

MỘT SỐ GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM

Nguyễn Thu Thủy
Trường Đại học Thương mại
Email: nttddhtm@yahoo.com

Ngày nhận: 4/7/2017
Ngày nhận bản sửa: 28/8/2017
Ngày duyệt đăng: 25/9/2017

Tóm tắt:

Bài viết đã đánh giá kết quả đạt được của thị trường chứng khoán phái sinh sau hơn 1 tháng đi vào hoạt động trên các khía cạnh: Quy mô giao dịch, tính thanh khoản của thị trường, số lượng nhà đầu tư tham gia, ... Đồng thời cũng chỉ ra hàng loạt các khó khăn cần phải tháo gỡ, đó là: (i) Cơ sở nhà đầu tư tham gia thiếu bền vững; (ii) Nhân lực và sự hiểu biết của công chúng về thị trường chứng khoán phái sinh còn hạn chế; (iii) Số lượng tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán có đủ điều kiện tham gia cung cấp các dịch vụ còn quá ít; (iv) Một số quy định trong các văn bản pháp lý có liên quan đến chứng khoán phái sinh chưa đồng bộ; (v) Cơ sở hạ tầng kỹ thuật phục vụ cho hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh đang trong giai đoạn hoàn thiện, ... Từ kết quả phân tích này tác giả đã đề xuất một số giải pháp nhằm phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.

Từ khoá: Chứng khoán phái sinh, thị trường chứng khoán, thị trường chứng khoán phái sinh.

Solutions to develop Vietnam's derivative market

Abstract:

The article evaluates the derivative market after more than a month in operation in terms of transaction size, market liquidity, etc. There are also a number of difficulties that need to be solved, including: (i) the structure of participating investors is unsustainable; (ii) the human resources and the public awareness of the stock market is limited; (iii) the number of stock service firms is small; (iv) some legal regulations are not consistent; (v) the technical infrastructure for trading activities on the derivative securities market is still in completing progress. From the results of this analysis, the author has proposed some solutions to developing Vietnam's derivative markets.

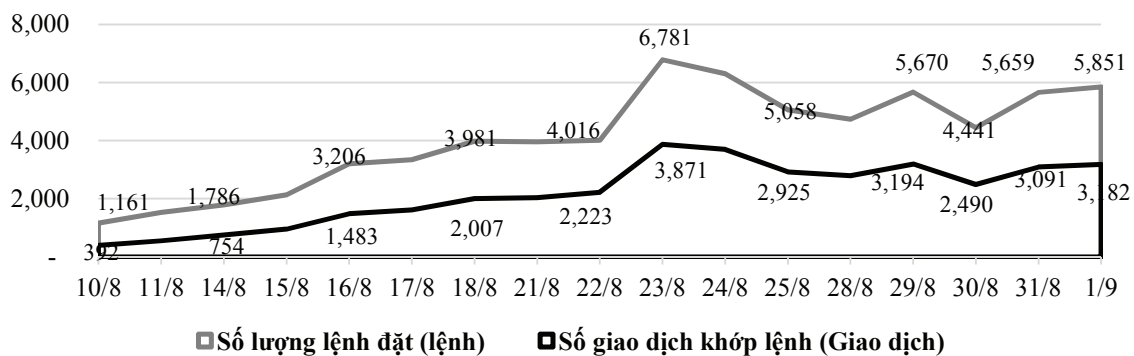
Keywords: Derivative security; stock markets; derivative stock markets.

1. Đặt vấn đề

Chứng khoán phái sinh là một tên gọi chung cho những công cụ tài chính trong đó giá trị của chúng phụ thuộc vào giá trị của một hay nhiều loại tài sản cơ sở. Các tài sản cơ sở của chứng khoán phái sinh có thể là cổ phiếu, chỉ số cổ phiếu, chứng khoán nợ, ngoại tệ, vàng, danh mục đầu tư hoặc rủi ro phá sản, ... Thị trường chứng khoán phái sinh là nơi diễn ra các hoạt động mua bán chứng khoán phái sinh.

Xét về mặt bản chất thì thị trường chứng khoán phái sinh là nơi mà những người tham gia có thể sử dụng các chứng khoán phái sinh để phòng ngừa rủi ro trong mua bán trao đổi và tìm kiếm lợi nhuận. 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

Hình 1: Số lượng lệnh đặt và số giao dịch được thực hiện trên thị trường chứng khoán phái sinh



Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2017)

hiều công cụ đa dạng, đáp ứng được yêu cầu của nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh là một nội dung hết sức quan trọng và cần thiết đã được khẳng định trong Chiến lược phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 – 2020: “Tái cấu trúc mô hình tổ chức thị trường chứng khoán Việt Nam theo hướng: (i) Tổ chức việc giao dịch chứng khoán theo hướng cả nước chỉ có một sở giao dịch chứng khoán; (ii) Phân định các khu vực thị trường thành thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường chứng khoán phái sinh;...” (Thủ tướng Chính phủ, 2012). “Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020” cũng chỉ rõ phát triển thị trường vốn theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc, bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh (Thủ tướng Chính phủ, 2007). Trước đòi hỏi khách quan của nền kinh tế và cũng nhằm thực hiện mục tiêu hình thành và phát triển đồng bộ các loại thị trường, ngày 10 tháng 8 năm 2017 thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam chính thức được khai trương, đánh dấu bước ngoặt trong phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam. Sau hơn một tháng đi vào hoạt động, bên cạnh thành công bước đầu, hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh vẫn còn đối diện với rất nhiều khó khăn, thách thức.

Với dữ liệu phân tích tổng hợp, bài viết đã chỉ ra kết quả đạt được và những thách thức trong phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam, đề xuất một số gợi ý về chính sách nhằm phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.

2. Những kết quả đạt được

2.1. Về hoạt động giao dịch

Hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh được thể hiện rõ nét thông số lượng lệnh đặt vào hệ thống và số hợp đồng giao dịch được thực hiện. Với 4 mã sản phẩm được đưa vào giao dịch (bao gồm VN30F1709, VN30F1710, VN30F1712 và VN30F1803), kể từ khi khai trương đến nay, hoạt động giao dịch của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam được đánh giá là tương đối ổn định, và có xu hướng tăng dần. Cụ thể:

Số lượng lệnh đặt vào hệ thống liên tục tăng. Vào phiên giao dịch đầu tiên ngày 10 tháng 8 năm 2017, số lệnh đặt tại hệ thống là 1.161 lệnh, đến ngày 01 tháng 9 năm 2017 tổng số lệnh đặt là 69.615 lệnh, trung bình là 4.095 lệnh/phiên. Tổng số lệnh được khớp là 37.259 giao dịch, chiếm 53,52% số lượng lệnh đặt (Hình 1) (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2017).

Số lượng hợp đồng giao dịch cũng tăng mạnh. Tính đến ngày 8 tháng 9 năm 2017 (cuối tuần 5), số lượng hợp đồng giao dịch đạt 22.422 hợp đồng, gấp hơn 20 lần so với tuần giao dịch đầu tiên. Tổng số lượng hợp đồng giao dịch trong 5 tuần (từ ngày 10 tháng 8 năm 2017 đến hết ngày 8 tháng 9 năm 2017) là 86.775 hợp đồng.

So với thị trường UPCoM và thị trường cổ phiếu niêm yết trên sàn HoSE và HNX, giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh tăng trưởng mạnh. Tổng giá trị giao dịch cả 5 tuần là 6.535,02 tỷ VND, gấp 1,85 lần tổng giá trị giao dịch trên thị trường Upcom và gần bằng 7,6% tổng giá trị giao dịch trên thị trường cổ phiếu niêm yết (Bảng 1).

2.2. Về tính thanh khoản của thị trường

Thanh khoản của thị trường chứng khoán phái sinh được tập trung chủ yếu vào các hợp đồng ngắn hạn. Khối lượng mở (OI) toàn thị trường luôn duy trì xu

Bảng 1: Giá trị giao dịch của các thị trường trong 5 tuần (từ ngày 10/8 – 8/9/2017)

Thị trường	Đơn vị tính	Tuần 1	Tuần 2	Tuần 3	Tuần 4	Tuần 5	Tổng cộng	
Thị trường trái phiếu chính phủ	Tỷ VND	26.377,3	52.016,1	50.182,87	48.114,25	37.994,75	214.685,27	
Thị trường cổ phiếu niêm yết (bao gồm HNX và HOSE)	Tỷ VND	7.502,83	21.116,95	18.749,92	22.596,67	15.453,59	85.419,96	
Thị trường UPCoM	Tỷ VND	382,3	655,04	612,3	996,66	877,92	3524,22	
Thị trường chứng khoán phái sinh	Giá trị giao dịch	Tỷ VND	82,4	704,6	1.927,04	2.098,23	1.722,75	6.535,02
	Số lượng hợp đồng giao dịch	Hợp đồng	1.102	9.422	25.987	27.842	22.422	86.775
	Khối lượng OI (cuối kỳ)	Hợp đồng	365	1.356	2.234	2.099	2707	-

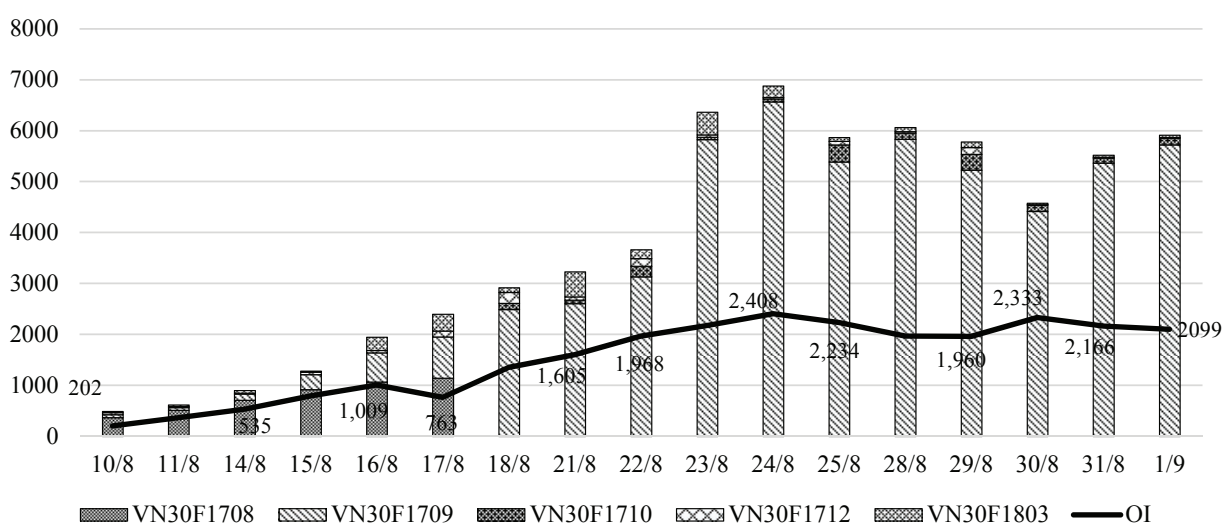
Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2017)

hướng tăng liên tục. So với tuần đầu tiên, khối lượng OI là 365 hợp đồng, và đến cuối tuần 5 (ngày 8 tháng 9 năm 2017), khối lượng OI của toàn thị trường đã gấp hơn 7,4 lần, đạt 2.707 hợp đồng. Khối lượng mở tăng cho thấy dòng tiền tiếp tục duy trì xu hướng đi vào thị trường chứng khoán phái sinh (Hình 2).

2.3. Về số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường

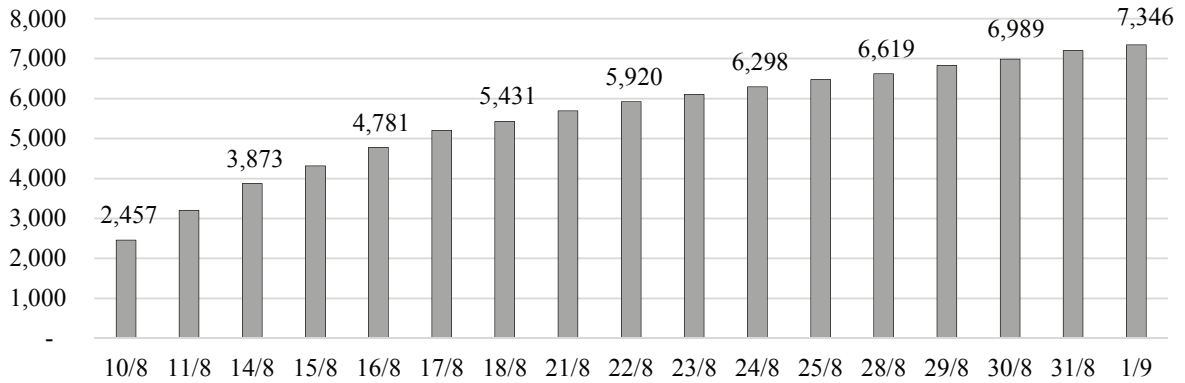
Sự quan tâm và tham gia của công chúng đầu tư đối với thị trường chứng khoán phái sinh được thể hiện rõ nét qua số lượng tài khoản mở tại các công ty chứng khoán. Trước ngày 10 tháng 08 năm 2017, số tài khoản được mở để tham gia giao dịch

Hình 2: Khối lượng giao dịch các mã hợp đồng tương lai và khối lượng mở (OI) toàn thị trường



Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2017)

Hình 3: Số lượng tài khoản của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán phái sinh

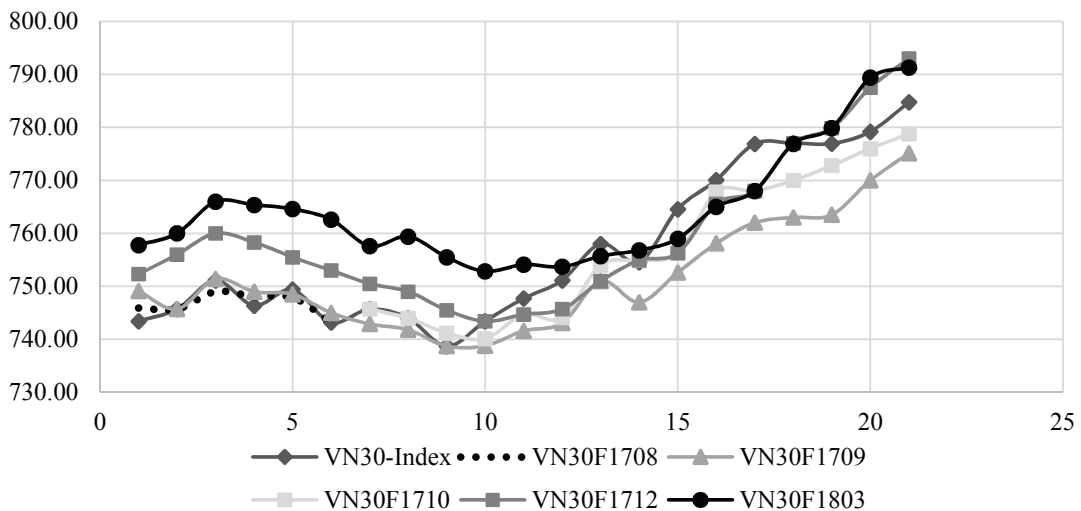


Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2017)

chứng khoán phái sinh là 2.457 tài khoản, đến ngày 01 tháng 9 năm 2017 đã có 7.346 tài khoản, tăng gần gấp 3 lần. Trong đó, số lượng tài khoản tham gia giao dịch chứng khoán phái sinh là 1.337 tài khoản, chủ yếu là nhà đầu tư nhỏ lẻ. Nếu tính bình quân trong tháng, mỗi tài khoản giao dịch khoảng 48 hợp đồng, tương ứng 3,6 tỷ VND/tháng (Hình 3) (Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội, 2017). Sự gia tăng liên tục của các nhà đầu tư tham gia vào thị trường chứng khoán phái sinh trong thời gian gần đây, chứng tỏ nhu cầu thiết yếu của nhà đầu tư trong đầu tư và phòng ngừa rủi ro, và đây là yếu tố vô cùng quan trọng để thúc đẩy thị trường chứng khoán phái sinh phát triển.

Đạt được kết quả trên một phần là do hệ thống hạ tầng công nghệ phục vụ thị trường, bao gồm hệ thống giao dịch, hệ thống thanh toán thị trường, hệ thống công bố thông tin đều được vận hành thông suốt, ổn định và an toàn, không phát sinh lỗi. Hoạt động giao dịch và trao đổi dữ liệu trên hệ thống giữa Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), Trung tâm Lưu ký chứng khoán (VSD) với các thành viên thị trường và ngân hàng thanh toán thực hiện ổn định, chính xác. Hoạt động thanh toán hàng ngày, thanh toán khi đáo hạn trên hệ thống thanh toán được thực hiện suôn sẻ, tuân thủ đúng theo quy định hiện hành. Bên cạnh đó, diễn biến tích cực trên thị trường chứng khoán cơ sở đã tác động tới thị trường

Hình 4: Diễn biến chỉ số VN30 và giá trị các hợp đồng chỉ số VN30 từ 10/8-8/9/2017



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh (Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2017).

chứng khoán phái sinh. Chỉ số VN30 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, và theo đó chỉ số hợp đồng tương lai kỳ hạn dài tăng mạnh và vượt mức chỉ số hiện tại, các hợp đồng tương lai ngắn hạn giao dịch thấp hơn chỉ số VN30. Điều này cho thấy các nhà đầu tư đặt niềm tin vào thị trường trung hạn nhiều hơn thị trường ngắn hạn (Hình 4).

Như vậy, sau hơn 1 tháng đi vào hoạt động, các kết quả phân tích cho thấy, thị trường chứng khoán phái sinh đã dần đi vào ổn định, thu hút được lượng lớn nhà đầu tư tham gia thị trường. Diễn biến của thị trường chứng khoán phái sinh đã cung cấp thêm một kênh thông tin cho thị trường chứng khoán cơ sở, giúp cho nhà đầu tư chủ động thực hiện các chiến lược giao dịch. Việc thiết lập và triển khai các giao dịch chứng khoán phái sinh giúp tăng cường tính hiệu quả của thị trường chứng khoán cơ sở.

3. Những vấn đề đặt ra trong quá trình phát triển thị trường chứng khoán phái sinh

Bên cạnh những kết quả đạt được như trên, quá trình phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam vẫn còn một số bất cập như sau:

3.1. Cơ sở nhà đầu tư tham gia thị trường thiếu bền vững

Cũng giống như thị trường chứng khoán cơ sở, tham gia thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam chủ yếu là các nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ. Tính đến thời điểm hiện tại, chưa có nhà đầu tư tổ chức nào tham gia thị trường. Nguyên nhân chính là do quy trình giám sát tại các ngân hàng giám sát chưa kịp thời hoàn thiện (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, 2017). Theo kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán phái sinh của các nước trên thế giới, nhà đầu tư tổ chức có vai trò rất quan trọng trong việc phát triển giao dịch và tăng tính thanh khoản cho thị trường. Sự thiếu vắng các nhà đầu tư tổ chức là một hạn chế của thị trường chứng khoán phái sinh

Việt Nam. Bởi lẽ, giao dịch chứng khoán phái sinh là giao dịch những sản phẩm khá phức tạp, đòi hỏi nhà đầu tư phải am hiểu về sản phẩm này, mạnh về vốn và quản trị rủi ro, danh mục đầu tư đa dạng. Sự thiếu vắng nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường sẽ làm sụt giảm tính thanh khoản và bền vững của thị trường chứng khoán phái sinh.

3.2. Nhân lực và sự hiểu biết của công chúng về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh còn hạn chế

Ở Việt Nam, các kiến thức về chứng khoán phái sinh còn là khá mới mẻ, không phải nhà đầu tư nào cũng hiểu và có thể thực hiện các giao dịch chứng khoán phái sinh hiệu quả nhằm phòng ngừa rủi ro và tạo lợi nhuận. Trong khi đó, mạng lưới đào tạo, giáo trình, giảng viên về thị trường chứng khoán phái sinh chưa nhiều khiến cho việc phổ biến, đào tạo và tập huấn cho các nhà đầu tư còn hạn chế. Ngay cả tại các công ty chứng khoán, đội ngũ nhân lực hiểu về thị trường chứng khoán phái sinh sẽ là nguồn lực tham gia môi giới, tự doanh và tư vấn về các chứng khoán phái sinh vẫn còn thiếu. Đây cũng là một trong những thách thức cần khắc phục để nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh.

3.3. Số lượng tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán có đủ điều kiện tham gia cung cấp các dịch vụ trên thị trường chứng khoán phái sinh còn quá ít

Các tổ chức kinh doanh và dịch vụ chứng khoán đóng vai trò là các trung gian tài chính giữa nhà đầu tư với thị trường, góp phần tích cực cho sự phát triển của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán phái sinh nói riêng. Tuy nhiên, trong số 79 công ty chứng khoán đang hoạt động, số công ty chứng khoán có đủ điều kiện trở thành thành viên giao dịch và thành viên bù trừ trên thị trường chứng khoán phái sinh là rất ít. Theo quy định về vốn điều

Bảng 2: Quy định về vốn tối thiểu đối với các nghiệp vụ chứng khoán phái sinh ở một số nước châu Á

Đơn vị tính: Triệu USD

	Việt Nam	Singapore	Hồng Kông	Đài Loan
Môi giới	36,7	0,7115	0,645	31
Tự doanh	27,5	N/a	0,645	62
Thanh toán bù trừ trực tiếp	41,3	3,6	0,645	31
Thanh toán bù trừ chung	55	N/a	2,6	62

Nguồn: Nguyễn Thu Thủy (2017), tổng hợp từ các website của các sở giao dịch chứng khoán

Bảng 3: Thống kê số lượng công ty chứng khoán đủ điều kiện thực hiện nghiệp vụ phái sinh

Tiêu chí	Được phép thực hiện	Số công ty
Công ty chứng khoán có vốn điều lệ từ 600 tỷ VND trở lên	Nghiệp vụ tự doanh chứng khoán phái sinh	18
Công ty chứng khoán có vốn điều lệ từ 800 tỷ VND trở lên	Nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh	12
Công ty chứng khoán có vốn điều lệ từ 900 tỷ VND trở lên	Thanh toán bù trừ trực tiếp	10
Công ty chứng khoán có vốn điều lệ từ 1200 tỷ VND trở lên	Thanh toán bù trừ chung	7

Nguồn: Tổng hợp từ website của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2017)

lệ, vốn chủ sở hữu đối với hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh là từ 800 tỷ VND trở lên, đối với hoạt động tự doanh là từ 600 tỷ VND trở lên; yêu cầu đối với thành viên bù trừ trực tiếp nếu là công ty chứng khoán phải có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu 900 tỷ VND trở lên, đối với thành viên bù trừ chung là 1.200 tỷ VND trở lên (Bộ Tài chính, 2015). Như vậy, có thể thấy, quy định về vốn điều lệ tối thiểu đối với các thành viên tham gia thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam là bước đi khá thận trọng của cơ quan quản lý nhà nước trong giai đoạn đầu đi vào hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh. So sánh với một số quốc gia châu Á về quy định vốn điều lệ tối thiểu có thể thấy quy định của Việt Nam cao hơn nhiều (Bảng 2).

So sánh với quy mô vốn hiện tại của các công ty chứng khoán hiện đang hoạt động thì số công ty chứng khoán có đủ điều kiện tối thiểu để thực hiện cả nghiệp vụ tự doanh và môi giới chứng khoán chỉ có 12 công ty chứng khoán. Số công ty chứng khoán đủ điều kiện tối thiểu vừa là thành viên giao dịch, vừa là thành viên bù trừ là 10 công ty (Bảng 3).

Và hiện tại, trên thị trường chứng khoán phái sinh mới có 7 công ty chứng khoán đăng ký làm thành viên giao dịch (Bảng 4). Quy định về vốn điều lệ mới chỉ là điều kiện tối thiểu, bên cạnh đó thành viên tham gia thị trường cần phải có các điều kiện khác về vốn, chỉ tiêu an toàn tài chính,... các điều kiện này theo quy định còn cao hơn các thành viên trên thị trường chứng khoán cơ sở.

3.4. Một số quy định trong các văn bản pháp lý có liên quan đến chứng khoán phái sinh chưa đồng bộ, cần tiếp tục bổ sung và hoàn thiện

Trong văn bản cao nhất về chứng khoán là Luật Chứng khoán, chứng khoán phái sinh chỉ được đề cập thông qua cách giải thích từ ngữ “chứng khoán” và giải thích “quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai” (Quốc hội, 2006 và 2010). Bên cạnh đó, các chế độ về kế toán, thuế, phí chưa được quy định đối với giao dịch chứng khoán, các quy định liên quan đến hoạt động thị trường như: giám sát, rà soát quy định về công bố thông tin, xử lý vi phạm... chưa phù hợp. Ngoài ra, các văn bản pháp lý vẫn chưa chỉ ra được trách nhiệm và quyền hạn

Bảng 4: Danh sách các công ty chứng khoán là thành viên giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh

TT	Tên công ty	Tên viết tắt	Vốn điều lệ (VND)
1	CTCP Chứng khoán NHTMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BSC	929.884.920.000
2	CTCP Chứng khoán Sài Gòn	SSI	4.900.636.840.000
3	CTCP Chứng khoán MB	MBS	1.221.242.800.000
4	CTCP Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh	HSC	1.297.567.580.000
5	CTCP Chứng khoán VNDirect	VNDIRECT	1.549.981.650.000
6	CTCP Chứng khoán NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPBS	970.000.000.000
7	CTCP Chứng khoán Bản Việt	VCSC	1.200.000.000.000

Nguồn: Tổng hợp từ website của Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2017)

trong triển khai sản phẩm phái sinh ở các sở giao dịch chứng khoán; Ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư và công ty chứng khoán sẽ tham gia ở những mức độ nào và chịu những giám sát an toàn vốn nào cho sản phẩm phái sinh?

3.5. Cơ sở hạ tầng kỹ thuật phục vụ cho hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh đang trong giai đoạn hoàn thiện

Nâng cấp cơ sở hạ tầng, chú trọng phát triển công nghệ thông tin nhằm hỗ trợ giao dịch cho nhiều loại sản phẩm mới và chứng khoán phái sinh nhằm đảm bảo an toàn, giảm thiểu rủi ro thị trường hiện đang là mục tiêu trọng tâm của các sở giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán và trung tâm lưu ký chứng khoán (VSD).

Hiện tại, để kịp thời cho việc khai trương thị trường chứng khoán phái sinh, các sở giao dịch, trung tâm lưu ký và các công ty chứng khoán mới chỉ hoàn thiện công tác mua sắm, lắp đặt phần mềm hệ thống giao dịch cho giai đoạn thiết kế, vận hành các sản phẩm ban đầu là Bond Futures và Index Futures.

Trong thực tế tổ chức giao dịch chứng khoán phái sinh, khâu hoàn tất thanh toán giao dịch có mức độ phức tạp nhất. Bản chất của giao dịch các sản phẩm phái sinh là giao dịch các kỳ vọng biến đổi để giảm thiểu các rủi ro thông qua các rào chắn để gia tăng lợi ích đầu tư. Vì vậy, các trạng thái ký quỹ trước, trong giao dịch thay đổi thường xuyên, nhà đầu tư thường tất toán các vị thế giao dịch và ít khi chờ đến đáo hạn các hợp đồng. Do đó, các rủi ro trong giao dịch chứng khoán phái sinh đòi hỏi vị thế của tổ chức trong hệ thống thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (CCP) khá lớn. Bởi vậy, cấu phần thiết kế, xây dựng, lắp đặt, vận hành hệ thống giao dịch và thanh toán bù trừ cho thị trường chứng khoán phái sinh cần mất khá nhiều thời gian, và theo dự kiến của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thì đến cuối năm 2019 mới hoàn thành (Nguyễn Sơn, 2017).

Bên cạnh đó, việc duy trì song hành 2 sở giao dịch chứng khoán là HOSE và HNX với 2 hệ thống giao dịch độc lập khác nhau đã phát sinh nhiều khoản chi phí gây tốn kém không cần thiết như: chi phí các thành viên tham gia hệ thống của các sở giao dịch, chi phí đầu tư hệ thống, nhân sự của 2 sở giao dịch chứng khoán và sự cạnh tranh không cần thiết giữa 2 sở giao dịch chứng khoán,... Do vậy, trong thời gian tới rất cần hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán trên cơ sở hiện đại hóa và đồng bộ hệ thống hạ tầng công nghệ thông tin.

4. Một số gợi ý về chính sách nhằm phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

Từ những vấn đề nghiên cứu ở trên, chúng tôi đề xuất một số gợi ý nhằm phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam trong thời gian tới như sau:

4.1. Tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật liên quan đến thị trường chứng khoán phái sinh

Định nghĩa chứng khoán theo tiêu chuẩn quốc tế là công cụ nợ (như trái phiếu), công cụ vốn (như cổ phiếu) và các hợp đồng phái sinh (trương lai, quyền chọn, kỳ hạn, hoán đổi,...). Điều này có nghĩa là không phân biệt hợp đồng phái sinh dựa trên tài sản cơ sở là gì, các loại hợp đồng phái sinh như trương lai, quyền chọn, kỳ hạn, hoán đổi đều được coi là một loại chứng khoán.

Hiện tại ở Việt Nam, các quy định trong Luật Chứng khoán chưa bao gồm các sản phẩm phái sinh đối với tài sản cơ sở phi chứng khoán như vàng, tiền tệ, hàng hóa,... do vậy, trong thời gian tới Luật Chứng khoán cần mở rộng khái niệm sản phẩm phái sinh để phù hợp với thông lệ quốc tế. Theo chúng tôi trong các văn bản pháp lý hướng dẫn thực hiện hoạt động thị trường chứng khoán phái sinh, cần bổ sung các chế tài kiểm tra, kiểm soát giao dịch chứng khoán phái sinh. Đồng thời cho phép Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội được quyền ban hành những quy định giao dịch và thanh toán bù trừ cho từng hợp đồng phái sinh; thành lập Quỹ thanh toán bù trừ, các thành viên bù trừ được yêu cầu đóng góp một mức nhất định vào Quỹ và bản thân sở giao dịch cũng đóng góp vào Quỹ này.

4.2. Tăng cường các biện pháp quản lý rủi ro trên thị trường chứng khoán phái sinh

Thị trường chứng khoán phái sinh là thị trường tiềm ẩn nhiều rủi ro, do đó, để đảm bảo khả năng quản lý rủi ro cho thị trường chứng khoán phái sinh cần phải quản lý giám sát chặt chẽ các tiêu chí về vốn chủ sở hữu, tỷ lệ an toàn tài chính của các tổ chức trung gian trên thị trường theo đúng quy định. Đồng thời yêu cầu mọi giao dịch chứng khoán phái sinh phải được thanh toán bù trừ thông qua trung tâm thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh thuộc VSD, đóng vai trò là đối tác bù trừ trung tâm (CCP).

Bên cạnh đó, cần thiết lập cơ chế cho phép thực hiện xếp hạng tín nhiệm cũng như xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm để đánh giá xếp loại tín nhiệm đối với thành viên giao dịch, thành viên bù trừ hay tổ chức CCP.

4.3. Thành lập cơ quan quản lý thống nhất sản phẩm phái sinh có gốc là tài sản cơ sở khác nhau

Hiện tại Việt Nam đang phát triển thị trường phái sinh theo 3 hướng khác nhau: Sở giao dịch hàng hóa do Bộ Công thương quản lý; thị trường phái sinh trên tiền tệ do Ngân hàng Nhà nước quản lý và thị trường phái sinh trên chứng khoán do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quản lý. Việc tách biệt thị trường chứng khoán phái sinh với thị trường phái sinh hàng hóa và thị trường phái sinh tiền tệ đã gây ra sự lãng phí, giảm tính cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của các mảng trường này. Theo kinh nghiệm của Singapore, Nhật Bản và nhiều nước trên thế giới, điều quan trọng khi xây dựng khung pháp lý và điều hành thị trường chứng khoán phái sinh là cần loại bỏ sự chồng chéo giữa các cơ quan quản lý và làm rõ thẩm quyền của các cơ quan (Fratzscher, 2006), Do vậy, Chính phủ nên cho phép thành lập một cơ quan quản lý thống nhất để tổ chức vận hành, giám sát và điều tiết thị trường các sản phẩm phái sinh.

4.4. Tiếp tục duy trì sự tham gia đông đảo của nhà đầu tư

Để duy trì sự tham gia của các nhà đầu tư trong, ngoài nước và cải thiện thanh khoản của thị trường, Việt Nam cần có những ưu đãi về thuế, tạo điều kiện về cơ sở hạ tầng và sự tiện lợi trong giao dịch cho nhà đầu tư. Cụ thể: (i) Xây dựng cơ chế thuế dựa trên việc phân loại thu nhập từ hoạt động đầu tư nhằm khuyến khích đầu tư dài hạn, không khuyến khích hoạt động đầu cơ như: giảm thuế thu nhập đối với lãi vốn đối với các danh mục đầu tư dài hạn, thuế suất tăng dần nếu thời gian đầu tư ngắn; (ii) Hiện đại hóa hệ thống giao dịch, hỗ trợ nhiều phương thức và hình thức giao dịch, từng bước triển khai áp dụng các kỹ thuật giao dịch hiện đại phù hợp với thông lệ quốc tế như: bỏ biên độ giao dịch, đa dạng hóa các loại lệnh giao dịch, triển khai áp dụng cơ chế mua vào, bán ra bắt buộc; (iii) Tiếp tục hoàn thiện cơ chế

công bố thông tin, bảo đảm sự minh bạch trong hoạt động của thị trường. Kiên quyết xử lý nghiêm minh các hiện tượng lạm dụng thị trường nhằm củng cố lòng tin của nhà đầu tư; (iv) Đẩy mạnh việc tuyên truyền, phổ biến về lợi ích phòng ngừa rủi ro, tạo lợi nhuận của các sản phẩm chứng khoán phái sinh cho các nhà đầu tư cá nhân, tổ chức. Tổ chức các lớp giới thiệu sản phẩm chứng khoán phái sinh, hướng dẫn thực hành việc mở các tài khoản và giao dịch chứng khoán phái sinh.

4.5. Phát triển hạ tầng cơ sở cho thị trường chứng khoán phái sinh

Hạ tầng công nghệ cho thị trường chứng khoán phái sinh đảm bảo dựa trên những công nghệ tiên tiến, đáp ứng nhu cầu của thị trường và nhà đầu tư, xử lý được khối lượng giao dịch lớn, các lệnh phải được khớp liên tục với tốc độ cao và đảm bảo thông suốt. Ngoài ra, hệ thống thông tin cần được tích hợp giữa hệ thống giám sát, công bố thông tin, giao dịch và thanh toán bù trừ, đặc biệt, tích hợp giữa thị trường chứng khoán cơ sở, thị trường chứng khoán phái sinh và với các công ty chứng khoán thành viên. Do vậy, song song với đầu tư hạ tầng cho Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, cần đẩy nhanh việc hợp nhất hai sở giao dịch chứng khoán HOSE và HNX thành Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam.

4.6. Tăng cường hội nhập và hợp tác quốc tế để học hỏi kinh nghiệm, thu hút vốn đầu tư nước ngoài, tận dụng cơ hội để phát triển thị trường phái sinh theo thông lệ và chuẩn mực quốc tế

Ngoài ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần đẩy mạnh việc đào tạo nghiệp vụ về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh đối với đội ngũ nhân lực trong các cơ quan quản lý về chứng khoán, các sở giao dịch và các công ty chứng khoán, các nhà tạo lập thị trường, các ngân hàng tham gia thanh toán bù trừ.

Tài liệu tham khảo

- Bộ Tài chính (2015), *Thông tư số 11/2016/TT-BTC hướng dẫn thi hành một số điều của Nghị định 42/2015/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh*, ban hành ngày 19 tháng 1 năm 2016.
- Fratzscher, O. (2006), *Emerging derivative markets in Asia*, Chapter for Asian Financial Market Development, The World Bank.
- Nguyễn Sơn (2017), 'Những vấn đề đặt ra trong triển khai thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, truy cập ngày 10 tháng 7 năm 2017, từ <<http://tapchitaichinh.vn/thi-truong-tai-chinh/chung-khoan/nhung-van-de-dat-ra-trong-trien-khai-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-o-viet-nam-112921.html>>.

- Nguyễn Thu Thủy (2017), *Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh - Từ kinh nghiệm quốc tế tới thực tiễn Việt Nam*, Tạp chí Khoa học Thương mại, số 105 - tháng 6/2017, Hà Nội.
- Quốc hội (2006), *Luật số 70/2006/QH11 Luật chứng khoán*, ban hành ngày 29 tháng 6 năm 2006.
- Quốc hội (2010), *Luật số 62/2010/QH12 Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán*, ban hành ngày 24 tháng 11 năm 2010.
- Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (2017), *Báo cáo giao dịch thị trường chứng khoán phái sinh tháng 8 năm 2017*, Hà Nội.
- Thủ tướng Chính phủ (2007), *Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg, Phê duyệt Đề án 'Phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020'*, ban hành ngày 2 tháng 8 năm 2007.
- Thủ tướng Chính phủ (2012), *Quyết định số 252/QĐ-TTg, Phê duyệt 'Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 -2020'*, ban hành ngày 1 tháng 3 năm 2012.