

XÂY DỰNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH TẠI VIỆT NAM

● ĐOÀN PHƯƠNG NGÂN

TÓM TẮT:

Thị trường chứng khoán phái sinh được xem là một thị trường có hiệu ứng đòn bẩy tài chính cao, do đó việc xây dựng và phát triển thị trường này cũng hết sức nhạy cảm, phức tạp, đòi hỏi phải có sự chuẩn bị kỹ lưỡng từ phía cơ quan quản lý nhà nước, cũng như sự chuẩn bị sẵn sàng của các thành viên thị trường. Việc xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh (TTCKPS) là một mục tiêu quan trọng trong chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam được xem là những bước đi đầu tiên trong việc xây dựng và phát triển TTCKPS tại Việt Nam, nhằm đáp ứng nhu cầu cấp thiết của cơ chế phòng vệ rủi ro.

Từ khóa: Chứng khoán phái sinh, thị trường chứng khoán phái sinh, xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh, chứng khoán tại Việt Nam.

1. Thực trạng thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam

1.1. Xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam

Sau hơn 16 năm đi vào hoạt động và phát triển, TTCK Việt Nam đã đạt được những thành công nhất định, nhưng lại chưa có một thị trường phái sinh dựa trên các công cụ là chứng khoán để hỗ trợ nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro biến động giá. Trên thị trường mới chỉ có các công cụ đầu tư cơ bản như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ.

Do đó, TTCK Việt Nam được đánh giá vẫn còn là một thị trường non trẻ so với khu vực và thế giới, thiếu các công cụ đầu tư đa dạng và còn nhiều tiềm năng chưa được khai thác. Quyết định số 366/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển TTCKPS Việt Nam bắt đầu có hiệu lực thi hành từ ngày 11/3/2014 nhằm hoàn chỉnh cấu trúc thị trường chứng khoán, hỗ trợ sự phát triển bền vững các thị trường chứng khoán cơ sở, góp phần thúc đẩy

sự phát triển và tăng cường vai trò của thị trường chứng khoán trong thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung.

Trong giai đoạn đầu phát triển thị trường, các chứng khoán phái sinh được phép giao dịch tại Sở Giao dịch chứng khoán là các hợp đồng tương lai dựa trên chỉ số thị trường chứng khoán và trái phiếu Chính phủ. Hợp đồng tương lai dựa trên cổ phiếu, hợp đồng quyền chọn dựa trên chỉ số thị trường chứng khoán, trái phiếu Chính phủ và cổ phiếu sẽ được tổ chức giao dịch khi thị trường phát triển ổn định. Cũng theo Quyết định này, Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam là tổ chức duy nhất thực hiện chức năng thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh theo mô hình đối tác trung tâm thông qua Trung tâm Thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh là đơn vị trực thuộc Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam.

Trên thực tế, dù TTCKPS chưa xuất hiện chính thức và chưa có quy định pháp lý hướng dẫn thực hiện, các loại chứng khoán phái sinh

phí chính thức vẫn tự phát ra đời. Một số sản phẩm phái sinh chủ yếu là các Hợp đồng quyền chọn dựa trên cổ phiếu đã được giao dịch trên thị trường OTC mà Công ty chứng khoán (CTCK) là một bên giao dịch trực tiếp với khách hàng. Các giao dịch này không có số liệu thống kê cụ thể, chúng được thực hiện theo các hình thức khác nhau.

1.2. Hành lang pháp lý hoàn thiện cho việc tạo lập và giao dịch

Những năm qua, Việt Nam đã và đang từng bước hoàn thiện khung khổ pháp lý để tạo nền tảng thúc đẩy chứng khoán phái sinh phát triển. Luật Chứng khoán đã quy định về khái niệm chứng khoán phái sinh, góp phần tạo cơ sở pháp lý quan trọng cho chứng khoán phái sinh. Trên cơ sở đó, Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 5/5/2015 về chứng khoán phái sinh và TTCKPS và Thông tư số 11/2016/TT-BTC ngày 19/1/2016 hướng dẫn Nghị định số 42/2015/NĐ-CP đã được ban hành tạo hành lang pháp lý quan trọng để quản lý và vận hành thị trường phái sinh. Theo đó, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam đang xây dựng và hoàn thiện các quy chế liên quan cho vận hành TTCKPS.

Quyết định số 366/2014/QĐ-TTg do Thủ tướng chính phủ ban hành ngày 11/3/2014 về phê duyệt Đề án "Xây dựng và phát triển TTCKPS tại Việt Nam" với quan điểm xây dựng TTCKPS theo mô hình tập trung, hoạt động thống nhất dưới sự quản lý của Nhà nước, hạn chế sự hình thành và hoạt động một cách tự phát của TTCKPS tự do. Xây dựng TTCKPS là bước kế tiếp nhằm hoàn chỉnh cấu trúc TTCK Việt Nam, hỗ trợ sự phát triển bền vững các thị trường chứng khoán cơ sở như thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, đưa TTCK trở thành kênh huy động vốn an toàn, dài hạn cho nền kinh tế.

1.3. Cấu trúc thị trường phù hợp và cơ sở hạ tầng hiện đại nhằm đáp ứng tính phức tạp và thanh khoản của giao dịch phái sinh

Cấu trúc thị trường là một trong những nhân tố quyết định sự thành công của thị trường phái sinh. Mọi TTCK đều có thể thành công cho dù các định chế hay nhà đầu tư nhỏ lẻ chiếm tỷ lệ chi phối trên thị trường. Tuy nhiên, thị trường

phái sinh dường như là sân chơi của các nhà đầu tư chuyên nghiệp và các nhà tạo lập thị trường. Kinh nghiệm của các quốc gia cho thấy các nhà tạo lập thị trường là một bộ phận không thể thiếu trong cấu trúc của một thị trường phái sinh. Thị trường Mỹ, Anh, Úc đều có những ưu đãi đặc biệt cho các tổ chức và cá nhân đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường để đảm bảo tính lưu hoạt của TTCKPS.

Thực trạng ở Việt Nam hiện nay cho thấy vai trò của nhà tạo lập thị trường còn khá mờ nhạt, ngay cả đối với thị trường cổ phiếu. Các giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh - HOSE gần như vắng bóng các nhà tạo lập thị trường. Do vậy, để có thể phát triển TTCKPS Việt Nam trong tương lai, cần phải có các biện pháp khuyến khích và ưu đãi cho các CTCK trở thành nhà tạo lập thị trường như ưu đãi về thuế, phí, lệ phí; đặc quyền tham gia thị trường sơ cấp; hỗ trợ tư vấn, đào tạo và phát triển nguồn nhân lực; hỗ trợ về hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật giao dịch và hệ thống thông tin. Bên cạnh đó, UBCKNN cần có chính sách khuyến khích các CTCK nước ngoài hợp tác với khối các CTCK trong nước cùng tham gia cung cấp dịch vụ chứng khoán tại Việt Nam. Điều này có thể làm thay đổi diện mạo các dịch vụ chứng khoán hiện nay, khi mà nhiều dịch vụ quan trọng như tư vấn đầu tư, bảo lãnh phát hành có chất lượng thấp.

1.4. Các công cụ cơ sở trên TTCK

Chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu, chỉ số chứng khoán... là cơ sở ban đầu cho hoạt động giao dịch. Các chứng khoán cơ sở phải đáp ứng được một số tiêu chí về tính thanh khoản, chất lượng của dòng thông tin về giao dịch tài sản cơ sở và các liên kết về công nghệ thông tin, thẩm quyền quản lý đối với tài sản cơ sở...

Hiện nay, TTCK Việt Nam đã có hơn 700 cổ phiếu, 4 chứng chỉ quỹ và 507 loại trái phiếu. Đây chính là những công cụ cơ sở tiềm năng cho các hợp đồng phái sinh cổ phiếu và trái phiếu. Mặc dù vậy, chất lượng cũng như thanh khoản của các phần lớn các cổ phiếu, trái phiếu chưa cao. Ngoài ra, TTCK cũng đã có hai chỉ số chứng khoán là VN-Index và HNX-Index. Các chỉ số này được xây dựng trên cơ sở tính bình quân gia quyền với trọng số là tỷ trọng niêm yết của mỗi

cổ phiếu trong danh mục. Tuy nhiên, để hai chỉ số này có thể phản ánh trung thực diễn biến của giá cổ phiếu trên thị trường, cần có sự điều chỉnh trong cách tính chỉ số.

Hiện nay, tỷ trọng niêm yết của mỗi cổ phiếu được đưa vào niêm yết mà chưa loại trừ lượng cổ phiếu đưa vào niêm yết nhưng không được giao dịch do những quy định về hạn chế chuyển nhượng trong vòng 03 năm đối với thành viên hội đồng quản trị. Vì thế, các chỉ số này không hoàn toàn phản ánh diễn biến trung thực của TTCK, vì nó bao gồm một khối lượng nhất định cổ phiếu không được giao dịch (trường hợp cổ phiếu SQC của Công ty cổ phần Khoáng sản Sài Gòn - Quy Nhơn gần đây là một ví dụ).

1.5. Thành viên trung gian của TTCKPS

Thành viên tham gia thị trường phái sinh là ai? Tất cả các CTCK là thành viên của Sở Giao dịch Chứng khoán (SGDCK) hiện nay, hay một phần trong tổng số các thành viên đó? Yêu cầu gì đối với các thành viên khi tham gia thị trường phái sinh khi số lượng thành viên bị hạn chế (vốn, công nghệ, kinh nghiệm, số lượng nhân viên)? Các ngân hàng hay các tổ chức tài chính khác có được phép hoạt động như các trung gian trên thị trường phái sinh hay không?

Qua phân tích tình hình thực tiễn của các CTCK cho thấy, số lượng các CTCK hiện có trên TTCK Việt Nam là khá lớn (trên 100 công ty); trong đó đa phần là các công ty quy mô nhỏ và vừa. Theo số liệu mà UBCKNN tính toán năm 2012, 12 CTCK chiếm gần 50% thị phần môi giới, mỗi CTCK trong số 93 CTCK còn lại chỉ có thị phần là 1% hoặc thấp hơn. Do cơ chế thanh toán trên thị trường phái sinh sẽ là cơ chế sẽ thanh toán/sẽ chuyển giao (quá trình thanh toán/chuyển giao sẽ được thực hiện trong tương lai), thay vì cơ chế thanh toán trước/chuyển giao trước như hiện nay (quy định pháp lý hiện hành yêu cầu nhà đầu tư muốn mua chứng khoán phải có đủ tiền và muốn bán chứng khoán phải có đủ chứng khoán trên tài sản). Vì vậy, khi tham gia thị trường phái sinh, các CTCK thành viên phải có trách nhiệm cao hơn trong việc đảm bảo các nghĩa vụ thanh toán, là người đứng sau các giao dịch của khách hàng. Điều này đòi hỏi phải tăng

các yêu cầu về vốn và một số yêu cầu khác (ví dụ: công nghệ, kinh nghiệm...) so với các yêu cầu vốn trên TTCK cơ sở. Và với yêu cầu tăng vốn, không phải CTCK nào cũng đủ điều kiện, cũng như sẽ được lựa chọn tham gia thị trường.

1.6. Đào tạo và phổ cập kiến thức cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp và cá nhân tham gia TTCKPS

TTCKPS chỉ có thể thành công nếu cơ quan quản lý thị trường tài chính có được sự chuẩn bị đầy đủ và hiệu quả, nhất là về mặt kiến thức và kinh nghiệm cho các thành viên thị trường. Với định hướng thiết lập được một TTCK phái sinh tập trung, UBCKNN cùng với 2 SGDCK và Trung tâm Lưu ký Chứng khoán đang triển khai xây dựng Đề án thiết lập TTCKPS; dự thảo Nghị định hướng dẫn về Tổ chức và hoạt động của TTCKPS. Đây sẽ là những tiền đề cơ bản cho việc xây dựng các bước cụ thể để có được một thị trường phái sinh trong thực tiễn.

2. Một số định hướng phát triển thị trường chứng khoán phái sinh

Một là, tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật liên quan đến TTCKPS. Do TTCKPS là thị trường bậc cao nên việc hoàn thiện các quy định pháp luật vẫn luôn cần được chú trọng. Bên cạnh đó, cũng xây dựng các văn bản pháp lý, chế tài kiểm tra, kiểm soát giao dịch chứng khoán phái sinh bởi sử dụng công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư (NĐT), nhưng bản chất các công cụ này dễ bị lợi dụng nên để gây ra những rủi ro khó lường...

Hai là, tranh thủ và tận dụng cơ hội từ quá trình hội nhập kinh tế quốc tế và tiến trình cải cách thể chế trong nước để xây dựng và phát triển TTCKPS theo thông lệ và chuẩn mực quốc tế. Để thị trường tài chính trong nước vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế; đồng thời tăng cường thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thì việc xây dựng TTCKPS là cần thiết, đa dạng hóa hóa kênh đầu tư, từ đó làm tăng tính cạnh tranh của TTCK Việt Nam.

Ba là, xây dựng một TTCK đủ lớn để đáp ứng yêu cầu phát triển công cụ phái sinh vì một yếu tố tiên quyết để đưa TTCKPS thành công là NĐT phải quen thuộc với tài sản cơ sở. Hiện nay,

công tác tái cấu trúc nền kinh tế đã chuyển sang giai đoạn mới, công tác cổ phần hóa cũng được Chính phủ và các bộ, ngành, địa phương triển khai quyết liệt.

Bốn là, xây dựng được hệ thống các chỉ số đáng tin cậy, phản ánh đúng tình hình cung - cầu của thị trường, để tham chiếu trong các giao dịch phái sinh. Về lâu dài, các sản phẩm chứng khoán phái sinh không chỉ giúp bảo vệ lợi nhuận của

NDT trên TTCK, mà còn giúp phòng ngừa rủi ro đối với các sản phẩm khác, như: Hàng hóa, lãi suất như thông lệ của các quốc gia trên thế giới. Dự kiến, đầu tiên Việt Nam sẽ vận hành TTCKPS với hai sản phẩm ban đầu là hợp đồng tương lai chỉ số và hợp đồng tương lai trái phiếu. Đây là bước đi thận trọng nhưng hợp lý trong bối cảnh Việt Nam chưa có kinh nghiệm nhiều đối với thị trường mới này ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. TS. Vũ Bằng (2015), *Nhìn lại chặng đường xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam*.
2. PGS.TS. Đinh Xuân Hạng (2013), *Học viện Tài chính, Từ kinh nghiệm xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc và vận dụng cho Việt Nam*.
3. TS. Nguyễn Sơn, "Xây dựng Thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam", Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Ngày nhận bài: 14/2/2019

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 24/2/2019

Ngày chấp nhận đăng bài: 6/3/2019

Thông tin tác giả:

ThS. ĐOÀN PHƯƠNG NGÂN

Khoa Tài chính Ngân hàng - Trường Đại học Kinh tế Kỹ thuật Công nghiệp

DEVELOPING THE DERIVATIVE SECURITIES MARKET IN VIETNAM

● Master. DOAN PHUONG NGAN

Faculty of Finance and Banking

University of Economics - Technology for Industries

ABSTRACT:

Derivative securities market has high financial leverage effects, hence establishing and developing this market is a very sensitive and complicated task which requires careful preparation from administrative authorities as well as the preparedness of market members. The development of the derivative securities market is an important goal in the development strategy of Vietnam's stock market and is considered as the first step to meet the urgent need of developing a risk protection mechanism for the stock market.

Keywords: Derivative securities, derivative securities market, developing derivatives market, stock market in Vietnam.