04 (0.1136)	1.25e-04 (0.2484)	4.43e-06 (0.9672)	-8.73e-05 (0.2728)	-9.35e-05 (0.2283)	-1.17e-04 (0.1314)
Forex.l2	-2.7e+02 (0.3712)	3.32e-02 (0.7726)	-1.07e-02 (0.9248)	2.43e-03 (0.9823)	2.82e-02 (0.7969)	1.8e-01* (0.0199)	1.8e-01* (0.0230)	1.9e-01* (0.0133)
golddi.l2	2.84e-02	7.9e-05*	7.6e-05*	7.3e-05*	6.17e-05	4.46e-05	2.93e-05	3.82e-05

	(0.7782)	(0.0364)	(0.0464)	(0.0462)	(0.090)	(0.0977)	(0.2633)	(0.1459)
rf1m.l2	-3.2e+03 (0.055)	9.28e-01 (0.1466)	1.1e+00 (0.085)	1.05e+0 0 (0.0844)	7.54e-01 (0.2134)	3.64e-02 (0.9351)	-9.06e-02 (0.8351)	3.75e-02 (0.9315)
rf2m.l2	-3.02e+02 (0.3176)	3.74e-01*** (0.0016)	4.51e-01*** (7.5e-05)	4.1e-01*** (0.0001)	3.9e-01*** (0.0002)	8.70e-02 (0.2537)	1.22e-01 (0.0997)	9.32e-02 (0.2101)
rf1q.l2	1.32e+02 (0.7092)	2.143e+00 (0.0334)	-1.88e-01 (0.1538)	-2.48e-01 (0.0530)	-2.1e-01 (0.098)	1.16e-01 (0.2132)	3.33e-02 (0.7133)	8.23e-02 (0.3660)
rf2q.l2	4.44e+02 (0.1716)	-6.2e-02 (0.6113)	-2.24e-01 (0.063)	-1.22e-01 (0.2913)	-1.7e-01 (0.1395)	2.87e-03 (0.9731)	6.76e-02 (0.4145)	5.82e-02 (0.4836)
R2	0.16	0.12	0.13	0.12	0.10	0.57	0.58	0.54
Adjust R2	0.10	0.14	0.06	0.05	0.04	0.54	0.55	0.51
F-statistic	2.649 on 55 and 750 DF, p-value = 4.837e-09	2.256 on 55 and 750 DF, p-value = 1.375e-06	2.092 on 55 and 750 DF, p-value: 1.255e-05	1.914 on 55 and 750 DF, p-value: 0.0001	1.665 on 55 and 750 DF, p-value: 0.002	18.53 on 55 and 750 DF, p-value < 2.2e-16	19.17 on 55 and 750 DF, p-value < 2.2e-16	17.46 on 51 and 754 DF, p-value < 2.2e-16

**PHỤ LỤC 6**  
**BẢNG KẾT QUẢ MÔ HÌNH PLS – SEM**

**Multiple Response**

**Case Summary**

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Shocvantaichinh <sup>a</sup>	412	100.0%	0	.0%	412	100.0%



### Shocvantaichinh Frequencies

		Responses		Percent of Cases
		N	Percent	
hocvantaichinh <sup>a</sup>	Tôi có bằng cấp liên quan trong lĩnh vực tài chính (VD: bằng đại học, cao đẳng...)	251	34.2%	60.9%
	Tôi đã từng làm việc trực tiếp trong lĩnh vực tài chính (kế toán, môi giới chứng khoán, quản lý đầu tư...)	149	20.3%	36.2%
	Tôi đã tự học các vấn đề liên quan đến tài chính trong những năm qua (thông qua các khóa đào tạo, bồi dưỡng, hội thảo, tự đọc...)	129	17.6%	31.3%
	Tôi đã và đang tự quản lý các khoản đầu tư chứng khoán của bản thân	181	24.7%	43.9%
	Khác (ghi rõ)	24	3.3%	5.8%
Total		734	100.0%	178.2%

### Frequencies

#### Statistics

		gioitinh	tuoi	honnhan	thunhap	trinhdo
N	Valid	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0

### Frequency Table

#### gioitinh

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Nam	246	59.7	59.7	59.7

	Nữ	166	40.3	40.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**tuoi**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Từ 18 đến 28 tuổi.	64	15.5	15.5	15.5
	Từ 29 đến 39 tuổi.	112	27.2	27.2	42.7
	Từ 40 đến 49 tuổi.	129	31.3	31.3	74.0
	Từ 50 đến 59.	86	20.9	20.9	94.9
	Trên 60.	21	5.1	5.1	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**honhan**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Độc thân.	128	31.1	31.1	31.1
	Đã kết hôn – chưa có con.	12	2.9	2.9	34.0
	Đã kết hôn – đã có con.	181	43.9	43.9	77.9
	Bố/mẹ đơn thân.	91	22.1	22.1	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**thunhap**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Dưới 100 triệu đồng	61	14.8	14.8	14.8
	Từ 100 triệu đồng đến 150 triệu đồng.	27	6.6	6.6	21.4
	Từ 150tr đến 200 tr.	106	25.7	25.7	47.1
	Từ 200 đến 250tr.	102	24.8	24.8	71.8
	Trên 250 tr.	116	28.2	28.2	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**trinhdo**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Trung học phổ thông	40	9.7	9.7	9.7
	Cử nhân	228	55.3	55.3	65.0
	Thạc sĩ	84	20.4	20.4	85.4
	Tiến sĩ	60	14.6	14.6	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**Reliability**

**Scale: ALL VARIABLES**

**Case Processing Summary**

		N	%
Cases	Valid	412	100.0
	Excluded <sup>a</sup>	0	.0
	Total	412	100.0

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	N of Items
.915	10

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
RA1	22.74	44.166	.586	.912
RA2	22.77	40.068	.715	.906
RA3	22.72	41.911	.756	.903
RA4	22.68	44.324	.544	.915
RA5	22.73	42.000	.698	.906
RA6	22.76	42.282	.707	.906
RA7	22.75	41.374	.737	.904
RA8	22.75	42.620	.720	.905
RA9	22.76	42.758	.689	.907
RA10	22.73	41.786	.731	.904

**Reliability****Scale: ALL VARIABLES****Case Processing Summary**

		N	%
Cases	Valid	412	100.0
	Excluded <sup>a</sup>	0	.0
	Total	412	100.0

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	N of Items
.945	10

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
RC1	26.44	92.217	.742	.940
RC2	26.41	91.727	.758	.939
RC3	26.49	93.175	.690	.942
RC4	26.51	89.939	.776	.939
RC5	26.44	90.126	.787	.938
RC6	26.50	91.238	.778	.938
RC7	26.35	90.185	.811	.937
RC8	26.43	90.420	.788	.938
RC9	26.49	92.907	.739	.940
RC10	26.39	87.582	.826	.936

**Reliability****Scale: ALL VARIABLES****Case Processing Summary**

		N	%
Cases	Valid	412	100.0
	Excluded <sup>a</sup>	0	.0
	Total	412	100.0

**Reliability Statistics**

Cronbach's	N of

Alpha	Items
.923	9

### Item-Total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
RT1	25.80	31.229	.702	.915
RT2	26.09	30.678	.768	.911
RT3	26.05	32.824	.628	.920
RT4	25.99	31.778	.683	.916
RT5	25.97	31.546	.727	.914
RT6	25.96	30.962	.734	.913
RT7	26.01	31.017	.783	.910
RT8	26.01	31.501	.732	.913
RT9	25.98	31.389	.743	.913

### Frequencies

#### Statistics

		vieclam	vitricongt ac	danhmucdau tu	tylephantra m	q11_tietkie m
N	Valid	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0

#### Statistics

		q12_luongh anghoa	q13_cophie utraiphieu	q14_loit uc	q15_danhg ia	q16_ru iro	q17_ex pl
N	Valid	412	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0	0

#### Statistics

		q18_exp 2	q39_hopdon gtuonglai	q40 sansan	q41_phantra m	q42_chias e
N	Valid	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0

## Frequency Table

### vieclam

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Công việc bán thời gian	47	11.4	11.4	11.4
	Công việc mang tính chất thời vụ	6	1.5	1.5	12.9
	Công việc toàn thời gian	342	83.0	83.0	95.9
	Thất nghiệp tạm thời	17	4.1	4.1	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### vitricongtac

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Công chức/ viên chức	61	14.8	14.8	14.8
	Gián đốc/ người điều hành doanh nghiệp	18	4.4	4.4	19.2
	Khác (ghi rõ)	35	8.5	8.5	27.7
	Kỹ sư	6	1.5	1.5	29.1
	Nhân viên văn phòng	167	40.5	40.5	69.7
	Quản lý	59	14.3	14.3	84.0
	Quản lý cấp cao	12	2.9	2.9	86.9
	Thực tập sinh/ sinh viên mới ra trường	54	13.1	13.1	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### danhmucdautu

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	cổ phiếu, hợp đồng tương lai	247	60.0	60.0	60.0
	cổ phiếu, trái phiếu, hợp đồng tương lai	124	30.1	30.1	90.0
	cổ phiếu, hợp đồng tương lai, crypto dưới	41	10.0	10.0	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**tylephantram**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Dưới 10%	271	65.8	65.8	65.8
	Trên 40%	19	4.6	4.6	70.4
	Từ 10 đến 19%	78	18.9	18.9	89.3
	Từ 20 đến 29%	33	8.0	8.0	97.3
	Từ 30 đến 39%	11	2.7	2.7	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q11\_tietkiem**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Ít hơn 5 triệu đồng	23	5.6	5.6	5.6
	Nhiều hơn 5 triệu đồng	332	80.6	80.6	86.2
	Tôi không chắc	31	7.5	7.5	93.7
	Vẫn là 5 triệu đồng	26	6.3	6.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q12\_luonghanghoa**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Bằng với hiện tại	23	5.6	5.6	5.6
	Ít hơn hiện tại	323	78.4	78.4	84.0
	Nhiều hơn hiện tại	30	7.3	7.3	91.3
	Tôi không chắc	36	8.7	8.7	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q13\_cophieutraiphieu**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Đúng	269	65.3	65.3	65.3
	Sai	55	13.3	13.3	78.6
	Tôi không chắc	88	21.4	21.4	100.0

	Total	412	100.0	100.0	
--	-------	-----	-------	-------	--

#### q14\_loituc

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Cổ phiếu	224	54.4	54.4	54.4
	Tiền tiết kiệm	12	2.9	2.9	57.3
	Tôi không chắc	102	24.8	24.8	82.0
	Trái phiếu	74	18.0	18.0	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

#### q15\_danhgia

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Cổ phiếu	332	80.6	80.6	80.6
	Tiền tiết kiệm	27	6.6	6.6	87.1
	Tôi không chắc	30	7.3	7.3	94.4
	Trái phiếu	23	5.6	5.6	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

#### q16\_ruiro

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Giảm	201	48.8	48.8	48.8
	Không đổi	38	9.2	9.2	58.0
	Tăng	114	27.7	27.7	85.7
	Tôi không chắc	59	14.3	14.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

#### q17\_exp1

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Dưới 1 năm	226	54.9	54.9	54.9
	Trên 10 năm	12	2.9	2.9	57.8
	Từ 1 đến 4 năm	135	32.8	32.8	90.5
	Từ 4 đến 7 năm	24	5.8	5.8	96.4
	Từ 7 đến 10	15	3.6	3.6	100.0



	năm				
	Total	412	100.0	100.0	

**q18\_exp2**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Dưới 1 năm	361	87.6	87.6	87.6
	Trên 4 năm	6	1.5	1.5	89.1
	Từ 1 đến 2 năm	30	7.3	7.3	96.4
	Từ 2 đến 3 năm	10	2.4	2.4	98.8
	Từ 3 đến 4 năm	5	1.2	1.2	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q39\_hopdongtuonglai**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Ít rủi ro	35	8.5	8.5	8.5
	Không có rủi ro nào	23	5.6	5.6	14.1
	Rất rủi ro	62	15.0	15.0	29.1
	Rủi ro	110	26.7	26.7	55.8
	Rủi ro ở mức độ trung bình	182	44.2	44.2	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q40\_sansan**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Bình thường	193	46.8	46.8	46.8
	Không sẵn sàng	79	19.2	19.2	66.0
	Rất không sẵn sàng	36	8.7	8.7	74.8
	Rất sẵn sàng	36	8.7	8.7	83.5
	Sẵn sàng	68	16.5	16.5	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q41\_phantram**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Dưới 10%	157	38.1	38.1	38.1
	Trên 40%	32	7.8	7.8	45.9
	Từ 10 đến 19%	136	33.0	33.0	78.9

	Từ 20 đến 29%	69	16.7	16.7	95.6
	Từ 30 đến 39%	18	4.4	4.4	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**q42\_chiase**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	không	371	90.0	90.0	90.0
	cần thêm kiến thức về hợp đồng tương lai	41	10.0	10.0	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**Frequencies**

**Statistics**

		RA1	RA2	RA3	RA4	RA5	RA6	RA7
N	Valid	412	412	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0	0	0

**Statistics**

		RA8	RA9	RA10	RC1	RC2	RC3	RC4
N	Valid	412	412	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0	0	0

**Statistics**

		RC5	RC6	RC7	RC8	RC9	RC10	RT1
N	Valid	412	412	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0	0	0

**Statistics**

		RT2	RT3	RT4	RT5	RT6	RT7
N	Valid	412	412	412	412	412	412
	Missing	0	0	0	0	0	0

**Statistics**

		RT8	RT9
N	Valid	412	412

	Missing	0	0
--	---------	---	---

### Frequency Table

#### RA1

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	44	10.7	10.7	10.7
	2	169	41.0	41.0	51.7
	3	136	33.0	33.0	84.7
	4	63	15.3	15.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

#### RA2

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	86	20.9	20.9	20.9
	2	148	35.9	35.9	56.8
	3	91	22.1	22.1	78.9
	4	64	15.5	15.5	94.4
	5	23	5.6	5.6	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

#### RA3

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	46	11.2	11.2	11.2
	2	164	39.8	39.8	51.0
	3	141	34.2	34.2	85.2
	4	53	12.9	12.9	98.1
	5	8	1.9	1.9	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

#### RA4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	53	12.9	12.9	12.9
	2	128	31.1	31.1	43.9
	3	175	42.5	42.5	86.4
	4	50	12.1	12.1	98.5

	5	6	1.5	1.5	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RA5

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	64	15.5	15.5	15.5
	2	134	32.5	32.5	48.1
	3	150	36.4	36.4	84.5
	4	56	13.6	13.6	98.1
	5	8	1.9	1.9	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RA6

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	54	13.1	13.1	13.1
	2	164	39.8	39.8	52.9
	3	131	31.8	31.8	84.7
	4	57	13.8	13.8	98.5
	5	6	1.5	1.5	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RA7

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	67	16.3	16.3	16.3
	2	145	35.2	35.2	51.5
	3	128	31.1	31.1	82.5
	4	66	16.0	16.0	98.5
	5	6	1.5	1.5	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RA8

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	48	11.7	11.7	11.7
	2	164	39.8	39.8	51.5
	3	145	35.2	35.2	86.7
	4	51	12.4	12.4	99.0
	5	4	1.0	1.0	100.0

	Total	412	100.0	100.0
--	-------	-----	-------	-------

**RA9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	53	12.9	12.9	12.9
	2	158	38.3	38.3	51.2
	3	144	35.0	35.0	86.2
	4	53	12.9	12.9	99.0
	5	4	1.0	1.0	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RA10**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	56	13.6	13.6	13.6
	2	152	36.9	36.9	50.5
	3	138	33.5	33.5	84.0
	4	58	14.1	14.1	98.1
	5	8	1.9	1.9	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RC1**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	67	16.3	16.3	16.3
	2	71	17.2	17.2	33.5
	3	152	36.9	36.9	70.4
	4	61	14.8	14.8	85.2
	5	61	14.8	14.8	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RC2**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	57	13.8	13.8	13.8
	2	98	23.8	23.8	37.6
	3	120	29.1	29.1	66.7
	4	74	18.0	18.0	84.7
	5	63	15.3	15.3	100.0

	Total	412	100.0	100.0
--	-------	-----	-------	-------

### RC3

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	76	18.4	18.4	18.4
	2	69	16.7	16.7	35.2
	3	145	35.2	35.2	70.4
	4	67	16.3	16.3	86.7
	5	55	13.3	13.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RC4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	93	22.6	22.6	22.6
	2	64	15.5	15.5	38.1
	3	115	27.9	27.9	66.0
	4	81	19.7	19.7	85.7
	5	59	14.3	14.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RC5

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	83	20.1	20.1	20.1
	2	58	14.1	14.1	34.2
	3	135	32.8	32.8	67.0
	4	72	17.5	17.5	84.5
	5	64	15.5	15.5	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RC6

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	78	18.9	18.9	18.9
	2	70	17.0	17.0	35.9
	3	138	33.5	33.5	69.4
	4	75	18.2	18.2	87.6

	5	51	12.4	12.4	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RC7**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	66	16.0	16.0	16.0
	2	69	16.7	16.7	32.8
	3	128	31.1	31.1	63.8
	4	84	20.4	20.4	84.2
	5	65	15.8	15.8	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RC8**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	76	18.4	18.4	18.4
	2	62	15.0	15.0	33.5
	3	145	35.2	35.2	68.7
	4	62	15.0	15.0	83.7
	5	67	16.3	16.3	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RC9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	61	14.8	14.8	14.8
	2	88	21.4	21.4	36.2
	3	151	36.7	36.7	72.8
	4	58	14.1	14.1	86.9
	5	54	13.1	13.1	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RC10**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	85	20.6	20.6	20.6
	2	77	18.7	18.7	39.3
	3	91	22.1	22.1	61.4

	4	74	18.0	18.0	79.4
	5	85	20.6	20.6	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT1

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	6	1.5	1.5	1.5
	2	41	10.0	10.0	11.4
	3	204	49.5	49.5	60.9
	4	92	22.3	22.3	83.3
	5	69	16.7	16.7	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT2

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	5	1.2	1.2	1.2
	2	84	20.4	20.4	21.6
	3	223	54.1	54.1	75.7
	4	48	11.7	11.7	87.4
	5	52	12.6	12.6	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT3

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	7	1.7	1.7	1.7
	2	48	11.7	11.7	13.3
	3	260	63.1	63.1	76.5
	4	58	14.1	14.1	90.5
	5	39	9.5	9.5	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	8	1.9	1.9	1.9
	2	49	11.9	11.9	13.8



	3	240	58.3	58.3	72.1
	4	64	15.5	15.5	87.6
	5	51	12.4	12.4	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT5

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	6	1.5	1.5	1.5
	2	44	10.7	10.7	12.1
	3	249	60.4	60.4	72.6
	4	60	14.6	14.6	87.1
	5	53	12.9	12.9	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT6

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	7	1.7	1.7	1.7
	2	57	13.8	13.8	15.5
	3	221	53.6	53.6	69.2
	4	69	16.7	16.7	85.9
	5	58	14.1	14.1	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT7

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	5	1.2	1.2	1.2
	2	55	13.3	13.3	14.6
	3	249	60.4	60.4	75.0
	4	51	12.4	12.4	87.4
	5	52	12.6	12.6	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

### RT8

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	6	1.5	1.5	1.5

	2	51	12.4	12.4	13.8
	3	252	61.2	61.2	75.0
	4	52	12.6	12.6	87.6
	5	51	12.4	12.4	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**RT9**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	5	1.2	1.2	1.2
	2	57	13.8	13.8	15.0
	3	223	54.1	54.1	69.2
	4	82	19.9	19.9	89.1
	5	45	10.9	10.9	100.0
	Total	412	100.0	100.0	

**Custom Tables**

**Table 1**

	1	2	3	4	5
	Count	Count	Count	Count	Count
RA1	44	169	136	63	0
RA2	86	148	91	64	23
RA3	46	164	141	53	8
RA4	53	128	175	50	6
RA5	64	134	150	56	8
RA6	54	164	131	57	6
RA7	67	145	128	66	6
RA8	48	164	145	51	4
RA9	53	158	144	53	4
RA10	56	152	138	58	8

**Custom Tables**

**Table 1**

	1	2	3	4	5
	Count	Count	Count	Count	Count
RC1	67	71	152	61	61
RC2	57	98	120	74	63
RC3	76	69	145	67	55
RC4	93	64	115	81	59
RC5	83	58	135	72	64

RC6	78	70	138	75	51
RC7	66	69	128	84	65
RC8	76	62	145	62	67
RC9	61	88	151	58	54
RC10	85	77	91	74	85
RT1	6	41	204	92	69
RT2	5	84	223	48	52
RT3	7	48	260	58	39
RT4	8	49	240	64	51
RT5	6	44	249	60	53
RT6	7	57	221	69	58
RT7	5	55	249	51	52
RT8	6	51	252	52	51
RT9	5	57	223	82	45