

Trong phạm vi bài báo này và theo suy nghĩ của tôi, muốn hình thành và phát triển thị trường tài chính phái sinh ở Việt Nam trước tiên cần tạo ra những điều kiện cần thiết sau đây: (1) tạo nhận thức (awareness) về thị trường, (2) tạo cơ sở hạ tầng phục vụ thị trường, và (3) tạo ra hiệu quả của thị trường (market efficiency). Có thể còn có một số điều kiện cần thiết khác nữa nhưng trong phạm vi bài chỉ tập trung và lần lượt xem xét 3 điều kiện như vừa nêu.

1. Tạo nhận thức về thị trường

Thị trường tài chính phái sinh ở đây chính là thị trường giao dịch các công cụ tài chính phái sinh bao gồm các hợp đồng kỳ hạn (forward), hoán đổi (swap), giao sau (futures) và quyền chọn (options). Các loại hợp đồng này là những sản phẩm tài chính hiện đại hình thành và giao dịch dựa trên nền tảng giao dịch các tài sản cơ sở như là hàng hoá, ngoại tệ, chứng khoán và chỉ số chứng khoán. Vì các công cụ tài chính phái sinh là các sản phẩm giao dịch trên thị trường nên, cũng giống như các loại sản phẩm hàng hoá khác, khi muốn tung ra thị trường điều quan trọng là phải tạo nhận thức của người tiêu dùng về loại sản phẩm đó. Chỉ khi nào có nhận thức hay ý niệm về sản phẩm thì người tiêu dùng mới có ý định dùng thử và, về sau này, có nhu cầu và khát vọng về sản phẩm. Ngoài ra, sản phẩm chúng ta muốn đưa ra ở đây là những sản phẩm "mới" và mang tính "đặc biệt". Nó không chỉ liên quan đến người tiêu dùng, đến nhà sản xuất mà còn liên quan đến các nhà hoạch định chính sách và quản lý thị trường giao dịch sản phẩm đó. Do vậy, tạo nhận thức về sản phẩm ở đây không chỉ có tạo nhận thức đối với "người tiêu dùng" mà còn tạo nhận thức cả với "nhà sản xuất" và "nhà hoạch định chính sách".

Chẳng hạn muốn hình thành thị trường quyền chọn, trước hết phải tạo nhận thức cho người tiêu dùng, tức là những người sẽ mua quyền chọn, biết về những đặc tính và công dụng của sản phẩm quyền chọn là gì

Những điều kiện cần thiết cho sự hình thành và phát triển thị trường tài chính phái sinh ở Việt Nam

TS. NGUYỄN NINH KIỀU

Chứng khoán phái sinh (derivative securities) là một loại tài sản tài chính có dòng tiền trong tương lai phụ thuộc vào giá trị của một hay một số tài sản khác, gọi là tài sản cơ sở (underlying asset). Tài sản cơ sở có thể là hàng hoá, ngoại tệ, chứng khoán hay ngay cả chỉ số chứng khoán. Các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách thường quan tâm đến việc hình thành và phát triển loại chứng khoán này sau khi thị trường chứng khoán đã hình thành. Tuy nhiên, theo suy nghĩ của tôi, con đường hình thành và phát triển thị trường dành cho chứng khoán phái sinh ở Việt Nam không hề đơn giản nếu không muốn nói là còn gian nan hơn cả con đường hình thành thị trường chứng khoán trong thời gian qua.

thì mới mong kích thích nhu cầu của họ. Khi người tiêu dùng có nhu cầu về sản phẩm thì nhà sản xuất, tức là những người bán quyền chọn, mới chuẩn bị thiết kế và cung cấp sản phẩm ra thị trường. Đối với thị trường hàng hoá thông thường có thể nói đến đây là đủ, nhưng đối với thị trường tài chính phái sinh, đến đây vẫn chưa đủ mà còn phải tạo nhận thức cho các nhà hoạch định chính sách và quản lý để họ có thể hiểu về nhu cầu và khả năng cung cấp sản phẩm, từ đó, họ có chính sách ủng hộ và mở đường cho sự hình thành thị trường bằng cách đầu tư và cho ra đời cơ sở hạ tầng phục vụ giao dịch.

Trên đây tôi vừa trình bày sự cần thiết và những đối tượng mà chúng ta hướng đến khi tạo nhận thức về sản phẩm. Sau đây chúng ta sẽ bàn thêm về cách thức tạo nhận thức về sản phẩm. Tạo nhận thức về sản phẩm là cả một quá trình dài và đòi hỏi kết hợp nhiều phương pháp từ tuyên truyền, hội thảo, giáo dục-đào tạo cho đến tiếp thị, quảng bá về sản

phẩm. Để làm được điều này cần có sự hưởng ứng và giúp sức của các chuyên gia tiếp thị có am hiểu cả hai lĩnh vực tiếp thị và thị trường tài chính.

2. Tạo cơ sở hạ tầng phục vụ thị trường

Một khi đã tạo nhận thức và kích thích được nhu cầu về sản phẩm tài chính phái sinh, bước tiếp theo là tạo cơ sở hạ tầng phục vụ giao dịch. Cơ sở hạ tầng ở đây bao gồm cả hạ tầng "phần cứng" lẫn "phần mềm". Hạ tầng phần cứng bao gồm cơ sở hình thành sở giao dịch và các phương tiện cũng như phương thức giao dịch. Hạ tầng phần mềm liên quan đến cơ sở pháp lý làm nền tảng phục vụ giao dịch chẳng hạn như nghị định của chính phủ, thông tư và chỉ thị hướng dẫn thực hiện của các bộ ngành có liên quan. Trong phạm vi bài này chỉ mới dừng lại ở mức nêu ra vấn đề còn việc giải quyết vấn đề tạo cơ sở hạ tầng phục vụ thị trường như thế nào có lẽ nên được xem xét ở góc độ khác.

3. Tạo ra hiệu quả của thị trường

Trong ba điều kiện cần thiết cho sự hình thành và phát triển thị trường tài chính phái sinh, có lẽ điều kiện tạo ra hiệu quả của thị trường là điều kiện khó khăn nhất nhưng lại cần thiết nhất. Khó khăn vì trước tiên để hiểu được thế nào là hiệu quả của thị trường đã là vấn đề không phải dễ. Còn việc tạo ra hiệu quả của thị trường càng khó hơn vì nó không phải phụ thuộc vào ý muốn chủ quan của chúng ta mà phụ thuộc vào trình độ phát triển kinh tế và trình độ phát triển thị trường tài chính của một quốc gia.

3.1 Thế nào là thị trường tài chính hiệu quả?

Thị trường tài chính hiệu quả (efficient financial market) là thị trường tài chính trong đó giá hiện tại của tài sản tài chính phản ánh đầy đủ mọi thông tin có liên quan, nghĩa là giá thị trường của những chứng khoán riêng biệt thay đổi rất nhanh theo thông tin mới xuất hiện. Eugene Fama là người đi đầu trong việc nghiên cứu thị trường hiệu quả. Ông mô tả 3 mức độ hiệu quả của thị trường như sau:

- **Hình thức hiệu quả yếu** – Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ kết quả giá cả trong quá khứ, hay nói khác đi, hiểu biết về động thái giá cả quá khứ sẽ giúp bạn cải thiện được khả năng dự báo giá cả trong tương lai.

- **Hình thức hiệu quả trung bình** – Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ tất cả những thông tin được công bố chẳng hạn như báo cáo thường niên hoặc những tin tức có liên quan

- **Hình thức hiệu quả mạnh** – Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ tất cả thông tin kể cả thông tin quá khứ, thông tin được công bố lẫn thông tin có tính riêng tư (thông tin mà chỉ có những người bên trong công ty mới biết).

Để hiểu được 3 hình thức hiệu quả của thị trường tôi xin nêu ra ví dụ sau đây: Giả sử cổ phiếu MU của Câu lạc bộ Manchester United đang giao dịch ở mức giá 20 bảng và giá cả cổ phiếu MU rất nhạy cảm với mọi thông tin có liên quan đến kết quả thi đấu của Câu lạc bộ MU, đặc biệt là

thông tin về phong độ thi đấu của David Beckham. Vào hôm David ra sân và không may bị chấn thương gây chân phải. Thông tin này có ảnh hưởng hay không, ảnh hưởng mạnh hay yếu đến giá cổ phiếu MU tùy thuộc vào hình thức hiệu quả của thị trường.

- **Với hình thức hiệu quả yếu** – Giá cổ phiếu MU vẫn không giảm mặc dù khi chứng kiến trên sân ai cũng biết chuyện David bị gãy chân rồi. Điều này có nghĩa là giá cổ phiếu không phản ánh được thông tin có liên quan vừa mới xảy ra mà chỉ phản ánh được thông tin quá khứ, tức là thông tin lúc David chưa gãy chân.

- **Với hình thức hiệu quả trung bình** – Giá cổ phiếu MU hôm sau sẽ giảm xuống nếu như chuyện David gãy chân được công bố hoặc được đăng tải trên các phương tiện thông tin đại chúng. Sự giảm giá của cổ phiếu MU cho thấy rằng giá cả cổ phiếu MU có phản ứng lại với thông tin David gãy chân khi thông tin này được công bố.

- **Với hình thức hiệu quả mạnh** – Giá cổ phiếu MU giảm ngay lập tức dù rằng thông tin về chấn thương của David chưa được công bố. Ngay lúc biết David gãy chân, Sir Ferguson điện thoại ngay cho nhà môi giới của ông ta và ra lệnh bán ngay một số lượng cổ phiếu MU với giá 20 bảng. Nhà môi giới trả lời: "Tôi lấy làm tiếc thưa Ngài, giá cổ phiếu MU hiện tại chỉ còn 18 bảng". Điều này có nghĩa là giá cổ phiếu MU đã phản ánh ngay lập tức thông tin David bị gãy chân dù rằng chưa ai công bố thông tin này.

3.2 Tại sao cần có thị trường hiệu quả?

Sự phân tích các hình thức hiệu quả của thị trường trên đây cho chúng ta thấy rằng trong thị trường hiệu quả mạnh không ai có thể lợi dụng ưu thế hơn về thông tin để chiến thắng người khác và do giá cả phản ánh rất nhanh với mọi thông tin có liên quan nên không thể kiếm được lợi nhuận do có ưu thế hơn về thông tin. Điều này khiến cho giao dịch trên thị trường được minh bạch và công bằng hơn. Minh bạch vì mọi thông tin, dù được công bố hay

không, đều được phản ánh qua giá cả nên việc che giấu thông tin không còn ý nghĩa gì cả. Công bằng vì giá cả biến động ngẫu nhiên theo tín hiệu thị trường không ai có thể tác động hay tạo ảnh hưởng của mình đến giá cả được.

Ngược lại, nếu thị trường hiệu quả yếu sẽ có người lợi dụng được ưu thế thông tin để kiếm lợi nhuận trong khi người khác không kiếm được do không có lợi thế thông tin. Trên thị trường như vậy, nhà đầu tư tham gia thị trường chẳng khác nào tham gia chơi một canh bạc mà trong đó có kẻ "ăn gian" chưa được phát hiện. Thị trường dành cho các công cụ tài chính phái sinh rất cần hiệu quả để tạo sự công bằng cho các nhà giao dịch và chỉ khi ấy các công tài chính phái sinh mới có thể trở thành công cụ kinh doanh và tự bảo hiểm rủi ro theo đúng nghĩa của nó.

3.3 Làm thế nào để thị trường hiệu quả?

Thị trường hiệu quả hay không nói chung phụ thuộc vào mức độ phát triển của nền kinh tế và mức độ phát triển của thị trường tài chính, trong đó quan trọng nhất là yếu tố qui mô và sự tự do hoá thị trường. Qui mô quá nhỏ như thị trường chúng ta khiến cho thị trường trở nên quá mỏng và không hoàn hảo, một thị trường như vậy rất dễ bị điều khiển và khống chế bởi những thế lực nắm giữ khối lượng giao dịch lớn. Ngoài ra, sự tự do hoá thị trường, một mặt khiến cho những ai có thế mạnh trong quan hệ với các nhà quản lý và hoạch định chính sách khó có thể có được ưu thế hơn người khác, mặt khác sự tự do hoá thị trường khiến thị trường trở nên hấp dẫn hơn vì ở đó rủi ro và lợi nhuận tương đồng với nhau.

Tóm lại, sự hình thành và phát triển thị trường tài chính phái sinh nói chung và thị trường quyền chọn nói riêng là cần thiết góp phần thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán ở nước ta hiện nay. Nhưng không vì thế mà quá nóng vội. Nên có những bước đi thích hợp, cụ thể nhằm chuẩn bị đầy đủ những điều kiện tiền đề nhằm hướng đến mục tiêu thành công của thị trường hơn là để có được thị trường ■