



CƠ CHẾ VẬN HÀNH CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH TẠI THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

NGUYỄN THỊ THU HÀ - Giám đốc Phòng Thị trường chứng khoán phái sinh, HNX

Trên thế giới, chứng khoán phái sinh đã trở thành một công cụ phổ biến và đóng vai trò quan trọng trong thị trường tài chính nói chung. Việc xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh thành công sẽ đóng góp cho sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, cung cấp thêm một kênh đầu tư mới với nhiều công cụ đa dạng, đáp ứng được yêu cầu của nhà đầu tư trong và ngoài nước. Bài viết giúp hiểu rõ hơn về sản phẩm chứng khoán phái sinh và cơ chế vận hành của sản phẩm này khi triển khai tại Việt Nam.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, chứng khoán phái sinh, kênh đầu tư, thị trường tài chính

Derivative has been internationally popular and important measure in financial market. Building a successful derivative market will contribute to the development of Vietnam stock market providing additional investment channel with more diversified tools that meet the requirements of both local and foreign investors. This article provides more definite understanding of derivative and its operation mechanism in Vietnam.

Keywords: Stock market, derivative, investment channel, financial market

Ngày nhận bài: 6/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 8/3/2017

Ngày nhận phản biện: 28/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 29/3/2017

Tổng quan về thị trường phái sinh

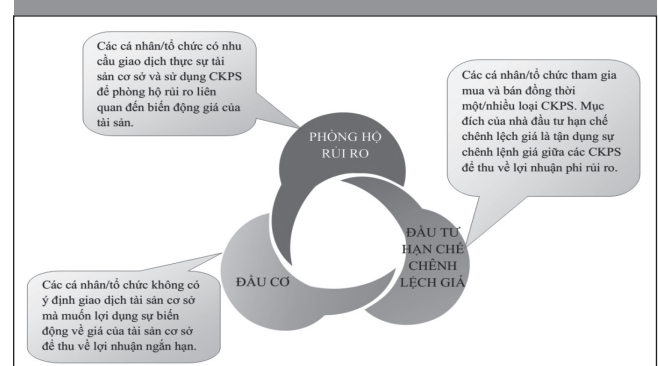
Chứng khoán phái sinh (CKPS) là sản phẩm tài chính cao cấp có lịch sử phát triển lâu dài qua nhiều thế kỷ. Thị trường CKPS đầu tiên xuất hiện trên thế giới là ở Nhật Bản với sự ra đời của Sở Giao dịch gạo Dojima trong thế kỷ 17. Tuy nhiên, thị trường chỉ thực sự phát triển kể từ năm 1848, với sự ra đời của Sở Giao dịch Chứng khoán (SGDCK) Chicago (CBOT), thị trường CKPS có tổ chức và cho giao dịch điện tử đầu tiên trên thế giới. Hiện nay, trên thế giới giao dịch CKPS phát triển mạnh mẽ tại khu

vực châu Mỹ, CME Group giữ vị trí là tập đoàn Sở giao dịch dẫn đầu về khối lượng giao dịch CKPS sau khi sáp nhập với CBOT. Nhóm khu vực châu Á Thái Bình Dương, khu vực châu Âu, châu Phi và Trung Đông cũng có tốc độ tăng trưởng nhanh chóng. Năm 2015, khu vực châu Á – Thái Bình Dương đã dẫn đầu thế giới về giao dịch các sản phẩm CKSP, với 28 sở giao dịch, đạt khối lượng giao dịch 9,7 tỷ hợp đồng, mức tăng trưởng 33,7% so với năm 2014.

CKPS được định nghĩa là công cụ tài chính có giá trị phụ thuộc vào giá trị của một hay nhiều tài sản cơ sở. Quy định quyền lợi và/hoặc nghĩa vụ của các bên tham gia hợp đồng đối với việc thanh toán hoặc/và chuyển giao tài sản cơ sở với một mức giá được thỏa thuận trước vào một thời điểm nhất định trong tương lai.

Việc ra đời CKPS giúp nhà đầu tư (NĐT) có công cụ hữu hiệu phòng ngừa rủi ro khi tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán (TTCK). Bên cạnh đó, nhờ vào cơ chế tác động giá giữa thị trường phái sinh và thị trường cơ sở giúp giá tài sản cơ sở trên

HÌNH 1: CÁC MỤC ĐÍCH SỬ DỤNG SẢN PHẨM PHÁI SINH



Nguồn: Tác giả tổng hợp



thị trường phản ánh được nhu cầu giao dịch của NĐT trong tương lai. Thị trường CKPS gồm có sản phẩm chính như sau:

- *Hợp đồng kỳ hạn*: Là thỏa thuận pháp lý giữa hai bên tham gia về việc mua và bán một loại tài sản tại một thời điểm nhất định trong tương lai, với mức giá được xác định trước tại ngày giao dịch.

- *Hợp đồng tương lai*: Là hợp đồng kỳ hạn được chuẩn hóa, niêm yết và giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung.

- *Hợp đồng quyền chọn*: Là thỏa thuận pháp lý, trong đó một bên có quyền yêu cầu thực hiện và bên kia có nghĩa vụ phải mua hoặc bán một lượng tài sản cơ sở theo mức giá đã xác định trong hợp đồng một khoảng thời gian, hoặc tại một thời điểm nhất định trong tương lai.

- *Hợp đồng hoán đổi*: Là thỏa thuận pháp lý, trong đó hai bên cam kết hoán đổi dòng tiền của công cụ tài chính của một bên, với dòng tiền của công cụ tài chính của một bên còn lại trong một khoảng thời gian nhất định.

CKPS ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với thị trường tài chính và được các NĐT trên thế giới sử dụng nhằm mục đích:

(i) Phòng hộ rủi ro: Các cá nhân/tổ chức có nhu cầu giao dịch thực sự tài sản cơ sở và sử dụng CKPS để phòng hộ rủi ro biến động giá của tài sản cơ sở.

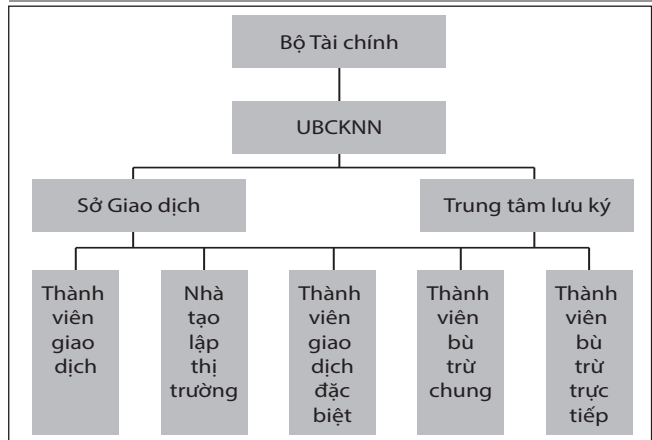
(ii) Đầu tư hạn chế chênh lệch giá: Các cá nhân/tổ chức tham gia mua và bán đồng thời một/nhiều loại CKPS. Mục đích của NĐT hạn chế chênh lệch giá là tận dụng sự chênh lệch giá giữa các tài sản để thu về lợi nhuận phi rủi ro.

(iii) Đầu cơ: Các cá nhân/tổ chức không có ý định giao dịch tài sản cơ sở, mà muốn lợi dụng sự biến động về giá của tài sản cơ sở để thu về lợi nhuận ngắn hạn sẽ tham gia đầu cơ trên thị trường CKPS.

Mô hình thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam

Việc xây dựng và phát triển thị trường CKPS cùng với TTCK cơ sở đã được xác định từ năm 2007 theo các quyết định sau: Quyết định 128/2007/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án Phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020; Quyết định 252/QĐ-TTg ngày 01/3/2012 về Chiến lược phát triển TTCK Việt nam giai đoạn 2011-2020; Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/03/2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển TTCK phái sinh Việt Nam. Trong đó, xác định mục tiêu phát triển thị trường CKPS để hoàn thiện cấu trúc TTCK Việt Nam. Theo đó, lộ trình phát triển thị trường CKPS

HÌNH 2: MÔ HÌNH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH TẠI VIỆT NAM



Nguồn: Tác giả tổng hợp

được chia 3 giai đoạn như 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 Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK), Trung tâm Lưu ký chứng khoán (VSD) và thành viên thị trường, bảo đảm 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 thị trường CKPS. Trước mắt là các sản phẩm phái sinh dựa trên chỉ số chứng khoán, trái phiếu chính phủ và cổ phiếu.

Giai đoạn sau 2020: Hoàn thiện và nâng cao chất lượng hoạt động của thị trường CKPS, 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 tới xây dựng một thị trường CKPS 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.

Ngày 5/5/2015, Chính phủ đã ban hành Nghị định 42/2015/NĐ-CP quy định về CKPS và thị trường phái sinh nhằm cụ thể hóa chủ trương và định hướng phát triển thành hành động, đồng thời, tạo khung pháp lý cơ bản cho việc tổ chức thị trường phái sinh tại Việt Nam. Cụ thể:

Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước: Với tư cách là cơ quan quản lý trực tiếp, được quyền cấp phép cho các hoạt động kinh doanh, giao dịch CKPS cũng như cho các sản phẩm phái sinh niêm yết tại SGDCK.

Sở Giao dịch chứng khoán: Là nơi thiết kế sản phẩm CKPS và thực hiện niêm yết, tổ chức giao dịch các sản phẩm đó sau khi được cơ quan có thẩm quyền chấp thuận.



VSD: Sẽ thực hiện bù trừ và thanh toán cho các giao dịch CKPS theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm. Với mô hình đối tác bù trừ trung tâm, VSD sẽ đóng vai trò người bán đối với mọi người mua và người mua đối với mọi người bán nhằm đảm bảo nghĩa vụ và khả năng thanh toán cho các bên tham gia.

Thành viên thị trường: Các tổ chức như chứng khoán, ngân hàng thương mại đủ điều kiện và được chấp thuận cung cấp các dịch vụ và tham gia giao dịch, cung cấp dịch vụ bù trừ và thanh toán trên thị trường phái sinh.

Như vậy, với tư cách là những đơn vị tổ chức thị trường, Sở giao dịch CKPS và VSD sẽ là hai đơn vị mấu chốt trong việc chuẩn bị và triển khai và đưa thị trường phái sinh đi vào hoạt động. Dù hoạt động độc lập, hai đơn vị sẽ cần có những cơ chế phối hợp chặt chẽ trong việc tổ chức và vận hành thị trường CKPS một cách hiệu quả, minh bạch và công bằng.

Sở giao dịch chứng khoán phái sinh

Sở giao dịch CKPS tổ chức giao dịch CKPS với những nguyên tắc tương tự như đối với giao dịch chứng khoán thông thường: Đảm bảo tính công bằng, minh bạch và hiệu quả. Để tổ chức hoạt động giao dịch CKPS, SGĐCK thực hiện những chức năng sau: Thiết kế và niêm yết sản phẩm; Vận hành hệ thống giao dịch; Quản lý thành viên giao dịch và Ban hành các quy chế, quy định và quy trình liên quan.

Thứ nhất, Về thiết kế sản phẩm: Khác với giao dịch chứng khoán thông thường, Sở giao dịch CKPS có thêm một chức năng đặc biệt là thiết kế và niêm yết các sản phẩm phái sinh. Nếu như ở thị trường cơ sở, chất lượng của sản phẩm chủ yếu phụ thuộc vào bản thân tài sản cơ sở là các cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết, hoặc các trái phiếu do doanh nghiệp hoặc Chính phủ phát hành, thì ở thị trường phái sinh, chất lượng sản phẩm còn phụ thuộc vào việc thiết kế sản phẩm của Sở giao dịch CKPS. Để đảm bảo phục vụ đúng nhu cầu đầu tư của thị trường nhưng vẫn phòng ngừa được các rủi ro không đáng có, Sở giao dịch CKPS cần lựa chọn các tài sản cơ sở không chỉ tốt mà còn phải nhận được sự quan tâm lớn từ thị trường; đồng thời, đa dạng hóa các loại sản phẩm phái sinh nhằm cung cấp đủ công cụ cho các NĐT.

Ở các thị trường phát triển, CKPS đã được xây dựng trên hầu hết các loại tài sản cơ sở phổ biến như: cổ phiếu niêm yết, chỉ số cổ phiếu, trái phiếu, tỷ giá, lãi suất... Đối với Việt Nam, do các loại tài sản cơ sở chưa đa dạng, đồng thời NĐT cần có thời

gian để tìm hiểu và làm quen với các công cụ đầu tư mới này, Sở giao dịch CKPS bước đầu sẽ xây dựng những sản phẩm, công cụ đơn giản nhất dựa trên những tài sản cơ sở quen thuộc đối với NĐT. Trong giai đoạn trước mắt, các tài sản cơ sở được lựa chọn ban đầu là trái phiếu chính phủ và chỉ số cổ phiếu. Loại sản phẩm phái sinh được lựa chọn ban đầu là hợp đồng tương lai, vì đây là sản phẩm đơn giản nhất trong các sản phẩm phái sinh (so với sản phẩm hợp đồng quyền chọn và sản phẩm phái sinh khác).

Ở các giai đoạn tiếp theo, khi CKPS đã trở nên phổ biến hơn và được NĐT đón nhận, Sở sẽ tiếp tục phát triển thêm các sản phẩm mới dựa trên các loại tài sản cơ sở đa dạng hơn.

Thứ hai, tổ chức giao dịch qua Hệ thống giao dịch phái sinh. Cụ thể là Sở giao dịch CKPS có trách nhiệm vận hành hệ thống giao dịch CKPS tương tự như trên TTCK cơ sở. Hệ thống giao dịch CKPS cũng có những chức năng cơ bản về khớp lệnh với các loại lệnh tương tự như trên TTCK cơ sở gồm: Lệnh giới hạn, lệnh thị trường... hoặc các quy định như biên độ dao động giá, giới hạn khối lượng lệnh. Bên cạnh đó, cơ chế giao dịch CKPS cũng có những đặc điểm khác biệt như các sản phẩm CKPS được niêm yết và giao dịch theo từng tháng đáo hạn với các mã hợp đồng riêng. Ngoài ra, các hợp đồng phái sinh cũng có các thông số phức tạp (giá thanh toán hàng ngày, giá thanh toán cuối cùng, số lượng vị thế mở, phí quyền chọn...), sẽ có nhiều thông tin hơn so với chứng khoán cơ sở mà NĐT cần phải quan tâm và nắm rõ để có thể giao dịch hiệu quả.

Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam

VSD sẽ thực hiện các chức năng cụ thể như sau:

Một là, bù trừ, thanh toán cho giao dịch CKPS: Đối với thị trường CKPS VSD đóng vai trò là đối tác bù trừ trung tâm (CCP); Là người mua của tất cả người bán và người bán của tất cả người mua. Đồng thời, đảm bảo việc thanh toán giao dịch ngay cả trong trường hợp một bên trong giao dịch ban đầu (giao dịch gốc) không thực hiện được nghĩa vụ thanh toán của nó.

Hai là, quản trị rủi ro cho các thành viên bù trừ: Để quản lý rủi ro thanh toán, VSD đang triển khai việc tính toán giá trị vị thế liên tục. Trong trường hợp có tài khoản vượt ngưỡng quy định, VSD sẽ gửi thông tin đề nghị Sở ngừng nhận lệnh giao dịch của các tài khoản đó.

Ba là, quản lý tài sản thế chấp và ký quỹ của NĐT: Trong trường hợp thành viên bù trừ hoặc khách hàng thành viên bù trừ mất khả năng thanh



toán, VSD được sử dụng các nguồn hỗ trợ để bù đắp theo trình tự sau:

- Phần ký quỹ của thành viên bù trừ, của khách hàng mất khả năng thanh toán;
- Khoản đóng góp của thành viên bù trừ mất khả năng thanh toán trong Quỹ bù trừ tại VSD;
- Khoản đóng góp của thành viên bù trừ khác trong Quỹ bù trừ tại VSD theo tỷ lệ do VSD quy định sau khi được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận;
- Quỹ dự phòng rủi ro thanh toán của VSD;
- Các nguồn vốn hợp pháp của VSD.

Thành viên tại thị trường phái sinh Việt Nam

Tại thị trường phái sinh Việt Nam, thành viên giao dịch sẽ bao gồm hai loại: Thành viên giao dịch thông thường là (các công ty chứng khoán (CTCK) và thành viên giao dịch đặc biệt là (các ngân hàng thương mại, được đầu tư, giao dịch các CKPS có tài sản cơ sở là trái phiếu chính phủ).

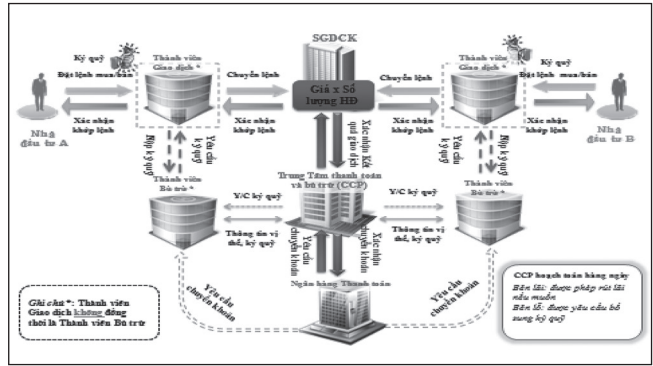
Tương tự đối với thị trường cơ sở, nghiệp vụ hoạt động của thành viên giao dịch CKPS rất đa dạng gồm: Các CTCK có thể chỉ hoạt động tự doanh, tức là giao dịch, đầu tư CKPS cho bản thân công ty; hoặc hoạt động môi giới, giao dịch với sự ủy thác từ các khách hàng của mình.

Thành viên bù trừ: Để cung cấp dịch vụ bù trừ và thanh toán CKPS, các CTCK ngân hàng thương mại đủ điều kiện có thể đăng ký làm thành viên bù trừ của VSD, đảm bảo có hệ thống kết nối với VSD và ngân hàng thanh toán.

Tại Việt Nam giao dịch CKPS được thực hiện tại SGDCK Hà Nội các lệnh sau khi được khớp trên sở giao dịch sẽ được bù trừ và thanh toán chứng khoán tại VSD. Theo đó, cơ chế vận hành và giao dịch của NĐT được thực hiện như sau:

- NĐT mở tài khoản giao dịch và tài khoản bù trừ tại thành viên giao dịch (CTCK);
- Trước khi giao dịch, NĐT nộp ký quỹ ban đầu cho thành viên giao dịch với mức ký quỹ và tài sản ký quỹ theo quy định và yêu cầu của thành viên. NĐT được ký quỹ bằng tiền và bằng chứng khoán.
 - Chứng khoán ký quỹ: Các loại chứng khoán được phép ký quỹ được VSD quy định chi tiết trong Quy chế bù trừ thanh toán giao dịch CKPS; Đồng thời, danh sách các mã chứng khoán sẽ được công bố trên trang web của VSD.
 - Tiền ký quỹ: NĐT được phép nộp ký quỹ bằng tiền và chứng khoán, tuy nhiên phải luôn đảm bảo tỷ lệ ký quỹ bằng tiền (tiền ký quỹ/tổng giá trị tài sản ký quỹ hợp lệ) không nhỏ hơn mức tối thiểu theo quy định.

HÌNH 5: MÔ HÌNH GIAO DỊCH TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH



Nguồn: Tác giả tổng hợp

(iii) NĐT tiến hành đặt lệnh giao dịch. Số lượng ký quỹ ban đầu phải tương ứng với lệnh đặt, đồng thời, phải đảm bảo nếu lệnh được khớp thì tổng số vị thế nắm giữ của NĐT sẽ không vượt quá giới hạn vị thế. Lệnh bao gồm thông tin: Mua hay bán loại hợp đồng nào? Tháng đáo hạn của hợp đồng đó? Giá muốn mua/bán của NĐT? Số lượng hợp đồng tương lai muốn giao dịch?

(iv) Hệ thống giao dịch xác nhận lệnh được khớp, gửi kết quả giao dịch lại cho thành viên giao dịch và cho VSD. Thành viên giao dịch thông báo kết quả khớp lệnh cho NĐT;

(v) Dựa vào kết quả giao dịch, VSD tính toán ra giá thanh toán hàng ngày của hợp đồng. VSD, dựa trên giá thanh toán, sẽ tính toán lãi lỗ của từng vị thế trong ngày giao dịch đó;

(vi) VSD tiến hành yêu cầu ký quỹ đối với những tài khoản có số dư ký quỹ dưới mức quy định;

(vii) 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, NĐT có thể rút phần dư này không quá mức cho phép.

Tóm lại, CKPS qua quá trình hình thành, phát triển đã trở thành một công cụ phổ biến và đóng vai trò quan trọng trong thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng. Việc xây dựng thị trường CKPS thành công sẽ đóng góp rất lớn cho sự phát triển của TTCK Việt Nam, cung cấp thêm một kênh đầu tư mới với nhiều công cụ đa dạng, đáp ứng được yêu cầu của NĐT trong và ngoài nước.

Tài liệu tham khảo:

- Hiệp hội ngành phái sinh, Kết quả điều tra khối lượng giao dịch thường niên đến tháng 3/2016;
- Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/03/2014 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Đề án "Xây dựng và phát triển TTCK phái sinh tại Việt Nam";
- John C.Hull, Hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai và các sản phẩm phái sinh khác, tái bản lần thứ 8.