



TS. TRẦN ĐẮC SINH*

Có thể nói khái niệm chứng khoán phái sinh (CKPS) hiện nay đang dần thâm nhập vào thị trường chứng khoán (TTCK) VN. Tại các cuộc hội thảo, tọa đàm trong thời gian qua, một số công ty chứng khoán (CTCK) đã thể hiện mối quan tâm của mình đến sản phẩm này. Và CKPS cũng được công chúng đầu tư biết đến ngày càng nhiều thông qua thông tin về các TTCK phát triển trên thế giới. CKPS đã được đề cập đến trong Luật chứng khoán 2006 với khái niệm về Hợp đồng tương lai và Quyền chọn. Về phía Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (SGDCK TP.HCM), Sở đã khởi động nghiên cứu từ năm 2007 và đã trình đề án lên Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) vào năm 2009. Và trong năm 2010, UBCKNN cũng đã bắt đầu thành lập tổ nghiên cứu chuyên về CKPS và tổ chức hội thảo nhằm thu thập ý kiến, quan điểm của thị trường về việc triển khai giao dịch CKPS tại VN.

CKPS được xem là một loại hàng hoá của thị trường tài chính, vì vậy cũng không nằm ngoài quy luật kinh tế hàng hoá. Một sản phẩm phải xuất phát từ nhu cầu của thị trường thì mới tồn tại được. Do đó, có thể khẳng định điều kiện tiên quyết để thành lập một thị trường CKPS chính là nhu cầu của thị trường, cụ thể là nhu cầu giao dịch của công chúng đầu tư. Trong khuôn khổ bài viết này, xin đưa ra một số nhận định về nhu cầu của TTCK đối với việc tổ chức một thị trường CKPS tập trung, đồng thời phân tích các khó khăn và thuận lợi, để trên cơ sở đó, đề xuất một số bước đi cần thiết mà cơ quan quản lý thị trường cần thực hiện nhằm tiến tới xây dựng một thị trường CKPS bền vững, phục vụ nhu cầu của nhà đầu tư.

* Giám đốc Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

1. Nhu cầu thị trường đã xuất hiện

Để có thể đưa ra nhận định đúng đắn nhất có thể, chúng tôi đã cố gắng xem xét nhu cầu này từ nhiều góc độ: từ chính diễn biến của TTCK VN trong các năm qua, từ phía cơ quan quản lý thị trường và từ phía công chúng đầu tư. Trong đó, nhu cầu từ phía công chúng đầu tư được chúng tôi xem xét nhiều nhất, và có thể nói rằng, những góc nhìn khác cũng đều nhằm mục đích đáp ứng nhu cầu giao dịch CKPS của nhà đầu tư.

Nhu cầu do sự phát triển của thị trường

TTCK VN đã bước qua thời kỳ sơ khai và từng bước trưởng thành cùng với sự phát triển kinh tế của đất nước. Sau hơn 10 năm hoạt động, TTCK bước đầu đã hình thành một kênh huy động và phân bổ các nguồn vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế, thu hút được sự quan tâm của một số lượng đáng kể các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Tuy nhiên, trong giai đoạn vừa qua, hoà cùng những diễn biến phức tạp của TTCK toàn cầu, TTCK VN cũng không tránh khỏi những đợt trời sụt liên tục và phải đối mặt với nguy cơ suy giảm khá mạnh (thể hiện qua sự mất điểm gần 80% của chỉ số VN Index tính từ đỉnh 1.170,67 điểm vào ngày 12/03/2007 chỉ còn 235,5 điểm vào ngày 24/02/2009 [1] đã tạo ra một làn sóng hoang mang và mất niềm tin vào thị trường của các nhà đầu tư. Bởi lẽ, họ chính là những người trực tiếp gánh chịu những tổn thất nặng nề do bất ổn trên thị trường này gây ra trước sự sụt giảm “không phanh” trong giá trị của các danh mục đầu tư chứng khoán. Chính vì thế, họ đang rất cần đến những công cụ có thể giúp họ quản lý được rủi ro và bảo toàn được giá trị các danh mục đầu tư của mình. Khi kết hợp với giao dịch CKPS, nhà đầu tư có thể có được những mức lợi nhuận khác nhau, điều này có nghĩa là nhà đầu tư có thể chốt một mức lợi nhuận kỳ vọng trước những biến động trên TTCK gốc. Do đó, CKPS được đánh giá là một trong những giải pháp khá hữu hiệu để thực hiện được mục đích trên.

Với các sản phẩm như hiện nay, nhà đầu tư chỉ có lựa chọn: hoặc vào thị trường và chấp nhận các rủi ro, hoặc ra khỏi thị trường và không phải quan tâm đến các rủi ro. Dường như công cụ quản lý rủi ro duy nhất của các nhà đầu tư là mua và bán thật

nhanh theo diễn biến của thị trường mà thường được gọi là kiểu đầu tư “lướt sóng”. Điều này không tránh khỏi việc giao dịch mua bán trong ngắn hạn mà không khuyến khích đầu tư dài hạn, trong khi đó, đây lại là một yếu tố vô cùng quan trọng góp phần phát triển bền vững TTCK. Với CKPS, nhà đầu tư có thể tách rủi ro trong danh mục chứng khoán cơ sở của mình và quản lý nó thông qua các giao dịch trên thị trường phái sinh, cho phép họ an tâm hơn với chiến lược đầu tư dài hạn của mình.

Kết quả khảo sát điều tra nhu cầu thị trường

Nhu cầu giao dịch CKPS trên thị trường được khẳng định qua kết quả cuộc khảo sát do chuyên viên của SGDCK TP.HCM tiến hành. Trong tổng số 366 đối tượng tại 25 sàn giao dịch của các CTCK được điều tra vào tháng 4/2008, có trên 71% đang làm trong lĩnh vực tài chính như chứng khoán, ngân hàng và hơn 75% có mức độ am hiểu cơ bản về các công cụ CKPS. Kết quả cuộc khảo sát điều tra nhu cầu thị trường cho thấy có 67% số người đánh giá rằng TTCK VN cần thiết phải triển khai áp dụng các công cụ CKPS và trên 67,7% đối tượng cho biết rằng họ nghĩ đến công cụ CKPS khi có nhu cầu phòng ngừa rủi ro và 92,8% sẵn sàng tham gia giao dịch khi thị trường CKPS được triển khai (trong khi đó chỉ có 26,2% nghĩ đến trái phiếu). Những con số cụ thể này đã phần nào cho thấy nhu cầu của thị trường đối với các công cụ CKPS và việc triển khai giao dịch các công cụ này tại TTCK VN đã trở thành một việc làm cấp thiết trong bối cảnh hiện nay để các nhà đầu tư VN được thừa hưởng những lợi ích thiết thực của các loại công cụ CKPS này.

Giao dịch thực tế

Không chỉ dừng lại ở nhu cầu tại các cuộc khảo sát, các sản phẩm phái sinh trên thực tế đã được triển khai không chính thức tại một số CTCK. Các CTCK VN luôn là những người đi tiên phong trong việc triển khai các nghiệp vụ mới để đáp ứng nhu cầu giao dịch cho các nhà đầu tư, từ đó, tăng cường sức cạnh tranh của công ty và phát triển thị phần. Nhận thức được CKPS là một công cụ đầu tư phổ biến ở các nước và với các lợi ích mà chứng khoán phái sinh mang lại, một số CTCK đã triển khai

giao dịch CKPS với sản phẩm ban đầu là quyền chọn. Doanh thu phí bán hợp đồng quyền chọn tại một số CTCK lên đến con số hàng tỷ đồng/tháng và thường được cung cấp cho các khách hàng có tổ chức, khách hàng lớn. Thời gian qua, một số CTCK cũng đã có ý định triển khai tổ chức giao dịch sản phẩm chỉ số với một số đặc điểm gần giống với CKPS với khách hàng mục tiêu là nhà đầu tư cá nhân. Điều này cho thấy nhu cầu giao dịch CKPS của nhà đầu tư tổ chức lẫn cá nhân không chỉ là nhu cầu thể hiện trên bảng khảo sát mà là nhu cầu tồn tại thật sự trên thị trường.

Nhu cầu quản lý, giám sát

Lịch sử phát triển TTCK thế giới cho thấy thị trường CKPS OTC (over the counter – thị trường giao dịch phi tập trung) sẽ tự phát ra đời khi TTCK cơ sở phát triển đến một mức độ nhất định. Sau đó, vì thị trường OTC có độ rủi ro cao và tính thanh khoản kém nên thị trường tập trung được thành lập để khắc phục những nhược điểm đó. Đây là tiến trình phổ biến ở các TTCK phát triển Bắc Mỹ và châu Âu. Tuy nhiên, thực tế cho thấy các cuộc khủng hoảng tài chính có nguyên nhân từ CKPS thì hầu hết là gắn liền với các sản phẩm giao dịch trên thị trường OTC. Một trong những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ vừa qua là bắt nguồn từ sản phẩm chứng khoán tín dụng (structured credit-linked securities) của thị trường OTC và các sản phẩm đảm bảo bằng tài sản cầm cố (collateralized/asset-backed securities). CKPS chỉ số và cổ phiếu giao dịch tại các Sở không phải là tác nhân gây ra cuộc khủng hoảng này (theo ấn bản *Global Derivatives Market–An Introduction* của SGDCK Đức).

Vì vậy, những nước đi sau như Hàn Quốc, Ấn Độ... chủ trương phát triển thị trường CKPS tập trung ngay khi nhu cầu thị trường xuất hiện thay vì để thị trường OTC tự do phát triển. Thành công ban đầu của những nước này đã chứng minh hướng đi này là đúng đắn. Vì vậy, định hướng phát triển này đã trở thành một xu hướng chung của các thị trường CKPS xuất hiện sau này ở các nước mới nổi. Và ngay cả các thị trường Bắc Mỹ và châu Âu cũng đang nỗ lực chuẩn hoá các CKPS OTC và đưa lên giao dịch trên các sàn giao dịch tập trung kết hợp với việc quản lý chặt chẽ CKPS

bằng hệ thống luật pháp.

Tại VN, rút kinh nghiệm từ các nước, ngay từ giai đoạn đầu tiên khi xuất hiện nhu cầu cũng như mạnh mẽ xuất hiện các giao dịch CKPS, chúng ta cần tổ chức quản lý, giám sát chặt chẽ thông qua việc xây dựng cơ chế cho tổ chức và hoạt động của thị trường giao dịch tập trung các sản phẩm phái sinh, tránh được việc phát triển không kiểm soát được của thị trường OTC.

2. Các khó khăn và thuận lợi

Với một TTCK còn tương đối non trẻ so với các TTCK quốc tế với lịch sử phát triển hàng trăm năm, TTCK VN sẽ phải đối mặt với nhiều khó khăn trong quá trình xây dựng thị trường CKPS. Tuy nhiên, với tư cách là người đi sau, chúng ta vẫn có được một số thuận lợi nhất định, mà điều này đã được minh chứng bằng bài học thực tiễn từ một số thị trường CKPS của châu Á – phát triển nhanh và vững, tránh được những bước đi sai lầm nhờ học hỏi từ chính các thị trường lâu đời của Bắc Mỹ và châu Âu. Và bên cạnh đó là chủ trương chính sách của cơ quan quản lý thị trường, một yếu tố vô cùng quan trọng trong việc xây dựng một thị trường CKPS.

2.1 Khó khăn

- Khung pháp lý của VN chưa có quy định rõ ràng và cụ thể về loại hình sản phẩm này nên khi triển khai sẽ gặp một số vướng mắc về mặt quy định pháp lý.

- TTCK hiện đang trong giai đoạn chưa ổn định, niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vào TTCK VN còn nhiều dao động, đôi khi giảm sút nghiêm trọng nên công tác triển khai giới thiệu, phổ biến kiến thức, giáo dục nhà đầu tư về một loại sản phẩm chứng khoán mới sẽ không hấp thu được sự chú ý và tham gia của nhà đầu tư.

- Trong công tác phổ biến kiến thức, vấn đề khó khăn nhất là đối với nhà đầu tư cá nhân do kiến thức về CKPS còn khá mơ hồ và chính họ mới là đối tượng cần hiểu rõ bản chất, rủi ro của CKPS. Theo đánh giá của nhóm nghiên cứu, việc phổ biến kiến thức cho khối nhà đầu tư cá nhân sẽ cần rất nhiều thời gian, có thể là trở ngại cho thị trường trong thời gian đầu thiết lập cũng như sự phát triển bền vững về sau.

- Tỷ lệ nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư tổ chức vẫn còn quá ít, trong khi đây là một trong những nhân tố cần thiết để thị trường CKPS hoạt động và phát triển. Vì trong giao dịch quyền chọn, thực tiễn thế giới cho thấy bên bán quyền chọn thường là các ngân hàng đầu tư, các nhà đầu tư tổ chức vốn am hiểu về quản trị rủi ro cũng như nắm giữ các danh mục đầu tư đa dạng, trong khi bên mua thường là nhà đầu tư cá nhân. Nếu quá ít nhà đầu tư tổ chức thì tính thanh khoản của quyền chọn sẽ không cao.

- Chưa có một thị trường phái sinh hàng hoá thật sự, trong khi đó thị trường công cụ phái sinh ngoại hối, lãi suất vẫn còn sơ sài, chưa phát triển nhiều. Ở các nước, khái niệm công cụ phái sinh không xa lạ với nhà đầu tư vì nó đã được sử dụng từ rất lâu trên thị trường giao dịch hàng hoá.

- Văn hoá quản trị rủi ro chưa hình thành trong đầu tư chứng khoán và quản trị doanh nghiệp. Công tác quản trị rủi ro trong các tổ chức, doanh nghiệp chưa được chú trọng.

2.2 Thuận lợi

- Chủ trương, chính sách của Chính phủ về việc phát triển một thị trường vốn đa dạng, phong phú về mặt chủng loại và phát triển bền vững trong tương lai.

- CKPS tuy còn mới mẻ ở thị trường VN nhưng đang được biết đến ngày càng nhiều, một số CTCK thành viên đã thành lập bộ phận nghiên cứu về loại hình chứng khoán này, đây là một thuận lợi lớn khi triển khai giao dịch CKPS.

- Giao dịch ký quỹ (margin trading), giao dịch kỳ hạn đang được nghiên cứu và dự kiến triển khai trong thời gian tới. Trong đó giao dịch ký quỹ có thể được xem là một bước đệm quan trọng, giúp thị trường đỡ bỡ ngỡ khi tiếp cận với CKPS trên sàn tập trung mà việc ký quỹ giao dịch là bắt buộc. Trong khi đó, giao dịch kỳ hạn có nhiều đặc điểm giống với hợp đồng tương lai – một sản phẩm CKPS chủ yếu của sàn tập trung.

- Hoạt động giao dịch quyền chọn vàng và ngoại tệ từng bước được hình thành và phát triển tại các ngân hàng. Điều này giúp thị trường quen dần với các khái niệm của CKPS cũng như phương thức giao dịch.

- Sau khi gia nhập vào WTO, chính sách của

Chính phủ trở nên thông thoáng hơn, nguồn vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp đã tăng lên đáng kể. Tuy TTCK VN chưa được ổn định do sự non trẻ của mình cũng như bị ảnh hưởng chung của tình hình thị trường thế giới nhưng vẫn luôn được đánh giá là một thị trường đầu tư đầy tiềm năng, thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

- Sự biến động của TTCK cơ sở cũng là một thuận lợi cho thị trường CKPS phát triển, bởi điều này sẽ thúc đẩy nhà đầu tư tìm đến các công cụ để quản trị rủi ro cho khoản đầu tư của mình như CKPS.

- Việc hai SGDCK TP.HCM và Hà Nội ký kết bản ghi nhớ (MOU - memorandum of Understanding) với nhiều SGDCK trên thế giới đã tạo điều kiện cho đội ngũ cán bộ của các Sở tiếp thu và học hỏi kinh nghiệm quản lý và tổ chức hoạt động giao dịch chứng khoán của các nước bạn.

3. Các bước đi cần thiết

Làm sao để xây dựng một thị trường CKPS lành mạnh, bền vững và hiệu quả là một vấn đề lớn đối với các nước đang phát triển trong quá trình phát triển thị trường tài chính quốc gia. Do đó, vấn đề này đã được nghiên cứu khá nhiều bởi các giáo sư đại học và chuyên gia trong ngành. Trên cơ sở xem xét các yếu tố khó khăn và thuận lợi nêu trên, chúng tôi nhận thấy công trình nghiên cứu của Oliver Fratzscher (chuyên gia của World Bank) tương đối phù hợp với điều kiện phát triển của VN. Chúng tôi xin trích dẫn kết quả nghiên cứu của chuyên gia nói trên về các bước đi cần thiết để xây dựng một thị trường phái sinh bền vững (theo mô hình xây dựng thị trường tập trung trước khi phát triển thị trường OTC) như sau:

- Phát triển một thị trường giao ngay có tính thanh khoản và hiệu quả cao.

Là một thị trường mà giá giao dịch được quyết định bởi cung cầu thị trường, không bị ảnh hưởng nhiều bởi các biện pháp hành chính, có cơ sở hạ tầng công nghệ hiện đại, giao dịch Internet phát triển. Và thị trường sẽ có tính hiệu quả cao hơn nếu không bị phân mảnh nhỏ lẻ.

- Xây dựng khung pháp lý về chứng khoán phái sinh.

CÁC CHÍNH SÁCH ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ

Khung pháp lý phải đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư trong trường hợp các bên liên quan phá sản, mất khả năng thanh toán.

- Cho phép bán khống, giao dịch ký quỹ và cho vay chứng khoán trên thị trường giao ngay.

Song hành cùng CKPS là giao dịch ký quỹ. Ngoài ra, đối với CKPS có tài sản gốc là trái phiếu, các hợp đồng repo thường được sử dụng kết hợp, do đó cần phát triển nghiệp vụ cho vay chứng khoán. Về bán khống, có thể có lo ngại về ảnh hưởng tiêu cực của loại nghiệp vụ này, nhưng với tầm quan trọng của bán khống trong việc giúp tăng thanh khoản cho thị trường CKPS, ít nhất cần cho phép loại bán khống nhằm mục đích phòng ngừa rủi ro cho chứng khoán đang nắm giữ.

- Tiến hành đào tạo và cấp phép cho các định chế trung gian.

Các định chế trung gian cần tuân theo các nguyên tắc quản trị và chuẩn mực kế toán tốt, và phải có đủ khả năng tài chính. Đồng thời, các định chế cũng phải chịu trách nhiệm đảm bảo khách hàng hiểu rõ về CKPS và các rủi ro có thể xảy ra.

- Áp dụng chính sách thuế như nhau trên 3 thị trường giao ngay, repo và phái sinh.

Chính sách thuế ưu đãi cho một trong ba thị trường có thể giúp thị trường phát triển trong thời gian đầu, nhưng sẽ không giúp tổng thể thị trường phát triển bền vững vì rằng nhà đầu tư giao dịch nhằm hưởng lợi từ chính sách thuế hơn là vì những lợi ích đúng nghĩa của thị trường đó. Đặc biệt, cần xem xét chính sách thuế dựa trên thu nhập tăng thêm hơn là đánh thuế theo giá trị giao dịch.

- Xây dựng sàn giao dịch CKPS tập trung.

Cần xây dựng một sàn giao dịch CKPS tập trung với sản phẩm giao dịch đầu tiên nên là hợp đồng tương lai chỉ số. Sàn giao dịch tập trung cần đảm bảo khả năng tài chính tốt và hệ thống quản lý ký quỹ hiệu quả.

- Xây dựng Trung tâm thanh toán bù trừ đối ứng (Central Counterparty).

Tất cả giao dịch phái sinh trên thị trường nên được tập trung thanh toán tại một trung tâm thanh toán bù trừ đối ứng CCP. Thông thường là sàn phái sinh sẽ tự mình vận hành trung tâm

thanh toán bù trừ đối ứng này hoặc thông qua một công ty trực ty.

- Áp dụng chuẩn mực kế toán tuân theo Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS).

Chuẩn mực kế toán cần được nâng cấp phù hợp với IFRS bao gồm cả các nguyên tắc market-to-market. Bên cạnh đó, cần công bố tất cả các vị thế phái sinh hiện đang được mở trên thị trường.

- Phát triển các sản phẩm phái sinh OTC.

Theo sau sàn phái sinh tập trung, có thể phát triển các sản phẩm phái sinh OTC được thiết kế phù hợp với nhu cầu của các định chế tài chính như hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (credit default swap). Cụ thể là cần có các văn bản hướng dẫn và các định chế tài chính cũng cần phải có đủ năng lực tài chính. Bên cạnh đó, xem xét các biện pháp như áp dụng các mẫu hợp đồng của ISDA, xếp hạng tín nhiệm và tài sản ký quỹ.

- Mở rộng cơ sở nhà đầu tư.

Cần thu hút thêm đa dạng các nhóm nhà đầu tư bằng cách liên kết chiến lược giữa các Sở giao dịch, nâng cấp công nghệ, giảm chi phí giao dịch, và thiết kế các sản phẩm đáp ứng tốt nhu cầu phòng ngừa rủi ro.

4. Kết luận

Giao dịch CKPS hứa hẹn một thời kỳ phát triển mới của TTCK VN. Trong một hội thảo gần đây, cơ quan quản lý TTCK đã đề ra một số bước đi tiếp theo nhằm hướng tới xây dựng thị trường CKPS. Song song với việc phát triển thị trường cơ sở, một tổ nghiên cứu, xây dựng đề án thiết lập CKPS đã được UBCKNN thành lập với mục tiêu là hoàn thành nghiên cứu các vấn đề về pháp lý, trung tâm thanh toán đối ứng, phát triển định chế trung gian... Sản phẩm đầu tiên được định hướng là hợp đồng tương lai chỉ số. Đây được xem là những động thái tích cực, nhanh nhạy trước nhu cầu thị của cơ quan quản lý. Có thể nói, đi cùng với thách thức, đây được xem là một cơ hội to lớn nhằm tạo bước nhảy vọt cho TTCK quốc gia. Vì vậy, không chỉ từ phía cơ quan quản lý mà các thành viên tham gia thị trường cần có những bước chuẩn bị thật kỹ càng nhằm nắm bắt cơ hội này■

CHÚ THÍCH

[1] Nguồn: SGDCK TP.HCM