

HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI VÀ HỢP ĐỒNG HOÁN ĐỔI

1. Liên hệ giữa hợp đồng kỳ hạn với hợp đồng tương lai và hoán đổi

Trong bài 12 chúng ta đã bàn luận về việc sử dụng hợp đồng kỳ hạn để quản lý rủi ro biến động giá cả trên thị trường hàng hóa và thị trường chứng khoán cũng như quản lý rủi ro ngoại hối trong các giao dịch ngoại tệ, đặc biệt là hoạt động xuất nhập khẩu, đầu tư và tín dụng. Có thể nói hợp đồng kỳ hạn được thiết kế như là một công cụ hữu hiệu để quản lý rủi ro. Thế nhưng do quá chú trọng đến công dụng quản lý rủi ro nên hợp đồng kỳ hạn đánh mất đi cơ hội kinh doanh hay đầu cơ. Chẳng hạn, để quản lý rủi ro ngoại hối khi có hợp đồng nhập khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, doanh nghiệp có thể thoả thuận mua ngoại tệ kỳ hạn 6 tháng với ngân hàng. Sau khi ký hợp đồng kỳ hạn, tỷ giá kỳ hạn được xác định chẳng hạn là $F(\text{USD/VND})=16.200$. Năm tháng sau tỷ giá giao ngay trên thị trường lên đến $S(\text{USD/VND})=16.220$, doanh nghiệp thán mừng vì thấy hợp đồng kỳ hạn của mình có lời. Nhưng lời ở đây chỉ là lời “trong tính toán” chứ không phải lời thực sự vì lúc này hợp đồng kỳ hạn chưa đến hạn. Đến khi hợp đồng đến hạn, tỷ giá giao ngay trên thị trường lại đổi khác và biết đâu chừng lúc ấy tỷ giá giao ngay $S(\text{USD/VND})=16.050$ tức nhỏ hơn tỷ giá kỳ hạn đã cam kết. Nhưng vì lúc này hợp đồng kỳ hạn đã đến hạn và vì là hợp đồng bắt buộc nên doanh nghiệp phải mua ngoại tệ theo tỷ giá kỳ hạn $F(\text{USD/VND}) = 16.100$ như đã cam kết trong hợp đồng kỳ hạn. Đây là hạn chế hay nhược điểm quan trọng của hợp đồng kỳ hạn. Nhược điểm này có thể tránh được nếu doanh nghiệp sử dụng hợp đồng tương lai.

Ngoài ra khi phân tích hạn chế của hợp đồng kỳ hạn như đã trình bày trong bài 12 chúng ta có thể dễ dàng nhận thấy rằng hợp đồng kỳ hạn chỉ đáp ứng được nhu cầu giao dịch của doanh nghiệp khi nào doanh nghiệp chỉ có nhu cầu mua hoặc bán ngoại tệ trong tương lai còn ở hiện tại thì doanh nghiệp không có nhu cầu. Thực tế cho thấy đôi khi doanh nghiệp vừa có nhu cầu giao dịch ngoại tệ giao ngay ở thời điểm hiện tại, đồng thời vừa có nhu cầu giao dịch ngoại tệ kỳ hạn ở một thời điểm nào đó trong tương lai. Khi ấy, hợp đồng kỳ hạn không thể đáp ứng được. Trong tính huống này hợp đồng hoán đổi nên được sử dụng.

2. Hợp đồng tương lai

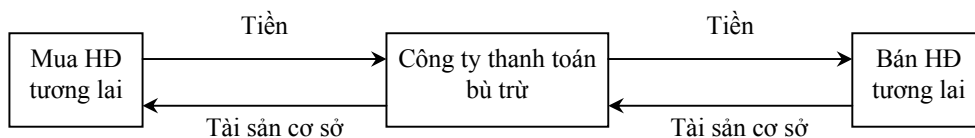
2.1 Giới thiệu chung

Có thể nói hợp đồng tương lai là hợp đồng kỳ hạn được chuẩn hóa về loại tài sản cơ sở mua bán, số lượng các đơn vị tài sản cơ sở mua bán, thể thức thanh toán, và kỳ hạn giao dịch. Hợp đồng kỳ hạn không được chuẩn hóa, các chi tiết là do hai bên đàm phán và thoả thuận cụ thể. Một số điểm khác biệt cơ bản giữa hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai có thể liệt kê như sau:

- Hợp đồng tương lai được thoả thuận và mua bán thông qua người môi giới. Hợp đồng kỳ hạn được thoả thuận trực tiếp giữa hai bên của hợp đồng.
- Hợp đồng tương lai được mua bán trên thị trường tập trung. Hợp đồng kỳ hạn trên thị trường phi tập trung.

- Hợp đồng tương lai được *tính hàng ngày theo giá thị trường* (marking to market). Hợp đồng kỳ hạn được thanh toán vào ngày đáo hạn.

Như đã trình bày ở trên, hợp đồng kỳ hạn được thỏa thuận trực tiếp giữa hai bên của hợp đồng. Điều này không đúng đối với các hợp đồng tương lai. Nhà đầu tư muốn mua hay bán hợp đồng tương lai sẽ liên lạc với công ty môi giới. Công ty môi giới sẽ chỉ thị cho người mua bán trên sàn giao dịch thực hiện lệnh mua hay bán hợp đồng tương lai. Hoạt động giao dịch được thực hiện thông qua một tổ chức trung gian gọi là công ty thanh toán bù trừ (clearing house) theo sơ đồ sau:



2.2 Hợp đồng tương lai trên thị trường hàng hóa và thị trường chứng khoán

Đối với hợp đồng kỳ hạn, mọi khoản lãi hay lỗ của hợp đồng đều được thanh toán vào lúc đáo hạn. Ngược lại, đối với hợp đồng tương lai, các khoản lãi hay lỗ được tính hàng ngày (cộng vào hay trừ đi từ tài khoản của các bên của hợp đồng) theo sự biến động của giá tương lai. Việc tính toán này là để loại trừ một phần rủi ro cho công ty thanh toán bù trừ trong trường hợp một bên của hợp đồng không có khả năng thanh toán khi đáo hạn.

Ví dụ, vào ngày 28/2/2006, A ký một hợp đồng tương lai mua 100 cổ phiếu XYZ với giá tương lai là $F_0 = 80.000\text{đ}/\text{cổ phiếu}$. Để hạn chế rủi ro, khi ký hợp đồng, A phải ký quỹ một khoản tiền trong tài khoản bảo chứng tại công ty thanh toán bù trừ. Ví dụ, mức bảo chứng (margin) là 1 triệu đồng. Sau mỗi ngày, nếu có lãi, thì khoản lãi sẽ được cộng vào tài khoản; còn nếu lỗ thì cũng sẽ bị trừ vào tài khoản. Nếu giá trị trong tài khoản bảo chứng giảm xuống tới một mức giới hạn, ví dụ là 0,8 triệu đồng, gọi là mức bảo chứng duy trì (maintenance margin) thì nhà đầu tư sẽ được yêu cầu ký quỹ thêm tiền cho đạt mức bảo chứng 4 triệu đồng ban đầu, còn nếu không thì công ty bảo chứng sẽ “đóng” toàn bộ hay một phần giá trị hợp đồng tương lai của nhà đầu tư để đảm bảo mức bảo chứng được thỏa mãn.

Tùy theo biến động giá cả hàng ngày, người mua hoặc bán hợp đồng có thể lãi hoặc lỗ. Hàng ngày giá cả hàng hóa và mức lãi hoặc lỗ sẽ được Phòng thanh toán bù trừ ghi nhận và thanh toán. Chẳng hạn trong ví dụ trên đây hoạt động thanh toán hàng ngày diễn ra như mô tả dưới đây:

Ngày	Giá cổ phiếu	Lãi (lỗ) hàng ngày	Giá trị trong t/k bảo chứng
28/2	80.000		1.000.000 đồng
1/3	89.000	100(89000 – 80.000)	1.900.000
2/3	90.000	100(90.000 – 89.000)	2.000.000
3/3	80.000	100(80.000 – 90.000)	1.000.000
4/3	77.000	100(77.000 – 80.000)	700.000
5/3	70.000	100(70.000 – 77000)	300.000
6/3	77.800	100(77.800 – 70.000)	1.780.000
7/3	77.600	100(77.600 – 77.800)	1.760.000
8/3	78.200	100(78.200 – 77.600)	1.820.000
9/3	88.600	100(88.600 – 78.200)	2.860.000
10/3	98.400	100(98.400 – 88.600)	3.840.000
Cộng			

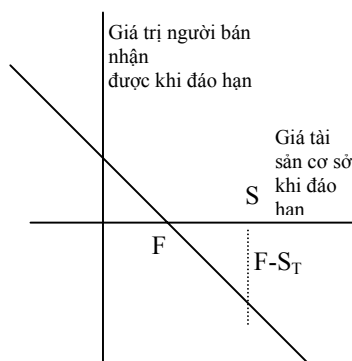
Giá trị xuống dưới 0,8 triệu đồng;
 ký quỹ thêm 300.000 đồng để đạt
 1 triệu đồng
 Giá trị xuống dưới 0,8 triệu đồng;
 ký quỹ thêm 700.000 đồng để đạt
 1 triệu đồng

Người mua trong hợp đồng tương lai phải mua tài sản cơ sở với mức giá xác định trong tương lai và sẽ được lợi nếu giá tài sản trên thị trường tăng lên. Người bán trong hợp đồng tương lai phải bán tài sản cơ sở với mức giá xác định trong tương lai và sẽ được lợi nếu giá tài sản trên thị trường giảm xuống. Giả sử A là người mua và B là người bán trong hợp đồng tương lai. Theo hợp đồng, A phải mua 1 đơn vị tài sản cơ sở (ví dụ là 1kg gạo) của B với giá tương lai F (5.000đ) vào thời điểm đáo hạn T (sau 3 tháng).

Giá trị nhận được đối với người mua (A):

Sau 3 tháng, khi hợp đồng đáo hạn, giá gạo trên thị trường là S_T . Theo hợp đồng, A phải mua gạo của B với giá F. A có thể bán gạo ra thị trường với S_T . *Giá trị A nhận được là* $(S_T - F)$, được biểu diễn bởi đường 45° đi lên ở hình bên. Nếu $S_T > F$, A được lợi từ hợp đồng; nếu $S_T < F$, A bị lỗ từ hợp đồng.

Ví dụ, $S_T = 6.000đ$. Theo hợp đồng tương lai, A mua 1 kg gạo của B với giá $F = 5.000đ$. Ngay lập tức A có thể bán ra thị trường với giá 6.000đ, và thu về khoản lợi ròng của A là $S_T - F = 1.000đ$. Ngược lại, nếu $S_T = 4.000đ$, thì A vẫn phải mua của B 1 kg gạo với giá $F = 5.000đ$ do hợp đồng ràng buộc, trong khi mua ở thị trường thì chỉ mất 4000đ. Vậy, khoản lợi ròng của A là $S_T - F = -1.000đ$, hay A bị lỗ 1.000đ.



Giá trị nhận được đối với người bán (B):

Theo hợp đồng, B phải bán 1kg gạo cho A với giá F. B có thể bán gạo ra thị trường với S_T . *Giá trị B nhận được từ hợp đồng là* $(F - S_T)$, được biểu diễn bởi đường 45° đi xuống ở hình bên. Nếu $S_T < F$, A được lợi từ hợp đồng; nếu $S_T > F$, A bị lỗ từ hợp đồng.

Ví dụ, $S_T = 4.000đ$. Theo hợp đồng tương lai, B phải bán 1 kg gạo cho A với giá $F = 5.000đ$. Để có được 1kg gạo này, B có thể mua trên thị trường với giá $S_T = 4.000đ$. Bán lại cho A với

giá $F=5.000đ$, B thu về khoản lợi ròng $F - S_T = 1.000đ$. Ngược lại, nếu $S_T = 6.000đ$, thì B vẫn phải bán cho A 1 kg gạo với giá $F=5.000đ$ do hợp đồng ràng buộc, trong khi bán trên thị trường thì được tới 6.000đ. Vậy, khoản lợi ròng của B là $F - S_T = -1.000đ$, hay B bị lỗ 1.000đ. Ta có thể thấy giá trị mà A và B nhận được hoàn toàn đối xứng nhau.

Nói một cách chặt chẽ thì cách tính toán giá trị nhận được của hai bên hợp đồng ở trên và cách định giá sau đây chỉ chính xác đối với hợp đồng kỳ hạn vì mọi thứ được thanh toán vào ngày đáo hạn. Tuy nhiên, để đơn giản ta giả sử rằng sự khác biệt giữa hai loại hợp đồng này là không đáng kể.

Cũng giống như giá hiện hành của tài sản tài chính, giá tương lai cũng biến đổi theo thời gian. Trong ví dụ ở trên, vào thời điểm ký hợp đồng 1/09/2002, giá tương lai của hợp đồng tương lai đáo hạn vào 1/12/200x là $F = 5.000đ$. Ta ký hiệu giá này là $F_0 = F = 5.000đ$. Giả sử một tháng sau, vào 1/10/200x nếu ta cũng thiết lập một hợp đồng tương lai mua bán gạo đáo hạn vào đúng 1/12/200x, thì giá tương lai sẽ là $F_1 = 5.500đ$. Tức là vào mỗi thời điểm khác nhau, sẽ có những mức giá tương lai khác nhau cùng đáo hạn vào 1/12/200x. Vấn đề là giá tương lai được xác định như thế nào.

Giá tương lai được xác định trên cơ sở thiết lập mối quan hệ giữa giá tương lai (future price) và giá hiện hành (spot price) theo nguyên tắc là ở mức giá xác định thì không thể thu được lợi nhuận bằng cách kinh doanh dựa vào chênh lệch giá (principle of no arbitrage).

Giả sử giá tài sản cơ sở hiện hành là S_0 . Chúng ta đầu tư vào một danh mục chứng khoán như sau: vay S_0 (đồng) với lãi suất r_f ; dùng số tiền này để mua tài sản cơ sở; đồng thời bán hợp đồng tương lai tài sản cơ sở với giá tương lai F_0 và kỳ hạn bằng với kỳ hạn vay tiền (tức là vào lúc đáo hạn, ta phải bán tài sản cơ sở với giá F_0 , nhưng tại thời điểm này không hề có trao đổi tiền hay tài sản).

Giả sử, trong thời gian từ nay đến khi hợp đồng tương lai đáo hạn, tài sản cơ sở tạo ra khoản lãi là D . (Ví dụ nếu tài sản cơ sở là cổ phiếu thì D là cổ tức cổ phiếu trả). Vào thời điểm đáo hạn, giá tài sản cơ sở trên thị trường là S_T .

	Dòng tiền đầu kỳ	Dòng tiền cuối kỳ
Vay S_0	S_0	$-S_0(1+r_f)$
Mua tài sản cơ sở với giá S_0	$-S_0$	$S_T + D$
Bán HĐ tương lai tài sản cơ sở	0	$F_0 - S_T$
Cộng	0	$F_0 - S_0(1+r_f) + D$

Lưu ý rằng chắc chắn ta nhận được số tiền cuối kỳ là $[F_0 - S_0(1+r_f) + D]$. Nguyên tắc không thể thu lợi từ chênh lệch giá đưa đến kết luận là đầu kỳ ta bỏ ra 0 đồng thì cuối kỳ ta cũng nhận được 0 đồng. Tức là:

$$F_0 - S_0(1+r_f) + D = 0 \text{ hay } F_0 = S_0(1+r_f) - D$$

Gọi $d = D/S_0$ (tỷ lệ cổ tức), ta có: $F_0 = S_0(1+r_f-d)$

Công thức tính giá tương lai ở trên được gọi là *quan hệ chi phí lưu giữ tài sản tài chính* bởi vì theo công thức này thì giá tương lai được xác định bởi chi phí của việc mua một tài sản tài chính nhưng được giao vào một thời điểm trong tương lai so với chi phí mua tài sản đó ngay lập tức rồi cất giữ cho đến thời điểm trong tương lai.

Ở đây ta mới giả định là kỳ hạn bằng 1. Nếu hợp đồng tương lai có kỳ hạn T thì:

$$F_0 = S_0(1+r_f-d)^T$$

Giá tương lai tại thời điểm t : $F_t = S_t(1+r_f-d)^{T-t}$

Đến khi đáo hạn, $t=T$ và $F_T = S_T$.

2.3 Hợp đồng tương lai trên thị trường ngoại hối

2.3.1 Giới thiệu chung

Thị trường ngoại tệ tương lai (currency future markets) là thị trường giao dịch các hợp đồng mua bán ngoại tệ tương lai, sau đây gọi tắt là hợp đồng tương lai. Hợp đồng tương lai (future contracts) được Thị Trường Tiền Tệ Quốc Tế (International Monetary Market – IMM) đưa ra lần đầu tiên năm 1972 ở Chicago nhằm cung cấp cho những nhà đầu cơ (speculators) một phương tiện kinh doanh và cho những người ngại rủi ro (hedgers) một công cụ phòng ngừa rủi ro hối đoái. *Hợp đồng tương lai là một thỏa thuận mua bán một số lượng ngoại tệ đã biết theo tỷ giá cố định tại thời điểm hợp đồng có hiệu lực và việc chuyển giao ngoại tệ được thực hiện vào một ngày trong tương lai được xác định bởi Sở giao dịch (IMM).* Giao dịch tương lai, về thực chất, chính là giao dịch kỳ hạn nhưng được chuẩn hoá (standardized) về loại ngoại tệ giao dịch, doanh số giao dịch, và ngày giao dịch. Nét khác biệt nổi bật nữa là giao dịch tương lai được thực hiện tập trung thông qua môi giới ở sàn giao dịch, trong khi giao dịch kỳ hạn là giao dịch thỏa thuận trực tiếp giữa hai bên, không cần tập trung hay thông qua môi giới.

Hợp đồng tương lai được thực hiện giao dịch trên thị trường gọi là thị trường tương lai. Tuy nhiên, khác với hợp đồng có kỳ hạn, hợp đồng tương lai chỉ sẵn sàng cung cấp đối với một vài loại ngoại tệ mà thôi. Chẳng hạn, thị trường Chicago chỉ cung cấp hợp đồng tương lai với sáu loại ngoại tệ mạnh đó là GBP, CAD, EUR, JPY, CHF và AUD. Thị trường tương lai thực chất chính là thị trường có kỳ hạn được tiêu chuẩn hóa về loại ngoại tệ giao dịch, số lượng ngoại tệ giao dịch và ngày chuyển giao ngoại tệ. Ví dụ ở thị trường Chicago¹ các hợp đồng tương lai được tiêu chuẩn hóa như sau:

Bảng 1: Tiêu chuẩn hóa hợp đồng tương lai ở thị trường Chicago

	AUD	GBP	CAD	EUR	JPY	CHF
Trị giá HĐ	100.000	62.500	100.000	125.000	12.500.000	125.000
Ký quỹ:						
- Ban đầu	1.148\$	1.485\$	608\$	1.755\$	4.590\$	2.565\$
- Duy trì	850\$	1.100\$	4504	1.300\$	3.400\$	1.900\$
Tháng giao dịch	Tháng 1, 3, 4, 6, 7, 9, 10, 12					
Giờ giao dịch	7:20 sáng đến 2:00 chiều					

Nguồn: Chicago Mercantile Exchange

2.3.2 So sánh hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai

Trong bài trước chúng ta đã biết chi tiết về hợp đồng có kỳ hạn. Trong bài này chúng ta sẽ so sánh hợp đồng có kỳ hạn với hợp đồng tương lai để dễ dàng hiểu rõ hơn về hai loại hợp đồng này. Bảng 2 dưới đây sẽ liệt kê những tính chất khác nhau giữa hợp đồng có kỳ hạn và hợp đồng tương lai.

¹ Shapiro, A. (1999), Multinational Financial Management, 6th Edition, Prentice Hall

Bảng 2: So sánh hợp đồng có kỳ hạn với hợp đồng tương lai

Điểm khác biệt	Hợp đồng kỳ hạn	Hợp đồng tương lai
Loại hợp đồng	Một thỏa thuận giữa NH và khách hàng. Điều khoản của HĐ rất linh động	Được tiêu chuẩn hóa theo những chi tiết của Sở giao dịch
Thời hạn	Các bên tham gia HĐ có thể lựa chọn bất kỳ thời hạn nào, nhưng thường là hệ số của 30 ngày	Chỉ có một vài thời hạn nhất định
Trị giá HĐ	Nói chung rất lớn, trung bình trên 1 triệu USD một HĐ	Nhỏ đủ để thu hút nhiều người tham gia
Thỏa thuận an toàn	Khách hàng phải duy trì số dư tối thiểu ở NH để bảo đảm cho HĐ	Tất cả các nhà giao dịch phải duy trì tiền ký quỹ theo tỷ lệ phần trăm trị giá HĐ
Thanh toán tiền tệ	Không có thanh toán tiền tệ trước ngày HĐ đến hạn	Thanh toán hàng ngày bằng cách trích tài khoản của bên thua và ghi có vào tài khoản bên được
Thanh toán sau cùng	Trên 90% HĐ được thanh toán khi đến hạn	Chưa tới 2% HĐ được thanh toán thông qua việc chuyển giao ngoại tệ, thường thông qua đảo hợp đồng
Rủi ro	Bởi vì không có thanh toán hàng ngày nên rủi ro rất lớn có thể xảy ra nếu như một bên tham gia HĐ thất bại trong việc thực hiện HĐ	Nhờ có thanh toán hàng ngày thông qua phòng Giao hoán nên ít rủi ro. Tuy nhiên rủi ro cũng có thể xảy ra giữa nhà môi giới và khách hàng
Yết giá	<ul style="list-style-type: none"> Các NH yết giá mua và giá bán với một mức độ chênh lệch giữa giá mua và giá bán Kiểu châu Âu 	<ul style="list-style-type: none"> Chênh lệch giá mua và giá bán được niêm yết ở sàn giao dịch Kiểu Mỹ
Ngoại tệ giao dịch	Tất cả các ngoại tệ	Chỉ giới hạn cho một số ngoại tệ
Tỷ giá	Tỷ giá được khóa chặt trong suốt thời hạn HĐ	Tỷ giá thay đổi hàng ngày
Hoa hồng	Trên cơ sở chênh lệch giữa giá bán và giá mua	<ul style="list-style-type: none"> Khách hàng trả hoa hồng cho nhà môi giới Nhà môi giới và nhà giao dịch trả phí cho Sở giao dịch
Qui chế	Các bên tham gia tự thỏa thuận	Được qui định bởi Sở giao dịch

2.3.3 Thành phần tham gia giao dịch

Thành phần tham gia giao dịch trên thị trường tương lai bao gồm những người thực hiện giao dịch với tư cách cá nhân (floor traders) và những người môi giới (floor brokers) cho một bên nào đó.

- **Nhà kinh doanh ở sàn giao dịch** (floor traders): thường là các nhà đầu cơ (speculators) hoặc đại diện cho các ngân hàng, công ty mà sử dụng thị trường tương lai để bổ sung cho các giao dịch có kỳ hạn.
- **Nhà môi giới ở sàn giao dịch** (floor brokers): nói chung là đại diện của các công ty đầu tư, những công ty chuyên môi giới đầu tư ăn hoa hồng.

2.3.4 Cơ chế giao dịch

Tất cả các hợp đồng tương lai đều thực hiện giao dịch ở Sở giao dịch có tổ chức. Sở giao dịch là người đề ra qui chế và kiểm soát hoạt động của các hội viên. Hội viên của Sở giao dịch là các cá nhân, có thể là đại diện của các công ty, ngân hàng thương mại hay cá nhân có tài khoản riêng. Sở giao dịch giới hạn số lượng hội viên và, vì thế, quyền hội viên có thể được mua bán cho thuê hay ủy quyền giao dịch lại cho các nhà giao dịch không phải hội viên. Các công ty môi giới có quyền cử đại diện của mình ở sàn giao dịch.

Ở Mỹ khi mới triển khai giao dịch, các hợp đồng tiền tệ tương lai được thực hiện thông qua hệ thống “open outcry”, tạm gọi là “rao giá công khai”, dựa trên cơ sở đấu hiệu bằng tay. Trong hệ thống giao dịch này, các lời chào giá phải được công khai trước công chúng, tức là công khai cho tất cả các bên tham gia trên sàn giao dịch. Sau đó các giao dịch được thực hiện thông qua **phòng giao hoán** (clearing house). Phòng giao hoán có chức năng xác nhận giao dịch và bảo đảm cho việc thực hiện nghĩa vụ hợp đồng bằng cách làm trung gian giữa các bên để, về mặt kỹ thuật, nó luôn là một bên tham gia trong mỗi hợp đồng. Phòng giao hoán phải chịu trách nhiệm hoàn toàn nếu một bên tham gia hợp đồng thất bại trong việc thực hiện nghĩa vụ hợp đồng. Để bảo vệ mình, phòng giao hoán yêu cầu các giao dịch phải được thỏa thuận thông qua các thành viên của phòng giao hoán. Thành viên của phòng giao hoán trước hết phải là hội viên của sở giao dịch, kể đến phải thỏa mãn những yêu cầu do phòng giao hoán đề ra. Ngoài ra, thành viên của phòng giao hoán còn phải ký quỹ ở phòng giao hoán và nếu họ đại diện cho một bên giao dịch khác thì họ có quyền yêu cầu bên này ký quỹ đối với họ. Tất cả các khoản ký quỹ đều nhằm mục đích bảo đảm vật chất cho việc thực hiện hợp đồng. Tiền ký quỹ biến động theo thời gian mỗi khi thực hiện thanh toán hàng ngày. Nếu tiền ký quỹ xuống dưới mức duy trì tối thiểu thì người tham gia hợp đồng phải nộp thêm tiền vào để tiếp tục tham gia hợp đồng.

2.3.5 Đặc điểm của giao dịch tương lai

Mặc dù các hợp đồng có kỳ hạn thường rất linh hoạt về phương diện thời hạn và số tiền giao dịch nhưng chúng hạn chế về mặt thanh khoản (liquidity) bởi vì các bên tham gia hợp đồng không thể bán hợp đồng khi thấy có lời cũng không thể hủy bỏ hợp đồng khi thấy bất lợi. Trong khi đó, hợp đồng tương lai có tính thanh khoản cao hơn bởi vì phòng giao hoán sẵn sàng đứng ra “đào hợp đồng” bất cứ khi nào có một bên yêu cầu. Khi đào hợp đồng thì hợp đồng cũ bị xóa bỏ và hai bên thanh toán cho nhau phần chênh lệch giá trị tại thời điểm đào hợp đồng.

Đặc điểm này khiến cho hầu hết các hợp đồng tương lai đều tất toán thông qua đào hợp đồng, chỉ có khoản 1,5% hợp đồng tương lai được thực hiện thông qua chuyển giao ngoại tệ vào ngày đến hạn. Cũng chính đặc điểm này khiến hợp đồng tương lai nói chung là công cụ thích hợp cho các nhà đầu cơ. Nhà đầu cơ dự báo một loại ngoại tệ nào đó lên giá trong tương lai sẽ mua hợp đồng tương lai loại ngoại tệ đó. Ngược lại, nhà đầu cơ khác lại dự báo ngoại tệ ấy xuống giá trong tương lai sẽ bán hợp đồng tương lai. Sở giao dịch với tư cách là nhà tổ chức và trung gian trong giao dịch sẽ đứng ra thu xếp các loại hợp đồng này.

2.3.6 Minh họa giao dịch tương lai

Để dễ hiểu hơn về cách thức thực hiện một hợp đồng tương lai, dưới đây xin lấy một ví dụ minh họa. Nhà đầu cơ thị trường tương lai dự báo vài ngày tới franc Thụy Sĩ (CHF) sẽ lên giá so với USD. Nhằm kiếm tiền từ cơ hội này, vào sáng ngày thứ ba, một nhà đầu tư trên thị trường tương lai Chicago mua một hợp đồng tương lai trị giá 125.000 CHF với tỷ giá 0,75 USD cho 1 CHF. Hợp đồng này sẽ đến hạn vào chiều ngày thứ năm. Để bắt đầu, trước tiên nhà đầu tư phải bỏ 2.565\$ (xem bảng 1) vào tài khoản ký quỹ ban đầu. Biết rằng mức ký quỹ tối thiểu nhà đầu cơ phải duy trì đối với hợp đồng tương lai CHF là 1900USD, nhà đầu cơ phải sẵn sàng thêm tiền vào nếu mức ký quỹ của mình xuống đến dưới mức 1900USD. Sau khi mua hợp đồng tương lai, nhà đầu cơ sát rượt theo dõi diễn biến tình hình thị trường. Bởi vì việc thanh toán diễn ra hàng ngày, có ba điều sẽ xảy ra:

- Thứ nhất, hàng ngày nhà đầu cơ sẽ nhận được tiền hoặc sẽ chi tiền ra tùy theo hợp đồng lời hay lỗ.
- Thứ hai, hợp đồng tương lai với giá 0,75\$/CHF sẽ bị hủy bỏ vào cuối ngày giao dịch.
- Thứ ba, nhà đầu cơ sẽ nhận được hợp đồng tương lai theo giá mới được thiết lập vào cuối ngày giao dịch. Diễn biến tỷ giá và việc thực hiện thanh toán hàng ngày hợp đồng này như sau:

Bảng 3: Diễn biến thanh toán một hợp đồng tương lai

Thời gian	Hoạt động	Thanh toán
Sáng ngày thứ ba	<ul style="list-style-type: none"> Nhà đầu tư mua hợp đồng tương lai, đến hạn vào chiều ngày thứ năm với tỷ giá 0,75 \$/CHF Nhà đầu tư ký quỹ 2.565\$ 	Chưa xảy ra
Cuối ngày thứ ba	Giá CHF tăng đến 0,755\$, vị trí của nhà đầu tư được ghi nhận trên thị trường	Nhà đầu tư nhận: $125.000 \times (0,755 - 0,75) = 625\$$
Cuối ngày thứ tư	Giá CHF giảm còn 0,752\$, vị trí mới của nhà đầu tư được ghi nhận	Nhà đầu tư phải trả: $125.000 \times (0,755 - 0,752) = 375\$$
Cuối ngày thứ năm	Giá CHF giảm còn 0,74\$ <ul style="list-style-type: none"> Hợp đồng đến hạn thanh toán Nhà đầu tư nhận ngoại tệ chuyển giao 	Nhà đầu tư phải trả: (1) $125.000(0,752 - 0,74) = 1500\$$ (2) $125.000 \times 0,74 = 92.500\$$

2.3.7 Sử dụng giao dịch tương lai để đầu cơ

Từ ví dụ minh họa hợp đồng tương lai trên đây chúng ta dễ nhận thấy rằng giao dịch tương lai giống như hoạt động “cá cược”, trong đó Sở giao dịch đóng vai trò người tổ chức, người mua hợp đồng tương lai một loại ngoại tệ nào đó chính là người đánh cược rằng ngoại tệ đó sẽ lên giá. Ngược lại, người bán hợp đồng tương lai một loại ngoại tệ nào đó chính là người đánh cược rằng ngoại tệ đó sẽ xuống giá trong tương lai. Chuyện thắng hay thua nhiều hay ít tùy thuộc vào diễn biến của tỷ giá trên thị trường. Nếu giá ngoại tệ lên thì người mua hợp đồng tương lai ngoại tệ đó lời và sẽ được ghi có vào tài khoản. Ngược lại nếu giá ngoại tệ xuống thì người mua tương lai ngoại tệ đó lỗ và sẽ bị

ghi nợ vào tài khoản. Tương tự, nếu giá ngoại tệ giảm thì người bán tương lai ngoại tệ đó sẽ lời và được ghi có vào tài khoản. Ngược lại nếu giá ngoại tệ lên thì người bán tương lai ngoại tệ đó lỗ và sẽ bị ghi nợ vào tài khoản. Tiền lời hoặc lỗ bằng chênh lệch tỷ giá ngày hôm nay so với ngày hôm trước nhân với trị giá hợp đồng. Hiểu rõ tính chất trên đây của hợp đồng tương lai chúng ta có thể sử dụng nó vào mục đích đầu cơ. Để làm rõ việc sử dụng hợp đồng tương lai vào mục đích đầu cơ như thế nào chúng ta xem xét hai tình huống sau đây:

Tình huống 1: Đang ở thời điểm hiện tại tỷ giá EUR/USD=1,2028, ông A dự báo rằng trong tương lai EUR sẽ lên giá so với USD và tỷ giá có thể lên đến EUR/USD= 1,2928. Để nắm bắt cơ hội đầu cơ này ông A có thể hành động theo hai phương án sau:

1. Mua EUR chờ lên giá sẽ bán ra lấy lời trong tương lai. Dĩ nhiên là việc mua EUR để đầu cơ này là một việc làm rủi ro vì nếu EUR không lên giá đúng như dự đoán của mình thì ông A sẽ lỗ. Nhưng là người có kinh nghiệm và bản lĩnh ông A tin chắc vào sự dự đoán của mình và kỳ vọng kiếm lời mỗi EUR được $(1,2928 - 1,2028) = 0,09\text{USD}$ hay 9 cent. Chuyện ông ấy kiếm được nhiều hay ít hoặc lỗ nhiều hay ít tùy thuộc vào diễn biến tỷ giá trên thị trường và số lượng EUR mà ông ấy mua nhiều hay ít. Chẳng hạn để kiếm được 9000USD ông A phải mua 100.000EUR. Để mua được 100.000EUR ngay thời điểm hiện tại ông A phải bỏ ra $100.000 \times 1,2028 = 102.280\text{USD}$. Với số tiền USD phải bỏ ra khá lớn khiến ông A có thể ngậm ngùi nhìn cơ hội kiếm 9000USD trôi qua trong tiếc nuối vì chẳng có tiền mua 100.000EUR. May mắn cho ông A là ông ta sống ở nơi có thị trường tương lai hoạt động và nhờ vậy ông ta có thể nắm bắt được cơ hội đầu cơ, dù trong túi không có đủ 102.280USD, bằng cách mua hợp đồng tương lai trị giá 100.000EUR thay vì mua giao ngay 100.000EUR.
2. Mua hợp đồng tương lai trị giá 100.000EUR. Vì mua hợp đồng tương lai trị giá 100.000EUR chứ không phải mua 100.000EUR nên ông A không cần bỏ ra ngay 102.280USD mà chỉ cần bỏ ra 1.755USD ký quỹ theo yêu cầu của sở giao dịch. Như vậy, với số tiền bỏ ra ít hơn: 1755USD so với 102.280USD ông A vẫn mua được cơ hội kiếm lời nếu như tỷ giá biến động đúng như dự báo của ông ta.

Tình huống 2: Đang ở thời điểm hiện tại tỷ giá EUR/USD =1,2028, nhưng khác với ông A, ông B dự báo rằng trong tương lai EUR sẽ xuống giá so với USD và tỷ giá có thể xuống đến EUR/USD = 1,1528. Để nắm bắt cơ hội đầu cơ này ông B có thể hành động theo hai phương án sau:

1. Bán EUR ngay bây giờ theo tỷ giá 1,2028 và chờ đến khi EUR xuống giá sẽ mua lại và kiếm lời từ chênh lệch giữa giá bán bây giờ và giá mua lại sau này. Dĩ nhiên là việc bán EUR để đầu cơ này là một việc làm rủi ro vì nếu EUR không xuống giá đúng như dự đoán của mình thì ông B sẽ lỗ. Nhưng là người có kinh nghiệm và bản lĩnh ông B tin chắc vào sự dự đoán của mình và kỳ vọng kiếm lời từ mỗi EUR được $(1,2028 - 1,1528) = 0,05\text{USD}$ hay 5 cent. Chuyện ông ấy kiếm được nhiều hay ít hoặc lỗ nhiều hay ít tùy thuộc vào diễn biến tỷ giá trên thị trường và số lượng EUR mà ông ấy đem bán nhiều hay ít. Chẳng hạn để kiếm được 5000USD ông B phải bán

đi 100.000EUR. Để có được 100.000EUR đem bán ngay bây giờ không phải là chuyện dễ làm đối với ông B khiến ông phải ngậm ngùi nhìn cơ hội kiếm 5000USD trôi qua trong tiếc nuối. May mắn cho ông B là ông ta sống ở nơi có thị trường tương lai hoạt động và nhờ vậy ông ta có thể nắm bắt được cơ hội đầu cơ, dù trong túi không có sẵn 100.000EUR, bằng cách bán hợp đồng tương lai trị giá 100.000EUR thay vì bán giao ngay 100.000EUR.

2. Bán hợp đồng tương lai trị giá 100.000EUR. Vì bán hợp đồng tương lai trị giá 100.000EUR chứ không phải bán 100.000EUR nên ông B không cần bỏ ra ngay 100.000EUR mà chỉ cần bỏ ra 1.755USD ký quỹ theo yêu cầu của sở giao dịch. Như vậy, với số tiền bỏ ra ít hơn: 1755USD so với 100.000EUR ông B vẫn có được cơ hội kiếm lời nếu như tỷ giá biến động đúng như dự báo của ông ta.

Qua hai tình huống minh họa trên đây chúng ta thấy rằng thị trường tương lai giống như thị trường “cá cược”, trong đó các nhà đầu cơ đóng vai trò người cá cược, sở giao dịch đóng vai trò nhà tổ chức và tỷ giá chính là đối tượng mà các nhà đầu cơ cá cược. Nếu giá ngoại tệ lên thì người mua hợp đồng tương lai thắng còn người bán thì thua và ngược lại. Số tiền người mua thắng bằng chính số tiền người bán thua và ngược lại. Sở giao dịch với tư cách là người tổ chức, không tham gia cá cược, nên không thắng hoặc thua nhưng thu được hoa hồng phí bất chấp ai thắng ai thua.

2.3.8 Sử dụng giao dịch tương lai để quản lý rủi ro ngoại hối

Qua ví dụ minh họa trên đây chúng ta thấy rõ ràng rằng hợp đồng tương lai là một công cụ thực hiện đầu cơ. Còn khả năng phòng ngừa rủi ro thì sao? Bởi vì hợp đồng tương lai chỉ cung cấp giới hạn cho một vài ngoại tệ và một vài ngày thanh toán trong năm nên khả năng phòng ngừa rủi ro của nó hơi hạn chế. Tuy nhiên, hợp đồng tương lai vẫn có thể sử dụng như là một công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối. Nguyên lý chung là khi có một khoản phải trả bằng ngoại tệ và lo sợ rằng ngoại tệ đó sẽ lên giá khi khoản phải trả đến hạn thì nên mua một hợp đồng tương lai ngoại tệ đó. Bằng cách này có thể tạo ra hai trạng thái ngoại tệ trái ngược nhau: trạng thái âm khi nợ một khoản phải trả và trạng thái dương khi mua hợp đồng tương lai với cùng loại ngoại tệ đó. Hai trạng thái ngoại tệ trái chiều nhau ấy sẽ tự hóa giải rủi ro. Trường hợp có một khoản phải thu, thay vì khoản phải trả, thì làm ngược lại.

Quản lý rủi ro ngoại hối đối với khoản phải trả

Hợp đồng giao sau tuy không dễ thỏa thuận giao dịch như hợp đồng kỳ hạn nhưng cũng có thể sử dụng để quản lý rủi ro ngoại hối đối với một số ngoại tệ có giao dịch trên thị trường giao sau. Để có thể phòng ngừa rủi ro ngoại hối đối với một khoản phải trả bằng ngoại tệ, doanh nghiệp có thể thực hiện mua ngoại tệ theo hợp đồng giao sau có trị giá và thời hạn tương đương với khoản phải trả. Khi đáo hạn, có hai khả năng xảy ra:

- Nếu ngoại tệ lên giá so với nội tệ thì doanh nghiệp sẽ có lợi do biến động tỷ giá từ hợp đồng giao sau, nhưng bị thiệt từ sự gia tăng chi phí của khoản phải trả. Khi

- ấy, doanh nghiệp lấy lợi từ hợp đồng giao sau bù đắp cho thiệt của khoản phải trả. Nhờ vậy tổn thất do rủi ro ngoại hối được giảm thiểu hay có thể kiểm soát.
- Nếu ngoại tệ giảm giá so với nội tệ thì doanh nghiệp sẽ bị thiệt do mua hợp đồng giao sau, nhưng có lợi từ khoản phải trả do biến động tỷ giá làm giảm chi phí của khoản phải trả. Khi ấy doanh nghiệp lấy lợi từ khoản phải trả bù đắp cho thiệt của hợp đồng giao sau. Nhờ vậy tổn thất do rủi ro ngoại hối được giảm thiểu hay có thể kiểm soát.

Tương tự, doanh nghiệp cũng có thể sử dụng hợp đồng giao sau như là công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối đối với khoản phải thu.

Quản lý rủi ro ngoại hối đối với khoản phải thu

Để có thể bảo hiểm rủi ro ngoại hối đối với một khoản phải thu bằng ngoại tệ, doanh nghiệp có thể thực hiện bán ngoại tệ theo hợp đồng giao sau có trị giá và thời hạn tương đương với khoản phải thu. Khi đáo hạn, có hai khả năng xảy ra:

- Nếu ngoại tệ lên giá so với nội tệ thì doanh nghiệp sẽ có lợi do biến động tỷ giá từ khoản phải thu nhưng bị thiệt do bán ngoại tệ theo hợp đồng giao sau. Lấy lợi từ hợp đồng này bù đắp cho thiệt của hợp đồng kia.
- Nếu ngoại tệ giảm giá so với nội tệ thì doanh nghiệp sẽ có lợi do bán ngoại tệ theo hợp đồng giao sau nhưng bị thiệt do biến động tỷ giá của khoản phải thu bằng ngoại tệ. Lấy lợi từ hợp đồng này bù đắp cho thiệt của hợp đồng kia.

Tuy nhiên, do hợp đồng giao sau giao dịch trên thị trường theo trị giá đã được chuẩn hóa nên thường trị giá khoản phải thu và trị giá hợp đồng giao sau không khớp với nhau theo một tỷ lệ nhất định nên hợp đồng giao sau chỉ có thể giúp cắt giảm hay kiểm soát rủi ro chứ chưa hẳn hoàn toàn loại trừ rủi ro. Chẳng hạn trên thị trường giao sau trị giá hợp đồng giao dịch đối với GBP là 62.500 nếu doanh nghiệp có khoản phải thu trị giá 650.000GBP thì có thể phòng ngừa rủi ro bằng cách mua 10 hợp đồng giao sau hết 625.000 còn lại 25.000GBP không được phòng ngừa.

2.3.9 Khả năng thực hiện giao dịch tương lai ở Việt Nam

Giao dịch tương lai như đã trình bày trên đây được thực hiện phổ biến ở các nước có thị trường tài chính phát triển. Ở đó giao dịch tương lai không chỉ được thực hiện trên thị trường ngoại hối mà còn được thực hiện trên thị trường chứng khoán và thị trường hàng hoá. Nhờ vậy thị trường có thêm một loại công cụ để đầu cơ và phòng ngừa rủi ro biến động tỷ giá. Ở Việt Nam hiện tại chưa thực hiện loại giao dịch này nhưng tương lai liệu loại giao dịch này có khả năng được thực hiện hay không? Điều này còn tùy thuộc vào nhiều thứ nhưng trong đó có ba điều kiện cơ bản để loại giao dịch này có thể được đưa ra thị trường hay không:

1. Thứ nhất là khả năng nhận thức về loại giao dịch này. Để giao dịch hay hợp đồng tương lai được đưa ra thị trường điều kiện tiên quyết là các bên có liên quan phải nhận thức hay hiểu rõ về loại giao dịch này. Các bên liên quan ở đây bao gồm: Nhà

hoạch định chính sách, sở giao dịch và khách hàng. Nhà hoạch định chính sách là những người đại diện quản lý về mặt nhà nước có nhận thức đúng đắn về loại giao dịch này mới có thể cho phép thực hiện. Nếu không, giao dịch này không thể thực hiện vì lý do đơn giản là Nhà nước “không cho phép”. Sở giao dịch đóng vai trò là người tổ chức thực hiện và đảm bảo công bằng trong giao dịch cũng phải nhận thức rõ về loại giao dịch này. Nếu không, sẽ không có ai đứng ra tổ chức và như thế không thể có thị trường cho loại giao dịch này. Cuối cùng khách hàng tham gia giao dịch là thành phần quan trọng nhất trên thị trường có nhận thức rõ được loại giao dịch này mới tích cực tham gia giao dịch và làm cho thị trường trở nên sôi động.

2. *Thứ hai là mức độ hiệu quả của thị trường.* Mức độ hiệu quả của thị trường chính là mức độ phản ứng nhanh nhạy của tỷ giá đối với tất cả thông tin có liên quan. Mức độ hiệu quả của thị trường nhằm đảm bảo sự công bằng trong giao dịch, có như vậy mới thu hút được khách hàng tham gia giao dịch. Nếu thị trường hiệu quả thì tỷ giá phản ánh nhanh với tất cả thông tin có liên quan. Đó đó, không ai có thể lợi dụng ưu thế về thông tin để chiến thắng người khác. Kết quả là mọi người giao dịch trên thị trường đều bình đẳng nhau về thông tin và đảm bảo được sự công bằng trong giao dịch.
3. *Thứ ba là cơ sở hạ tầng phục vụ giao dịch.* Cơ sở hạ tầng phục vụ giao dịch bao gồm phần cứng là địa điểm và cơ sở vật chất phục vụ giao dịch và phần mềm là các qui định, thể chế giao dịch và hệ thống thanh toán bù trừ phục vụ giao dịch hàng ngày.

Trong ba điều kiện trên đây, điều kiện thứ nhất là điều kiện cần và là điều kiện tiên quyết. Điều kiện này có thể đạt được bằng cách nghiên cứu học hỏi kinh nghiệm ở các nước sau đó quảng bá rộng rãi cho công chúng trong nước thông qua hệ thống giáo dục, hội thảo chuyên đề và các phương tiện thông tin đại chúng. Điều kiện thứ hai là điều kiện đủ và là điều kiện cực kỳ quan trọng nhằm đảm bảo sự sôi động và thành công của thị trường. Không may là điều kiện này rất khó đạt được vì nó phụ thuộc vào sự phát triển khách quan về quy mô và sự hoàn hảo của thị trường. Cuối cùng điều kiện thứ ba cũng là điều kiện đủ nhưng chỉ là chuyện nhỏ nếu như hai điều kiện đầu đã có.

3. Hợp đồng hoán đổi

Ở Việt Nam giao dịch hoán đổi chính thức ra đời từ khi Ngân hàng nhà nước ban hành Quy chế hoạt động giao dịch hối đoái kèm theo Quyết định số 17/1998/QĐ-NHNN7 ngày 10 tháng 01 năm 1998. Theo quyết định này, *giao dịch hoán đổi là giao dịch hối đoái bao gồm đồng thời cả hai giao dịch: giao dịch mua và giao dịch bán cùng một số lượng đồng tiền này với đồng tiền khác, trong đó kỳ hạn thanh toán của hai giao dịch khác nhau và tỷ giá của hai giao dịch được xác định tại thời điểm ký hợp đồng.*

Quyết định 17 đã mở đường cho các ngân hàng thương mại tiến hành triển khai thực hiện các giao dịch hoán đổi ngoại tệ ở Việt Nam. Năm 1998 là năm thị trường ngoại hối ở Việt Nam có nhiều biến động, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tiền tệ Đông Nam Á. Khách hàng có nhu cầu thực hiện giao dịch hoán đổi với ngân hàng có thể là các công ty xuất nhập khẩu, các ngân hàng khác hoặc là một tổ chức tín dụng phi ngân hàng. Sau đây chúng ta sẽ xem xét hai tình huống cơ bản đưa đến nhu cầu thực hiện giao dịch hoán đổi của khách hàng.

Tình huống 1: Công ty Saigonimex vừa thu ngoại tệ 90.000USD từ một hợp đồng xuất khẩu. Hiện tại công ty cần VND để chi trả tiền mua nguyên liệu và lương cho công nhân. Ngoài ra, công ty biết rằng ba tháng nữa sẽ có một hợp đồng nhập khẩu đến hạn thanh toán. Khi ấy công ty cần một khoản ngoại tệ 80.000USD để thanh toán hợp đồng nhập khẩu. Để thoả mãn nhu cầu VND ở hiện tại và USD trong tương lai, ở thời điểm hiện tại Saigonimex có thể thoả thuận với ngân hàng hai loại giao dịch:

- Bán 90.000USD giao ngay để lấy VND chi tiêu ở thời điểm hiện tại.
- Mua 80.000USD kỳ hạn để có USD thanh toán hợp đồng nhập khẩu sẽ đến hạn sau ba tháng nữa.

Tình huống 2: Công ty Cholonimex đang cần ngoại tệ 90.000USD để chi trả cho một hợp đồng nhập khẩu đến hạn. Ngoài ra, công ty biết rằng ba tháng nữa sẽ có một hợp đồng xuất khẩu đến hạn thanh toán. Khi ấy công ty sẽ có một khoản ngoại tệ thu về 80.000USD cần bán để lấy VND. Để thoả mãn nhu cầu USD ở hiện tại và VND trong tương lai, ở thời điểm hiện tại Cholonimex có thể thoả thuận với ngân hàng hai loại giao dịch:

- Mua 90.000USD giao ngay để có USD thanh toán hợp đồng nhập khẩu đến hạn.
- Bán 80.000USD kỳ hạn để có VND chi tiêu sau ba tháng nữa.

Khách hàng có thể thực hiện từng loại giao dịch riêng lẻ nhằm thoả mãn nhu cầu ngoại tệ và VND. Tuy nhiên, nếu thực hiện riêng lẻ từng loại giao dịch giao ngay và giao dịch kỳ hạn thì ngân hàng và khách hàng phải thỏa thuận đến hai loại hợp đồng, theo đó khách hàng bán giao ngay và mua kỳ hạn hoặc mua giao ngay và bán kỳ hạn với cùng một loại ngoại tệ. Giao dịch riêng lẻ này khiến cho khách hàng phải chịu thiệt hại hai lần do chênh lệch giữa giá bán và giá mua và những phiền toái trong thoả thuận hợp đồng giao dịch. Thay vì thực hiện giao dịch giao ngay và giao dịch kỳ hạn riêng biệt, ngân hàng kết hợp hai loại giao dịch này lại trong một hợp đồng, gọi là hợp đồng hoán đổi tiền tệ.

Trong hợp đồng giao dịch hoán đổi, hai bên ngân hàng và khách hàng thỏa thuận với nhau một số nội dung chính như sau:

Thời hạn giao dịch – Thời hạn giao dịch hoán đổi có thể từ 3 ngày đến 6 tháng. Nếu ngày đáo hạn rơi vào ngày Chủ nhật hoặc ngày lễ thì hai bên sẽ thỏa thuận chọn một ngày đáo hạn thích hợp và thời hạn hợp đồng sẽ tính trên số ngày thực tế.

Điều kiện thực hiện – Giao dịch hoán đổi áp dụng đối với khách hàng có đủ các điều kiện sau: (1) có giấy phép kinh doanh, (2) xuất trình các chứng từ chứng minh nhu cầu sử dụng ngoại tệ, (3) mở tài khoản ngoại tệ và tài khoản VND ở ngân hàng, (4) trả phí giao dịch theo qui định, (5) duy trì một tỷ lệ đặt cọc tối đa không quá 5% trị giá hợp đồng để bảo đảm việc thực hiện hợp đồng, và (6) ký hợp đồng giao dịch hoán đổi với ngân hàng.

Ngày thanh toán – Trong giao dịch hoán đổi, ngày thanh toán bao gồm hai loại ngày khác nhau: ngày hiệu lực và ngày đáo hạn. Ngày hiệu lực là ngày thực hiện thanh toán giao dịch giao ngay trong khi ngày đáo hạn là ngày thực hiện thanh toán giao dịch có kỳ hạn.

Xách định tỷ giá hoán đổi – Một hợp đồng hoán đổi liên quan đến hai loại tỷ giá: tỷ giá giao ngay và tỷ giá có kỳ hạn. Tỷ giá giao ngay là tỷ giá do ngân hàng niêm yết tại thời điểm giao dịch do hai bên thoả thuận. Tỷ giá có kỳ hạn được tính trên cơ sở tỷ giá giao ngay, chênh lệch lãi suất giữa VND và ngoại tệ, và số ngày thực tế của hợp đồng.

Quy trình thực hiện giao dịch hoán đổi – Tại ngân hàng thương mại quy trình thực hiện giao dịch hoán đổi tiến hành qua các bước sau đây:

- Khách hàng có nhu cầu thực hiện giao dịch hoán đổi đến liên hệ với phòng kinh doanh tiền tệ của ngân hàng
- Căn cứ vào cung và cầu ngoại tệ, phòng kinh doanh tiền tệ sẽ chào giá và kỳ hạn cụ thể cho khách hàng
- Nếu khách hàng đồng ý giá cả thì hai bên sẽ ký hợp đồng hoán đổi.

Có hai trường hợp xảy ra hợp đồng hoán đổi như vừa trình bày trong hai tình huống trên đây. Ở tình huống 1 ngân hàng mua giao ngay và bán có kỳ hạn. Ở tình huống 2 ngân hàng bán giao ngay và mua có kỳ hạn.

Để thực hiện giao dịch hoán đổi với khách hàng, ở ngày hiệu lực ngân hàng phải thu thập thông tin tỷ giá và lãi suất để xác định tỷ giá và chào cho khách hàng. Giả sử vào ngày hiệu lực có tỷ giá và lãi suất như sau:

USD/VND: 15805 – 15810

USD: 4,6 – 5,2

VND: 7,8 – 10,6

Nếu Saigonimex và Cholonimex đồng ý thực hiện giao dịch hoán đổi với ngân hàng với trị giá hợp đồng hoán đổi là 80.000USD, các giao dịch diễn ra như sau:

Vào ngày hiệu lực:

- Ngân hàng bán giao ngay 80.000USD cho Cholonimex theo tỷ giá giao ngay USD/VND=15810 và nhận được: $80.000 \times 15810 = 1.264.800.000\text{VND}$ trong khi Cholonimex nhận 80.000USD.
- Ngân hàng mua giao ngay 80.000USD của Saigonimex theo tỷ giá mua USD/VND =15805 và nhận 80.000USD trong khi Saigonimex nhận được: $80.000 \times 15805 = 1.264.400.000\text{VND}$.
- Ngân hàng xác định và chào tỷ giá mua kỳ hạn (F_m) cho Cholonimex và tỷ giá bán kỳ hạn (F_b) cho Saigonimex:

$$F_m = S_m + \frac{S_m[Ltg(VND) - Lcv(NT)]N}{100 \times 360} = 15805 + \frac{15805(7,8 - 5,2)90}{100 \times 360} = 15908$$

$$F_b = S_b + \frac{S_b[Lcv(VND) - Ltg(NT)]N}{100 \times 360} = 15810 + \frac{15810(10,6 - 4,6)90}{100 \times 360} = 16047$$

Vào ngày đáo hạn (3 tháng sau):

- Ngân hàng nhận lại 80.000USD và chi cho Cholonimex một số VND bằng $80.000 \times 15908 = 1.272.640.000\text{VND}$
- Ngân hàng giao lại 80.000USD cho Saigonimex và nhận lại số VND bằng $80.000 \times 16047 = 1.283.760.000\text{VND}$.

4. Hạn chế của hợp đồng tương lai và hợp đồng hoán đổi

Nói chung, hợp đồng tương lai có cả ưu lẫn nhược điểm khi sử dụng. Ưu điểm của nó trước tiên là sẵn sàng cung cấp những hợp đồng có trị giá nhỏ. Kế đến, nó cho phép các bên tham gia có thể sang nhượng lại hợp đồng ở bất kỳ thời điểm nào trước khi hợp đồng hết hạn. Với hai ưu điểm này hợp đồng tương lai dễ dàng thu hút nhiều người tham gia. Ngược lại, hợp đồng tương lai có nhược điểm trước hết là chỉ cung cấp giới hạn cho một vài ngoại tệ mạnh và một vài ngày chuyển giao ngoại tệ trong năm mà thôi. Kế đến, hợp đồng tương lai là hợp đồng bắt buộc phải thực hiện khi đến hạn chứ không cho người ta quyền được chọn như trong hợp đồng quyền chọn.

Nói chung giao dịch tương lai có thể bổ sung cho giao dịch kỳ hạn và hoán đổi ở tính chất thực hiện thanh toán hàng ngày (mark to market) nhằm đảm bảo cho nhà đầu cơ có thể tận dụng cơ hội nếu thị trường biến động có lợi cho họ. Tuy nhiên, nếu thị trường biến động bất lợi nhà đầu cơ không có quyền tự ý rút khỏi thị trường. Tính chất “có quyền” này chỉ có thể có được trong giao dịch quyền chọn.

Qua hai tình huống minh họa giao dịch hoán đổi, chúng ta thấy rõ được tính chất kết hợp giữa một hợp đồng giao ngay và một hợp đồng có kỳ hạn ở hai thời điểm khác nhau của hợp đồng hoán đổi. Nhờ vậy mà đáp ứng được nhu cầu mua và bán lại hoặc bán và mua lại cùng loại ngoại tệ ở hai thời điểm khác nhau của khách hàng.

Trong giao dịch hoán đổi, các bên tham gia bao gồm ngân hàng và khách hàng đều có những lợi ích nhất định. Với khách hàng lợi ích thể hiện ở chỗ khách hàng thỏa mãn được nhu cầu ngoại tệ hoặc nội tệ của mình ở thời điểm hiện tại, tức là vào ngày hiệu lực, đồng thời cũng thỏa mãn nhu cầu mua hoặc bán ngoại tệ vào ngày đáo hạn. Điều này giống như hợp đồng kỳ hạn, do đó khách hàng có thể phòng ngừa được rủi ro biến động tỷ giá.

Đối với ngân hàng lợi ích thể hiện ở chỗ một mặt ngân hàng đáp ứng được nhu cầu của khách hàng góp phần nâng cao uy tín và gia tăng giá trị thương hiệu của mình. Mặt khác, ngân hàng có thể kiếm được lợi nhuận từ chênh lệch giá mua và bán ngoại tệ. Chẳng hạn trong hai tình huống minh họa trên đây, vào ngày hiệu lực ngân hàng có thể kiếm lợi nhuận từ chênh lệch giá mua và giá bán ngoại tệ giao ngay là $(15810 - 15805)80.000 = 400.000$ đồng. Vào ngày đáo hạn, ngân hàng kiếm được lợi nhuận từ chênh lệch giá mua và giá bán kỳ hạn là $(16047 - 15908)80.000 = 1.112.000$ đồng. Tổng cộng ngân hàng kiếm lời được 1.512.000 đồng qua giao dịch hoán đổi giữa ngân hàng và hai khách hàng có nhu cầu giao dịch ngoại tệ trái chiều nhau.

Như đã trình bày, giao dịch hoán đổi là một sự kết hợp giữa giao dịch giao ngay và giao dịch kỳ hạn. Bản thân giao dịch hoán đổi chỉ giải quyết được nhược điểm của hợp đồng giao ngay là có thể thỏa mãn nhu cầu ngoại tệ của khách hàng ở thời điểm tương lai, đồng thời khắc phục được nhược điểm của hợp đồng kỳ hạn ở chỗ có thể thỏa mãn

nhu cầu ngoại tệ của khách hàng ở thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, cũng như giao dịch kỳ hạn, giao dịch hoán đổi vẫn còn hạn chế ở hai điểm:

- Nó là hợp đồng bắt buộc yêu cầu các bên phải thực hiện khi đáo hạn bất chấp tỷ giá trên thị trường giao ngay lúc đó như thế nào. Điều này có mặt lợi là bảo hiểm được rủi ro ngoại hối cho khách hàng nhưng đồng thời đánh mất đi cơ hội kinh doanh nếu như tỷ giá biến động trái với dự đoán của khách hàng.
- Nó chỉ quan tâm đến tỷ giá ở hai thời điểm: thời điểm hiệu lực và thời điểm đáo hạn, mà không quan tâm đến sự biến động tỷ giá trong suốt quãng thời gian giữa hai thời điểm đó. Chẳng hạn trong tình huống của Saigonimex trên đây nếu vào một thời điểm nào đó sau khi thỏa thuận hợp đồng giao dịch, USD lên giá so với VND, Saigonimex có lợi vì đang có trạng thái dương USD kỳ hạn 3 tháng. Thế nhưng lúc này Saigonimex vẫn không được hưởng lợi vì hợp đồng chưa đến hạn. Đến khi hợp đồng đến hạn có thể lợi ích đó không còn vì biết đâu chừng bấy giờ USD lại xuống giá so với VND!

Chính hạn chế này khiến cho hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi chỉ có thể là công cụ bảo hiểm rủi ro và thích hợp với nhu cầu bảo hiểm rủi ro của khách hàng hơn là nhu cầu kinh doanh hay đầu cơ kiếm lời từ sự biến động tỷ giá. Để bổ sung cho hạn chế này của giao dịch kỳ hạn và giao dịch hoán đổi ngân hàng phát triển thêm một loại công cụ khác, đó là hợp đồng giao sau. Bài kế tiếp chúng ta sẽ xem xét loại giao dịch này.