



THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VÀ LỘ TRÌNH PHÁT TRIỂN CÁC SẢN PHẨM

TS. TẠ THANH BÌNH - Vụ trưởng Vụ Phát triển thị trường, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Ngày 11/3/2014, Đề án Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam đã được Thủ tướng Chính phủ ký phê duyệt ban hành kèm theo Quyết định 366/QĐ-TTg. Kể từ khi có chủ trương của Chính phủ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã chỉ đạo, phối hợp với các Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam và các thành viên thị trường bắt tay vào chuẩn bị các điều kiện cần và đủ để đưa thị trường chứng khoán phái sinh đi vào hoạt động.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, sản phẩm phái sinh, cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ

On March 11th 2014, the project of constructing and developing derivative market in Vietnam has been approved by the Prime Minister according to the Decision No-366/QĐ-TTg. Since then, State Securities Commission has been instructing and coordinating with stock exchanges, securities depositories and other market memberships to conduct needed conditions to put derivative market into operation.

Keywords: stock market, derivative products, Government bond, stock

Ngày nhận bài: 7/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 9/3/2017

Ngày nhận phản biện: 26/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 29/3/2017

Chủ trương xây dựng sản phẩm thị trường

Quyết định 366/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ nêu rõ quan điểm, định hướng của Chính phủ về phát triển thị trường chứng khoán phái sinh (TTCKPS) tại Việt Nam là “xây dựng và phát triển TTCKPS Việt Nam theo mô hình tập trung, hoạt động thống nhất dưới sự quản lý của Nhà nước”.

Với sự phát triển của TTCK và nhu cầu của các nhà đầu tư (NĐT) trong và ngoài nước, sự ra đời TTCKPS góp phần hiện thực hóa “Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011- 2020” ban hành kèm theo Quyết định 252/2012/QĐ-TTg ngày 01/3/2012

của Thủ tướng Chính phủ là: “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”.

Cụ thể hóa tinh thần trên, trong Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 Thủ tướng Chính phủ cũng khẳng định quan điểm và nguyên tắc trong việc lựa chọn sản phẩm theo lộ trình phát triển TTCKPS như sau: “Lựa chọn và chuẩn hóa các chứng khoán phái sinh giao dịch trên Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) là các hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn (HĐQC) dựa trên các chứng khoán cơ sở là chỉ số TTCK, trái phiếu chính phủ (TPCP), cổ phiếu niêm yết. Các chứng khoán phái sinh được đưa vào giao dịch trên SGDCK theo lộ trình từ đơn giản đến phức tạp, phù hợp với sự phát triển của TTCK và nhu cầu của thị trường. Trước mắt, tập trung phát triển thị trường giao dịch các CKPS dựa trên chỉ số chứng khoán, TPCP, cổ phiếu”. Tuy nhiên, về dài hạn các công cụ tài chính phái sinh dựa trên tài sản cơ sở là cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ và hàng hóa sẽ được giao dịch thống nhất trên SGDCK.

Trong giải pháp “Phát triển quy mô, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa các loại hàng hóa để đáp ứng nhu cầu của thị trường” của Đề án phát triển TTCKPS ban hành kèm theo Quyết định 366/QĐ-TTg, công tác phát triển hành hóa cho TTCKPS đã được nêu cụ thể như sau: “Phát triển các loại CKPS như: quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai (HĐTL); hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết (chứng khoán - bảo hiểm, chứng khoán - tín dụng, tiết kiệm - chứng khoán...); các sản phẩm từ chứng khoán hóa tài sản và các khoản nợ...”.



BẢNG 1: MẪU HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỈ SỐ CỔ PHIẾU HNX30

TT	Đặc điểm	Quy định
1	Tên hợp đồng	Hợp đồng tương lai trên chỉ số HNX30
2	Mã hợp đồng	Theo quy định của SGDCK
3	Tài sản cơ sở	Chỉ số HNX30
4	Quy mô hợp đồng	1.000.000 đồng x [điểm chỉ số HNX30 tương lai]
5	Hệ số nhân hợp đồng	1.000.000 đồng
6	Tháng đáo hạn	Tháng hiện tại, tháng kế tiếp, hai tháng cuối 02 quý tiếp theo
7	Phương thức giao dịch	Phương thức khớp lệnh và phương thức thỏa thuận
8	Thời gian giao dịch	Mở cửa trước thị trường cơ sở 15 phút Đóng cửa: kết thúc cùng thị trường cơ sở
9	Biên độ dao động giá	$\pm 10\%$
10	Bước giá / Đơn vị yết giá	0,05 điểm chỉ số (tương đương 50.000 đ)
11	Đơn vị giao dịch	01 hợp đồng
12	Ngày giao dịch cuối cùng	Ngày thứ năm, thứ ba trong tháng đáo hạn, trường hợp trùng ngày nghỉ sẽ được điều chỉnh lên ngày giao dịch liền trước đó
13	Ngày thanh toán cuối cùng	Ngày làm việc liền sau ngày giao dịch cuối cùng
14	Phương thức thanh toán	Thanh toán bằng tiền
15	Phương pháp xác định giá thanh toán hàng ngày	Theo quy định của VSD
16	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
17	Giá tham chiếu	Giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước hoặc giá lý thuyết (trong ngày giao dịch đầu tiên)
18	Giới hạn vị thế	Theo quy định của VSD
19	Mức ký quỹ	Theo quy định của VSD
20	Ngày niêm yết	Khi ra mắt hợp đồng

Nguồn: SGDCK Hà Nội; các mẫu này đang được trình cấp có thẩm quyền phê duyệt trước khi ban hành

Các sản phẩm đặc thù của thị trường chứng khoán phái sinh

CKPS là các công cụ phái sinh dựa trên tài sản cơ sở, cơ sở là chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ Quỹ Đầu tư chứng khoán, chỉ số chứng khoán và các loại tài sản khác. Các loại công cụ phái sinh ngày nay rất đa dạng nhưng cơ bản bao gồm 4 loại: (i) Hợp đồng kỳ hạn; (ii) Hợp đồng hoán đổi; (iii) Hợp đồng tương lai (HĐTL); (iv) Hợp đồng quyền chọn (HĐQC).

Mỗi loại phái sinh đều có những đặc tính khác nhau và được giao dịch trên các thị trường khác nhau. Hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi được xem là các công cụ phái sinh đặc thù được giao dịch trên thị trường OTC. HĐTL là công cụ phái sinh chuẩn hóa được niêm yết và giao dịch trên thị trường tập trung qua SGDCK. Trong khi HĐQC là loại công cụ có thể giao dịch cả OTC và tập trung. Căn cứ vào đặc tính này với định hướng xây dựng TTCKPS tập trung từ đơn giản đến phức tạp, Việt Nam đã quyết định lựa chọn HĐTL dựa trên các chứng khoán làm sản phẩm đầu tiên trong giai đoạn đầu TTCKPS đi vào hoạt động.

Với nền tảng của một thị trường cổ phiếu có hàng trăm mã niêm yết, cùng với các chỉ số cổ phiếu hiện có như VN-Index, HNX-Index, VN30, HNX30... và trên nền tảng một thị trường TPCP chuyên biệt với nhiều loại TPCP có lãi suất hấp dẫn, cho phép có thêm nhiều lựa chọn để thiết kế các chứng khoán phái sinh.

Báo cáo ban đầu về “Phát triển thị trường phái sinh ở Việt Nam” trong khuôn khổ Dự án của Luxembourg Development tài trợ cho Việt Nam về phát triển thị trường vốn, chuyên gia dự án đã khuyến nghị rằng, việc lựa chọn Tài sản cơ sở cho các chứng khoán phái sinh phải đảm bảo các tiêu chí: (1) Tài sản cơ sở phải đảm bảo tính thanh khoản để tăng tính hấp dẫn đầu tư; (2) Tài sản cơ sở phải đảm bảo độ sâu giao dịch để tránh bị thao túng và làm giá; (3) Tài sản cơ sở có đủ thông tin để cung cấp cho các thành viên trên thị trường và (4) Tài sản cơ sở phải có cơ chế pháp lý rõ ràng.

Theo đó, chỉ số chứng khoán đường như là loại Tài sản cơ sở đáp ứng được các tiêu chí trên. Chỉ số chứng khoán bao gồm một rổ cổ phiếu được niêm yết sẽ hạn chế được nguy cơ làm giá và thao túng Tài sản



BẢNG 2: MẪU HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỈ SỐ CỔ PHIẾU VN30

TT	Đặc điểm	Quy định
1	Tên hợp đồng	Hợp đồng tương lai trên chỉ số VN30
2	Mã hợp đồng	Theo quy định của SGDCK
3	Tài sản cơ sở	Chỉ số VN30
4	Quy mô hợp đồng	500.000 đồng x [điểm chỉ số VN30 tương lai]
5	Hệ số nhân hợp đồng	500.000 đồng
6	Tháng đáo hạn	Tháng hiện tại, tháng kế tiếp, hai tháng cuối 02 quý tiếp theo
7	Phương thức giao dịch	Phương thức khớp lệnh và phương thức thỏa thuận
8	Thời gian giao dịch	Mở cửa trước thị trường cơ sở 15 phút đóng cửa: Kết thúc cùng thị trường cơ sở
9	Biên độ dao động giá	$\pm 7\%$
10	Bước giá /Đơn vị yết giá	0,1 điểm chỉ số (tương đương 50.000 đ)
11	Đơn vị giao dịch	01 hợp đồng
12	Ngày giao dịch cuối cùng	Ngày trong tháng đáo hạn, trường hợp trùng ngày nghỉ sẽ được điều chỉnh lên ngày giao dịch liền trước đó
13	Ngày thanh toán cuối cùng	Ngày làm việc liền sau ngày giao dịch cuối cùng
14	Phương thức thanh toán	Thanh toán bằng tiền
15	Phương pháp xác định giá thanh toán hàng ngày	Theo quy định của VSD
16	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
17	Giá tham chiếu	Giá thanh toán cuối ngày của ngày giao dịch liền trước hoặc giá lý thuyết (trong ngày giao dịch đầu tiên)
18	Giới hạn vị thế	Theo quy định của VSD
19	Mức ký quỹ	Theo quy định của VSD
20	Ngày niêm yết	Khi ra mắt hợp đồng

Nguồn: SGDCK Hà Nội; các mẫu này đang được trình cấp có thẩm quyền phê duyệt trước khi ban hành

cơ sở, cho phép loại bỏ các rủi ro cá biệt khi đầu tư vào cổ phiếu đơn lẻ, có khả năng đáp ứng được nhu cầu của nhiều đối tượng NĐT. Diễn biến chỉ số được cập nhật liên tục, thời gian thực trên các bảng giao dịch điện tử, minh bạch trong công thức tính và lựa chọn cổ phiếu trong rổ tính giá chỉ số. Đặc biệt, gần đây hai chỉ số mới là HNX30 và VN30 đã được cải thiện về công thức tính theo tỷ lệ cổ phiếu được tự do giao dịch, khắc phục được những hạn chế của chỉ số cũ và phản ánh sát thực hơn diễn biến của thị trường.

Trên cơ sở định hướng, mục tiêu phát triển các sản phẩm phái sinh tại Đề án phát triển TTCKPS và trong bối cảnh thực tế TTCK Việt Nam, SGDCK Hà Nội (HNX) đã thiết kế các sản phẩm chứng khoán phái sinh ban đầu để lựa chọn đưa vào giao dịch trong giai đoạn đầu trên TTCKPS tại Việt Nam, bao gồm HĐTL chỉ số cổ phiếu và HĐTL TPCP. Việc xây dựng các mẫu hợp đồng đã được lấy ý kiến rộng rãi thành viên thị trường nhằm đáp ứng được nhu cầu và khẩu vị rủi ro của thành viên thị trường cũng như tham khảo kinh nghiệm quốc tế về giao dịch các sản phẩm tại nhiều thị trường phái sinh trong khu vực. Đây được đánh giá là những sản phẩm phù hợp với

giai đoạn đầu vận hành một thị trường mới như TTCKPS và là những sản phẩm đang được quan tâm và giao dịch phổ biến, sôi động trên TTCKPS thế giới. Cụ thể bao gồm:

- HĐTL chỉ số cổ phiếu HNX30 có tài sản cơ sở là chỉ số HNX30 của HNX bao gồm 30 cổ phiếu có vốn hóa thị trường lớn nhất trên HNX.

- HĐTL chỉ số cổ phiếu VN30 có tài sản cơ sở là chỉ số VN30 của SGDCK TP. Hồ Chí Minh (HoSE). Chỉ số cũng bao gồm 30 cổ phiếu có vốn hóa thị trường cao nhất trên HoSE, có tính đại diện thị trường.

- HĐTL TPCP 5 năm có tài sản cơ sở là trái phiếu giả định với một số đặc trưng cơ bản của TPCP kỳ hạn 05 năm, mệnh giá 100.000 đồng, lãi suất cố định 5%/năm, trả lãi định kỳ cuối kỳ 12 tháng/lần, trả gốc một lần khi đáo hạn.

Các sản phẩm phái sinh ban đầu trên thị trường được thiết kế với nguyên tắc sau:

Thứ nhất, đúng quy định pháp luật: Việc lựa chọn và xây dựng sản phẩm được thực hiện trên cơ sở đảm bảo tuân thủ quy định tại các văn bản pháp quy về chứng khoán phái sinh (Nghị định 42/2015/



NĐ-CP, Thông tư 11/2016/TT-BTC hướng dẫn một số điều của Nghị định 42/2015/NĐ-CP và Thông tư 23/2017/TT-BTC sửa đổi một số điều của Thông tư 11/2016/TT-BTC).

Thứ hai, phù hợp với các thông lệ quốc tế: Các mẫu hợp đồng cho sản phẩm được thiết kế dựa trên kết quả nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế tại một số thị trường nước ngoài, kết hợp với khảo sát thị trường nước ngoài và tham khảo ý kiến tư vấn của các chuyên gia quốc tế từ Mỹ, Anh, Đức đến Thái Lan, Malaysia, Singapore, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan.

Thứ ba, có sự phối hợp chặt chẽ của các đơn vị liên quan: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã chỉ đạo HNX phối hợp chặt chẽ với Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) về nghiệp vụ thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh, với HoSE về việc lấy dữ liệu chỉ số VN30 làm tài sản cơ sở (TSCS). Tất cả các tiêu chí này đã được tổng hợp và đưa vào các mẫu hợp đồng.

Thứ tư, đáp ứng nhu cầu thị trường: Công tác thiết kế sản phẩm đã liên tục nhận được ý kiến góp ý từ phía thành viên qua các đợt khảo sát trong giai đoạn 2015-2016, đảm bảo ghi nhận những ý kiến phù hợp.

Thứ năm, phù hợp với chức năng thiết kế của hệ thống: Cùng với tiến độ thiết kế hệ thống, 2 đơn vị trực tiếp tham gia vào quá trình vận hành thị trường là HNX và VSD đã cập nhật những quy định phù hợp về mặt hệ thống trên mẫu hợp đồng các sản phẩm, đảm bảo tính khả thi khi triển khai giao dịch - bù trừ - thanh toán cho sản phẩm chứng khoán phái sinh.

Lộ trình phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh

Theo lộ trình phát triển của TTCKPS được phê duyệt tại Quyết định 366/QĐ-TTg, sau năm 2020 và về dài hạn các công cụ tài chính phái sinh là HĐTL và HĐQC dựa trên tài sản cơ sở là cổ phiếu, trái phiếu, HĐTL tiền tệ và hàng hóa sẽ được tập trung giao dịch thống nhất trên SGDCK.

Sau khi TTCKPS đi vào hoạt động, theo kế hoạch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ tổng kết đánh giá, báo cáo Bộ Tài chính báo cáo Chính phủ tình hình hoạt động của thị trường. Trong đó, đánh giá công tác xây dựng hàng hóa và tính hiệu quả cũng như sự thanh khoản của các sản phẩm để từ đó rút kinh nghiệm trong công tác xây dựng hàng hóa đồng thời đề xuất những giải pháp cho giai đoạn tiếp theo.

Sau một thời gian phát triển sản phẩm HĐTL chỉ

số và HĐTL TPCP, sản phẩm HĐQC chỉ số, HĐQC TPCP và HĐQC cổ phiếu và một số sản phẩm phái sinh tài chính khác sẽ được nghiên cứu khả năng áp dụng trên thị trường. Điều này sẽ tạo điều kiện cho NĐT có thêm cơ hội lựa chọn các sản phẩm đa dạng hơn.

Năm 2016, Chính phủ đã ban hành Thông tư 107/2016/TT-BTC ngày 29/6/2016 hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có đảm bảo. Đây cũng là một căn cứ pháp lý cho việc phát triển thêm một sản phẩm mới trên TTCK Việt Nam. Dự kiến, vào cuối năm 2017, sản phẩm này sẽ được đưa vào giao dịch trên thị trường cơ sở. Chứng quyền có bảo đảm là sản phẩm có nhiều đặc điểm giống HĐQC cổ phiếu. Chi phí để sở hữu chứng quyền có bảo đảm là khá thấp so với giá trị của chứng khoán cơ sở, nhưng NĐT có thể nhận được khoản lợi nhuận tương đương như: nắm giữ chứng khoán cơ sở đó, tạo cơ hội mới đối với những NĐT ưa thích sử dụng đòn bẩy ngắn hạn để kiếm lợi nhuận. Đây sẽ là cơ sở thực tiễn khá tốt để thị trường có thêm kinh nghiệm triển khai xây dựng các sản phẩm HĐQC sao cho phù hợp với trình độ phát triển và nhu cầu của NĐT trong tương lai.

Thực tiễn phát triển TTCKPS trên thế giới đã khẳng định công cụ phái sinh là một sản phẩm thiết yếu của thị trường tài chính. Với Việt Nam, một TTCK đang ở giai đoạn đầu phát triển với những biến động tương đối mạnh thì nhu cầu sử dụng các chứng khoán phái sinh để phòng ngừa rủi ro là cần thiết. Cùng với những công cụ đầu tư truyền thống như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, sự có mặt của các sản phẩm chứng khoán phái sinh không chỉ giúp đa dạng hóa sản phẩm cho NĐT mà còn thúc đẩy sự phát triển của TTCK lên một tầm cao hơn.

Với lộ trình xây dựng và phát triển từng bước các sản phẩm trên TTCKPS phù hợp với nhu cầu và quy mô của TTCK Việt Nam, kết hợp với sự nỗ lực cố gắng của cơ quan quản lý, SGDCK, VSD và các thành viên tham gia thị trường trong công tác xây dựng hàng hóa, những sản phẩm phái sinh được lựa chọn sẽ góp phần tạo nên sự thành công của TTCKPS Việt Nam. 

Tài liệu tham khảo:

1. Quyết định số 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển TTCKPS Việt Nam;
2. Báo cáo ban đầu về "Phát triển thị trường phái sinh ở Việt Nam" trong khuôn khổ Dự án của Luxembourg Development tài trợ cho Việt Nam về phát triển thị trường vốn;
3. Thông tư 107/2016/TT-BTC ngày 29/6/2016 hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có đảm bảo.