



CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH: BƯỚC PHÁT TRIỂN MỚI CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

TS. VŨ BẰNG - Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh sẽ mở ra một cánh cửa mới cho thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Không chỉ là câu chuyện giúp hoàn thiện thể chế, cấu trúc thị trường mà việc ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh còn là bước đệm để tiến tới hình thành các sản phẩm và công cụ đầu tư mới, hấp dẫn, đa dạng hơn. Thị trường chứng khoán phái sinh cho phép phòng ngừa rủi ro, tạo ra những cơ hội đầu tư sinh lợi cao, hỗ trợ thu hút vốn đầu tư nước ngoài và tăng cường hội nhập kinh tế quốc tế.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, chứng khoán phái sinh, thị trường tài chính, thu hút vốn, đầu tư nước ngoài

The born of derivative market opens a new door to the stock market in particular and financial market in general. This is not only a story of constitutional improvement and market structure but also a step to the establishment of the new, attractive and diversified investment products and tools. Derivative market helps prevent risks, creates high profitable investment opportunities, attracts more foreign investments and enhances international integration.

Keywords: stock market, derivative, financial market, capital attraction, foreign investment

Ngày nhận bài: 6/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 8/3/2017

Ngày nhận phản biện: 27/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 29/3/2017

Thị trường chứng khoán Việt Nam sau 17 năm hoạt động

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam chính thức được thành lập và đi vào hoạt động với sự ra đời của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (tháng 7/2000); sau đó là Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội (tháng 3/2005). Trải qua 17 năm hoạt động, với những diễn biến thăng trầm, nhưng ngành Chứng khoán Việt Nam đã đạt được nhiều bước phát triển vượt bậc trên nhiều phương diện.

Từ khởi đầu chỉ có 02 cổ phiếu REE và SAM (với số vốn 270 tỷ đồng được niêm yết), giao dịch tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh vào năm 2000, đến 31/12/2016, TTCK Việt Nam đã có 695 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết trên 02 Sở giao dịch chứng khoán. Sau quá trình phát triển và tái cấu trúc, TTCK Việt Nam đến nay đã thiết lập được các mảng thị trường chuyên biệt sau:

(i) 01 thị trường cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp (DN) niêm yết có quy mô vốn lớn từ 120 tỷ đồng trở lên;

(ii) 01 thị trường cổ phiếu, trái phiếu DN niêm yết có quy mô vốn vừa và nhỏ từ 30 tỷ đồng trở lên;

(iii) 01 thị trường giao dịch cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết;

(iv) 01 thị trường trái phiếu chính phủ chuyên biệt, tập trung hóa hoạt động phát hành và giao dịch thứ cấp các trái phiếu chính phủ.

Khảo sát cho thấy, trong những năm qua, quy mô TTCK tăng trưởng không ngừng. Mức vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 43,2% GDP năm 2016 và 50,3% GDP vào tháng 3/2017, gấp trên 3 lần so với năm 2010 và trên 2000 lần so với năm 2000. Thị trường trái phiếu chính phủ có tốc độ tăng bình quân 31%/năm. Tổng giá trị vốn huy động qua TTCK từ khi khai trương hoạt động đến nay đã đạt khoảng 2 triệu tỷ đồng và huy động khoảng 15 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp. Số lượng tài khoản giao dịch tính đến 31/12/2016 đạt 1,71 triệu tài khoản, trong đó có 9.942 tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư (NĐT) tổ chức.

Số liệu trên cho thấy sự phát triển mạnh mẽ của TTCK Việt Nam, khẳng định vai trò và vị thế



vững chắc của TTCK trong nền kinh tế như: Tạo lập một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho DN và Chính phủ; Thúc đẩy quá trình tái cấu trúc các DN nhà nước; Hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa; Thu hút vốn đầu tư nước ngoài và đẩy mạnh quá trình hội nhập kinh tế quốc tế trong khu vực và trên thế giới.

Chứng khoán phái sinh: Yêu cầu phát triển tất yếu

Trên thế giới, thị trường giao dịch các sản phẩm phái sinh đã phát triển từ nhiều thế kỷ trước, đến nay trở thành phân khúc lớn nhất của thị trường tài chính. Năm 2010, tổng giá trị danh nghĩa của các hợp đồng phái sinh chưa đáo hạn đã tăng gấp 09 lần so với tổng quy mô của thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu toàn cầu cộng lại, đạt khoảng 687,25 nghìn tỷ USD. Phân khúc thị trường này hình thành nhằm mục tiêu phòng vệ rủi ro, cho nên các sản phẩm phái sinh đã trở thành công cụ quản trị rủi ro không thể thiếu của nền kinh tế thị trường, để ứng phó với sự biến động không ngừng của các yếu tố kinh tế như tỷ giá, lãi suất, giá cả hàng hóa, giá chứng khoán... Về khía cạnh đầu tư, với khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính cao, các sản phẩm phái sinh cũng trở nên hấp dẫn NĐT, đặc biệt là đối với các NĐT chuyên nghiệp. Theo đánh giá của các chuyên gia tài chính trên thế giới, các công cụ phái sinh đặc biệt là công cụ tài chính phái sinh không chỉ cho phép các ngân hàng, tổ chức tài chính phòng ngừa rủi ro mà còn là một trong những dịch vụ có tỷ lệ sinh lời cao nhất.

Tại Việt Nam, TTCK tuy đã trải qua thời kỳ phát triển tương đối dài nhưng vẫn còn là một thị trường non trẻ, các công cụ đầu tư chưa đa dạng. Vì vậy, nhu cầu phát triển những công cụ đầu tư mới như chứng khoán phái sinh trở thành một nhu cầu thiết thực, bởi các lý do sau:

Thứ nhất, sự phát triển của các công cụ phái sinh là một quá trình 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.

Thứ hai, công cụ phái sinh giúp đa dạng hóa các công cụ đầu tư hiện có, góp phần thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước. Ngoài ra, TTCK là nơi mà cơ hội kiếm lời luôn gắn với mức độ rủi ro cao, vì vậy, chứng khoán phái sinh còn là một công cụ quan trọng giúp NĐT phòng vệ rủi ro hiệu quả.

Thứ ba, sau thời gian TTCK hình thành và phát triển, hiểu biết của NĐT đã được nâng cao, làm

phát sinh nhu cầu giao dịch các loại sản phẩm mới, phức tạp nhưng hấp dẫn hơn. Trong thực tế, các dạng công cụ phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn và một số hình thức khác đã được sử dụng trên thị trường song chưa phổ biến và đa dạng.

Tại Việt Nam, mặc dù chưa có TTCK phái sinh (TTCKPS) tập trung nhưng các công cụ phái sinh ngoài chứng khoán như phái sinh hàng hóa và phái sinh tiền tệ đã được phép giao dịch. Điển hình như: Trung tâm Giao dịch cà phê Buôn Mê Thuật, được thành lập năm 2006 với chức năng chính là thực hiện việc mua bán các loại cà phê sản xuất tại Việt Nam theo phương thức giao ngay và giao sau. Từ đầu năm 2011, Sở Giao dịch hàng hóa Việt Nam đã được thành lập, tổ chức giao dịch các hợp đồng tương lai trên tài sản cơ sở là cà phê, thép, cao su...

Trên thị trường tiền tệ, giao dịch kỳ hạn là sản phẩm phái sinh đầu tiên được sử dụng từ năm 1999 đối với các hợp đồng mua bán ngoại tệ (VND/USD) giữa ngân hàng thương mại và các DN trong hoạt động xuất nhập khẩu. Ngày nay, các công cụ phái sinh tiền tệ khác như: Hợp đồng hoán đổi, hợp đồng quyền chọn cũng đã được Ngân hàng Nhà nước cho phép áp dụng tại một số ngân hàng trong và ngoài nước.

Thứ tư, việc xây dựng và phát triển TTCKPS đã nhận được sự quan tâm chỉ đạo của Nhà nước và Chính phủ. Trong “Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011- 2020” ban hành kèm theo Quyết định 252/2012/QĐ-TTg ngày 01/3/2012, Thủ tướng Chính phủ đã đề ra mục tiêu: Xây dựng TTCKPS được chuẩn hóa theo hướng phát triển các công cụ từ đơn giản đến phức tạp; Về dài hạn cần thống nhất hoạt động thị trường phái sinh có công cụ gốc là chứng khoán, hàng hóa và tiền tệ”. Trên cơ sở đó, Thủ tướng Chính phủ cũng đã ban hành Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/03/2014 phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển TTCKPS Việt Nam với mục tiêu và lộ trình chi tiết.

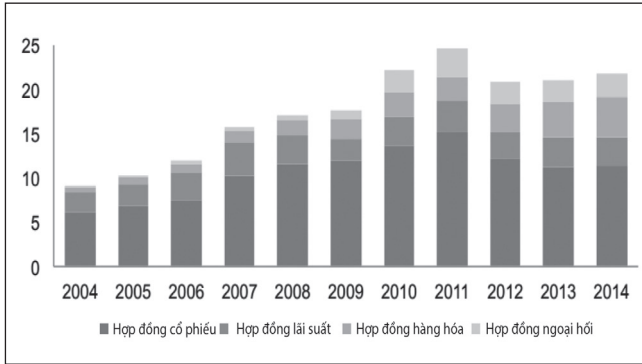
Thứ năm, các điều kiện cần thiết cho vận hành TTCKPS cơ bản đã hoàn tất. Cụ thể như:

- TTCK cơ sở trong đó có thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu đã có thời gian hoạt động tích lũy về hàng hóa, quy mô, cơ chế và phương thức giao dịch, hệ thống các chỉ số chứng khoán đã được áp dụng có hiệu quả.

- Đến nay, khung pháp lý cho TTCKPS đã hoàn chỉnh: Luật Chứng khoán đã có những khái niệm ban đầu về chứng khoán phái sinh; Chính phủ đã ban hành Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày



HÌNH 1: KHỐI LƯỢNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH THẾ GIỚI TỪ 2004-2014 (tỷ hợp đồng)



Nguồn: Liên đoàn các Sở Giao dịch chứng khoán Thế giới

05/5/2015 về chứng khoán phái sinh và TTCKPS với các quy định khung rất cơ bản về thiết kế, niêm yết sản phẩm, tổ chức giao dịch và thanh toán, công bố thông tin và quản lý giám sát trên TTCKPS. Dưới Nghị định, Bộ Tài chính cũng đã ban hành các Thông tư hướng dẫn đó là Thông tư 11/2016/TT-BTC ngày 18/01/2016 hướng dẫn một số điều của Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 về chứng khoán phái sinh và TTCKPS và Thông tư 23/2017/TT-BTC ngày 16/3/2017 sửa đổi một số điều của Thông tư 11/2016/TT-BTC tháo gỡ một số vướng mắc trong quá trình chuẩn bị triển khai TTCKPS. Trên cơ sở đó, Sở Giao dịch chứng khoán và Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam đã ban hành các quy chế, quy trình nghiệp vụ về giao dịch và thanh toán bù trừ trên TTCKPS.

- Hệ thống giao dịch, lưu ký, đăng ký, thanh toán bù trừ chứng khoán đã có bước phát triển nhanh và đã tích lũy được nhiều kinh nghiệm. Đồng thời, hệ thống giao dịch, thanh toán phục vụ cho TTCKPS (hệ thống đối tác bù trừ trung tâm, hệ thống vay, cho vay chứng khoán) cũng đã cơ bản được xây dựng, hoàn tất và được triển khai kiểm thử nhiều lần.

- Các công ty chứng khoán lớn, ngân hàng thương mại sự quan tâm đặc biệt đến TTCKPS. Hiện có 12 công ty chứng khoán (bao gồm cả những công ty chứng khoán chưa đủ điều kiện đang lên kế hoạch xin tăng vốn để đáp ứng yêu cầu tham gia TTCKPS) và 06 ngân hàng thương mại tích cực trong công tác chuẩn bị tham gia thị trường.

- Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội đã hoàn tất việc thiết kế 03 sản phẩm chứng khoán phái sinh để giao dịch lần đầu trên TTCKPS tại Việt Nam. Mẫu hợp đồng đối với các sản phẩm này cũng đã được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) chấp thuận.

- Đội ngũ nhân sự nghiên cứu và triển khai hệ thống TTCKPS đã bước đầu hình thành tại các Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam và tại UBCKNN. Quá trình đào tạo đối với thành viên thị trường cũng được triển khai trên nhiều kênh đào tạo khác nhau (qua Trung tâm Nghiên cứu khoa học và đào tạo chứng khoán; qua truyền hình và qua phát hành các ấn phẩm, tờ rơi...).

Với mục tiêu đẩy mạnh tiến trình phát triển thị trường vốn và tăng cường hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực tài chính của Việt Nam, vấn đề xây dựng, triển khai và phát triển TTCKPS tại Việt Nam là thực sự cần thiết trên cơ sở hội đủ các điều kiện cần và đủ để đáp ứng nhu cầu của số đông thành viên thị trường.

Bước phát triển mới của thị trường chứng khoán Việt Nam

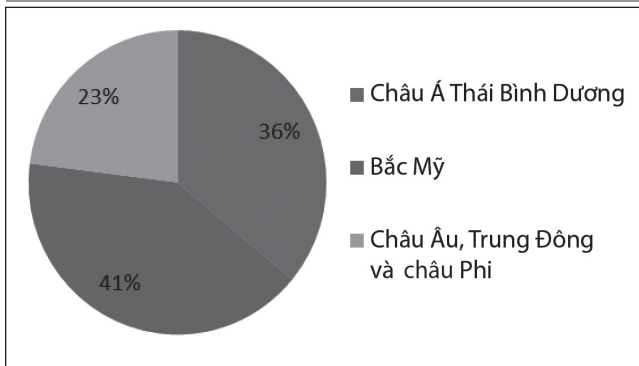
Là sản phẩm gắn với chứng khoán và TTCK, TTCKPS đã hình thành và phát triển từ hàng trăm năm nay trên thế giới. Đến nay có trên 70 Sở giao dịch chứng khoán phái sinh khác nhau trên thế giới đã tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh, trong giai đoạn đỉnh cao có 25 tỷ hợp đồng được giao dịch (năm 2011) và năm 2016 khối lượng giao dịch đạt 23 tỷ hợp đồng (Hình1).

TTCK cơ sở Việt Nam thời gian qua đã đạt được kết quả quan trọng với việc thành lập, tổ chức và hoạt động hai Sở giao dịch chứng khoán với 03 loại chứng khoán niêm yết. Với cơ chế tự điều tiết và nhu cầu quản trị rủi ro của TTCK Việt Nam thì việc hình thành, phát triển sản phẩm phái sinh là tất yếu khách quan. Sự ra đời TTCKPS là bước tiếp theo để hoàn chỉnh cấu trúc thị trường tài chính, bao gồm thị trường huy động vốn và thị trường phân tán rủi ro, qua đó thúc đẩy tốt hơn quá trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam.

Đối với NĐT, các sản phẩm chứng khoán phái sinh giúp đa dạng hóa các công cụ đầu tư hiện có, thực hiện các chiến lược phòng vệ rủi ro hiệu quả đối với những biến động giá tài sản cơ sở. Về phía cơ quan quản lý, việc chuẩn bị kỹ lưỡng cho sự ra đời một thị trường mới nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu của công chúng đầu tư, thu hút nguồn vốn trong và ngoài nước cho nền kinh tế và đảm bảo có đủ cơ chế cần thiết để quản lý, giám sát thị trường, đảm bảo thị trường hoạt động an toàn, hiệu quả. Bên cạnh đó, các sản phẩm phái sinh cũng tạo ra khả năng thúc đẩy tính thanh khoản của chứng khoán cơ sở và TTCK cơ sở. Thông qua các giao dịch kỳ hạn, giao dịch tương lai có thể điều chỉnh



HÌNH 2: KHỐI LƯỢNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN PHÂN THEO KHU VỰC



Nguồn: Liên đoàn các Sở giao dịch chứng khoán thế giới 2015

được giá của TTCK tại thời điểm hiện tại và không phải bỏ vốn đầu tư ngay tại thời điểm giao dịch. Nhận thức được lợi ích này, một số nước đã chủ động tổ chức và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh.

Đối với Việt Nam là một quốc gia trong khu vực châu Á - nơi mà xu hướng phát triển các TTCKPS tập trung diễn ra mạnh mẽ, thì việc “đi tắt đón đầu” xu hướng này được xem là một hướng đi đúng đắn. Đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính 2008, các quốc gia có TTCKPS phát triển có xu hướng ngày càng thắt chặt các giao dịch phái sinh trên thị trường OTC, khuyến khích giao dịch trên thị trường phái sinh tập trung để giảm thiểu rủi ro đổ vỡ hệ thống. Hơn nữa, hiện nay, TTCK cũng là công cụ giúp NĐT phòng ngừa các rủi ro liên quan đến biến động giá chứng khoán.

Việc ra đời các sản phẩm chứng khoán phái sinh sẽ tạo luồng gió mới cho thị trường, thúc đẩy sự tham gia nhiều hơn của NĐT trong và ngoài nước, đặc biệt đối với các NĐT tổ chức nước ngoài cần có công cụ quản trị rủi ro cho các danh mục đầu tư với quy mô lớn tại Việt Nam. Các TTCKPS trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc, Singapore, Thái Lan... đang ngày càng khẳng định vị thế của mình trên thị trường tài chính quốc tế.

Năm 2015, theo thống kê của Liên đoàn các Sở giao dịch chứng khoán thế giới, khối lượng giao dịch chứng khoán phái sinh trên thị trường tập trung tại các quốc gia này đã vượt qua khu vực châu Âu, vươn lên đứng vị trí thứ 2 chỉ sau khu vực Bắc Mỹ và vẫn đang tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ (Hình 2). Trong đó về phái sinh chứng khoán, Nhật Bản và Hàn Quốc là các quốc gia dẫn đầu khu vực châu Á. Tại khu vực Đông Nam Á, Singapore, Malaysia, Indonesia, Thái Lan đều lần lượt thành lập các Sở Giao dịch chứng khoán phái

sinh và tập trung phát triển mạnh các sản phẩm phái sinh.

Tại Quyết định 366/2014/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 phê duyệt Đề án “Xây dựng và phát triển TTCKPS tại Việt Nam” Chính phủ đã đề ra chủ trương 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. TTCKPS được tổ chức dưới hình thức là một đơn vị thuộc Sở Giao dịch chứng khoán. Xây dựng TTCKPS là bước kế tiếp nhằm hoàn chỉnh cấu trúc TTCK Việt Nam, hỗ trợ sự phát triển bền vững các TTCK 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.

Về dài hạn, TTCKPS sẽ phát triển đa dạng về sản phẩm giao dịch bao gồm các hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn đối với cả chứng khoán, tiền tệ và hàng hóa. Xa hơn nữa, bên cạnh một TTCKPS tập trung sẽ tồn tại một TTCKPS phi tập trung (OTC) có quản lý. Thực tế cho thấy, một số loại sản phẩm phái sinh tiền tệ phù hợp với giao dịch trên thị trường OTC, một số sản phẩm khác lại phù hợp với giao dịch trên thị trường tập trung. Các công cụ phái sinh lãi suất và ngoại hối được giao dịch nhiều nhất trên thị trường OTC. Số liệu thống kê của Ngân hàng Thanh toán quốc tế, thị trường phái sinh OTC có quy mô lớn hơn rất nhiều so với thị trường phái sinh tập trung, chiếm khoảng 87,4% tổng giá trị danh nghĩa thị trường phái sinh, tương đương với khoảng 610 nghìn tỷ USD.

Như vậy, sự ra đời TTCKPS sẽ mở ra một cánh cửa mới cho TTCK nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Vấn đề này không chỉ giúp hoàn thiện thể chế, cấu trúc thị trường mà việc ra đời TTCK phái sinh sẽ mở ra một cánh cửa mới với hàng loạt các sản phẩm và công cụ đầu tư mới, hấp dẫn phức tạp và đa dạng. TTCKPS cho phép phòng ngừa rủi ro nhưng cũng tạo ra những cơ hội đầu tư sinh lợi cao, hỗ trợ thu hút vốn đầu tư nước ngoài và tăng cường hội nhập kinh tế quốc tế. Quan trọng hơn là kéo theo sự phát triển nhanh chóng các nghiệp vụ kinh doanh mới phù hợp với thời đại công nghệ thông tin đang bùng nổ như hiện nay.

Tài liệu tham khảo:

1. Báo cáo “Những điểm nổi bật của TTCK thế giới năm 2016”, Liên đoàn các Sở giao dịch chứng khoán thế giới;
2. Một số câu hỏi về TTCKPS tại Việt Nam, Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội;
3. Một số website: mof.gov.vn, ssc.gov.vn, cafef.vn, tinnhanhchungkhoan.vn...