

Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh: Thực trạng và giải pháp

NGUYỄN THỊ KIM NGỌC*

Tóm tắt

Việc vận hành thị trường chứng khoán (TTCK) phái sinh đã đánh dấu bước phát triển mới trong quá trình hoàn thiện cấu trúc TTCK Việt Nam. Đến nay, sau 7 năm hoạt động, TTCK phái sinh đã có bước tăng trưởng ấn tượng và ổn định, thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư trong nước và quốc tế tham gia giao dịch. Bài viết khái quát vai trò của TTCK phái sinh, đánh giá thực trạng triển khai TTCK phái sinh của Việt Nam, chỉ ra những hạn chế, từ đó đưa ra các giải pháp phát triển thời gian tới.

Từ khóa: thị trường chứng khoán phái sinh, thị trường chứng khoán, Việt Nam

Summary

The operation of the derivatives market has marked a new development step in the process of perfecting the structure of the Vietnamese stock market. Up to now, after 7 years of operation, the derivatives market has had impressive and stable growth, attracting more and more domestic and international investors to participate in transactions. The article outlines the role of the derivatives market, assesses the current situation of the implementation of the derivatives market in Vietnam, points out the limitations, and proposes solutions for future development.

Keywords: derivatives market, stock market, Vietnam

ĐẶT VẤN ĐỀ

Thống kê từ nhiều quốc gia trên thế giới cho thấy, công cụ phái sinh trên chỉ số chứng khoán thường được lựa chọn ưu tiên làm sản phẩm phái sinh tài chính cho việc xây dựng TTCK phái sinh. Ngày 10/8/2017, TTCK phái sinh chính thức được khai trương và đi vào vận hành tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) với sản phẩm đầu tiên được đưa vào giao dịch là hợp đồng tương lai chỉ số VN30. Trên quan điểm phát triển TTCK phái sinh theo lộ trình từ đơn giản đến phức tạp, trong giai đoạn đầu vận hành, thị trường chỉ tập trung vào một số sản phẩm dễ thực hiện, phù hợp với nhu cầu thị trường và thông lệ quốc tế. Tại Việt Nam, theo lộ trình phát triển TTCK phái sinh, sau khi triển khai thành công sản phẩm Hợp đồng tương lai chỉ số VN30, năm 2019, HNX tiếp tục đưa vào giao dịch sản phẩm Hợp đồng tương lai TPCP kỳ hạn 5 năm và năm 2021, là Hợp đồng tương lai TPCP kỳ hạn 10 năm.

TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG PHÁI SINH

Thị trường phái sinh là nơi giao dịch các công cụ tài chính mà giá trị của chúng phụ thuộc vào giá của một tài sản cơ sở, như: cổ phiếu, hàng hóa (nông sản, kim loại), hoặc chỉ số. Các công cụ phái sinh phổ biến bao gồm: hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền

chọn, và hợp đồng hoán đổi. Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 đã được Quốc hội khóa 14 thông qua ngày 26/11/2019 xác định: Chứng khoán phái sinh là công cụ tài chính dưới dạng hợp đồng, bao gồm: hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, trong đó xác nhận quyền, nghĩa vụ của các bên đối với việc thanh toán tiền, chuyển giao số lượng tài sản cơ sở nhất định theo mức giá đã được xác định trong khoảng thời gian hoặc vào ngày đã xác định trong tương lai. Tài sản cơ sở của chứng khoán phái sinh là chứng khoán, chỉ số chứng khoán hoặc tài sản khác theo quy định của Chính phủ được sử dụng làm cơ sở để xác định giá trị chứng khoán phái sinh.

TTCK phái sinh bản chất là thị trường phòng ngừa rủi ro cho hoạt động đầu tư trên các thị trường khác, bao gồm cả TTCK cơ sở cũng như thị trường hàng hóa. TTCK phái sinh ngày càng phát huy vai trò là giải pháp hữu hiệu để giữ chân nhà đầu tư, tránh tình trạng nhà đầu tư tháo chạy khi thị trường cơ sở sụt giảm, mà không phải hút nguồn tiền của thị trường cơ sở. Phần lớn các nước có thị trường tài chính phát triển đều ưu tiên xây dựng và phát triển TTCK phái sinh như một thành phần không thể thiếu trong cấu trúc thị trường tổng thể (Vũ Thị Nhài, 2024).

Hàng hóa trên TTCK phái sinh của các nước trên thế giới bao gồm hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi.

* TS., Trường Cao đẳng Công Thương miền Trung

Ngày nhận bài: 01/10/2024; Ngày phản biện: 25/10/2024; Ngày duyệt đăng: 11/11/2024

Hợp đồng quyền chọn là loại chứng khoán phái sinh xác nhận quyền của người mua và nghĩa vụ của người bán để thực hiện một trong hai loại giao dịch: *Thứ nhất*, mua hoặc bán số lượng tài sản cơ sở nhất định theo mức giá thực hiện đã được xác định tại thời điểm trước hoặc vào ngày đã xác định trong tương lai; *Thứ hai*, thanh toán khoản chênh lệch giữa giá trị tài sản cơ sở đã được xác định tại thời điểm giao kết hợp đồng và giá trị tài sản cơ sở tại thời điểm trước hoặc vào ngày đã xác định trong tương lai.

Hợp đồng tương lai là loại chứng khoán phái sinh niêm yết, xác nhận cam kết giữa các bên để thực hiện một trong các loại giao dịch: *Thứ nhất*, mua hoặc bán số lượng tài sản cơ sở nhất định theo mức giá đã được xác định vào ngày đã xác định trong tương lai; *Thứ hai*, thanh toán khoản chênh lệch giữa giá trị tài sản cơ sở đã được xác định tại thời điểm giao kết hợp đồng và giá trị tài sản cơ sở vào ngày đã xác định trong tương lai.

Hợp đồng kỳ hạn là loại chứng khoán phái sinh giao dịch thỏa thuận, xác nhận cam kết giữa các bên về việc mua hoặc bán số lượng tài sản cơ sở nhất định theo mức giá đã được xác định vào ngày đã xác định trong tương lai.

Hợp đồng hoán đổi là loại chứng khoán phái sinh thỏa thuận về việc hoán đổi các dòng tiền phát sinh từ các công cụ tài chính tại một thời điểm nhất định trong tương lai. Thời điểm hoán đổi lần phương pháp tính toán sẽ được quy định rõ trong hợp đồng hoán đổi.

THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN TTCK PHÁI SINH VIỆT NAM

Chủ trương xây dựng và phát triển TTCK phái sinh tập trung được thể hiện lần đầu tiên tại Quyết định số 252/QĐ-TTg, ngày 01/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ về phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020: “Xây dựng TTCK phái sinh chuẩn hóa theo hướng phát triển các công cụ từ đơn giản đến phức tạp” và được nhấn mạnh rõ hơn trong Quyết định số 366/QĐ-TTg, ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ về phê duyệt Đề án Xây dựng và phát triển TTCK phái sinh tại Việt Nam: “Xây dựng TTCK phái sinh theo mô hình tập trung, hoạt động thống nhất dưới sự quản lý của Nhà nước, không để TTCK phái sinh tự do hình thành và hoạt động tự phát”.

Trên quan điểm phát triển TTCK phái sinh theo lộ trình từ đơn giản đến phức tạp, trong giai đoạn đầu vận hành, thị trường chỉ tập trung vào một số sản phẩm dễ thực hiện, phù hợp với nhu cầu thị trường và thông lệ quốc tế. Ngay sau khi Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ban hành ngày 05/5/2015 về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh, ngày 21/7/2015 của Bộ Tài chính ban hành Thông báo số 448/TB-BTC giao Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam tổ chức hoạt động giao dịch và thanh toán TTCK phái sinh. Ngày 10/8/2017, TTCK phái sinh khai trương hoạt động, đánh dấu bước phát triển mới trong quá trình hoàn thiện cấu

trúc TTCK Việt Nam. TTCK phái sinh của Việt Nam ra đời với sản phẩm hợp đồng tương lai là sản phẩm phái sinh đơn giản nhất được triển khai đầu tiên với giao dịch 4 mã hợp đồng tương lai trên chỉ số VN30.

Ngày 04/7/2019, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội triển khai giao dịch hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm, nhằm cung cấp cho nhà đầu tư thêm sản phẩm và công cụ phòng ngừa rủi ro trên thị trường trái phiếu chính phủ, tuy nhiên đối tượng giao dịch chỉ dành cho các nhà đầu tư tổ chức.

Ngày 28/6/2020 tiếp tục đưa vào giao dịch sản phẩm hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm nhằm đáp ứng hơn nữa nhu cầu phòng vệ trên thị trường trái phiếu cơ sở, ngoài các nhà đầu tư tổ chức còn bổ sung các nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp.

Những kết quả đạt được

Đến nay, sau 7 năm hoạt động, TTCK phái sinh được vận hành liên tục, ổn định và đạt nhiều kết quả về mọi mặt.

Các sản phẩm trên TTCK phái sinh

Hàng hóa trên TTCK phái sinh của Việt Nam cho đến nay vẫn chỉ có 3 sản phẩm là hợp đồng tương lai chỉ số VN30 và hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và 10 năm.

(i) Hợp đồng tương lai trên chỉ số VN30 mô phỏng kỳ vọng giá của chỉ số VN30 tại thời điểm đáo hạn, giao dịch với 4 mã tương ứng 4 tháng đáo hạn (tháng hiện tại, tháng kế tiếp, 2 tháng cuối 2 quý gần nhất). Chỉ số VN30 được tính dựa trên 30 cổ phiếu có vốn hóa thị trường và tính thanh khoản cao nhất trên sàn HOSE. Kết quả giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 thời gian qua cho thấy, các hợp đồng được giao dịch với đa dạng kỳ hạn, được đáo hạn và thanh toán theo đúng thời hạn của hợp đồng. Biến động giá tăng giảm không quá lớn đem lại sự an toàn cho các nhà đầu tư và thị trường.

(ii) Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ là loại hợp đồng tương lai có tài sản cơ sở là trái phiếu chính phủ do Sở Giao dịch chứng khoán chuẩn hóa các điều khoản, bao gồm: số năm/tháng/ngày đáo hạn; lãi suất danh nghĩa; hình thức trả gốc, lãi; rô trái phiếu được chấp nhận để chuyển giao; phương thức thanh toán khi đáo hạn.

- Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm có tài sản cơ sở là trái phiếu giả định có những đặc điểm tương tự như một trái phiếu chính phủ với mệnh giá 100.000 đồng, kỳ hạn 5 năm, lãi suất danh nghĩa 5%/năm, trả lãi định kỳ 12 tháng/lần, trả gốc một lần khi đáo hạn. Việc lựa chọn kỳ hạn của trái phiếu là 5 năm dựa trên tính thanh khoản, cũng như tỷ trọng của loại kỳ hạn này trong cơ cấu kỳ hạn phát hành trên thị trường giao ngay.

- Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm có tài sản cơ sở là trái phiếu giả định có những đặc điểm tương tự như một trái phiếu chính phủ với mệnh giá 100.000 đồng, kỳ hạn 10 năm, lãi suất danh nghĩa 5%/năm, trả lãi định kỳ 12 tháng/lần, trả gốc một lần khi đáo hạn.

Các bước phát triển của thị trường

Theo Bộ Tài chính (PV, 2024), thị trường có bước tăng trưởng rất tốt, giao dịch sôi động và thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường, thể hiện qua những nội dung sau:

Tăng trưởng về quy mô thị trường. Tăng trưởng quy mô giao dịch hàng năm của TTCK phái sinh đạt bình quân 28,21%/năm trong giai đoạn từ năm 2018 đến cuối năm 2023. Đặc biệt, năm 2020 tăng 79,9% so với năm 2019 và năm 2022 tăng 44,03% so với năm 2021. Hệ thống thành viên giao dịch chứng khoán phái sinh cũng liên tục đón nhận các thành viên mới, từ 7 công ty chứng khoán (CTCK) thành viên khi mới khai trương thị trường, đến nay hệ thống đã có 24 CTCK thành viên. Các CTCK thành viên này đều có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu 900 tỷ đồng và đáp ứng các yêu cầu về hạ tầng công nghệ thông tin phục vụ giao dịch chứng khoán phái sinh.

Thanh khoản thị trường từng bước được cải thiện và đạt mức tăng đáng kể so với thời kỳ mới đi vào hoạt động. Với khối lượng giao dịch (KLGD) bình quân 10.954 hợp đồng/phiên trong hơn 4 tháng giao dịch của năm đầu tiên khai trương thị trường, đến nay thanh khoản đã đạt mức 218.706 hợp đồng/phiên trong 7 tháng đầu năm 2024, tăng gần 20 lần so với KLGD bình quân trong năm 2017, đặc biệt có sự tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng bình quân 38,65%/năm trong giai đoạn 2018-2022.

Năm 2023 và 7 tháng đầu năm 2024, thanh khoản thị trường giảm so với giai đoạn tăng trưởng mạnh trước đó, tuy nhiên đây vẫn là mức giao dịch bình quân tương đối cao, chỉ sau mức cao nhất trong năm 2022. Khối lượng hợp đồng mở (OI) đạt mức cao nhất là 71.190 hợp đồng được ghi nhận vào ngày 30/3/2023 và KLGD cao nhất đạt 647.457 hợp đồng tại phiên giao dịch ngày 25/10/2022. Trong số các sản phẩm đang niêm yết trên thị trường, sản phẩm hợp đồng tương lai VN30 được nhà đầu tư quan tâm giao dịch nhiều nhất và giao dịch hợp đồng tương lai VN30 chiếm tới 99,95% KLGD toàn thị trường.

Cơ cấu nhà đầu tư tham gia giao dịch trên thị trường. Một điểm sáng trong quá trình phát triển của TTCK phái sinh, đánh dấu một bước phát triển quan trọng của thị trường sau 7 năm hoạt động, đó là cơ cấu nhà đầu tư tham gia giao dịch trên thị trường đã có sự thay đổi theo hướng cân bằng hơn. Mặc dù, hoạt động giao dịch vẫn tập trung chủ yếu ở các nhà đầu tư cá nhân trong nước, tuy nhiên đã có sự dịch chuyển theo hướng giảm tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư cá nhân, tăng tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư tổ chức. Trong giai đoạn đầu của thị trường, gần 99% giao dịch được thực hiện bởi các nhà đầu tư cá nhân. Tỷ trọng này đã giảm xuống còn khoảng 67% vào cuối năm 2023 và còn 63,15% vào cuối tháng 7/2024, tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư tổ chức chiếm 36,85%.

TTCK phái sinh Việt Nam cũng thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài, mặc dù sự tham

gia giao dịch của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài còn ở mức khiêm tốn nhưng có sự gia tăng hàng năm. Trong tháng 7/2024, giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài chiếm 3,02% tổng KLGD toàn thị trường so với mức 0,1% vào cuối năm 2017.

Thị trường đã phát huy vai trò phân tán và phòng ngừa rủi ro, vừa là kênh đầu tư hiệu quả. Với đặc thù có thể tắt toán vị thế ngay trong phiên (T+0), cho phép bán khống (short sell) và đòn bẩy cao, sản phẩm này sẽ thu hút dòng đảo nhà đầu tư tham gia, nhất là khi thị trường cổ phiếu cơ sở biến động tiêu cực, vì tạo ra cơ hội thu lời lớn cũng như giúp nhà đầu tư phòng vệ rủi ro cho cổ phiếu cơ sở. TTCK phái sinh đã từng bước trở thành công cụ phân tán và phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư trong bối cảnh thị trường cơ sở nhiều biến động. Khi thị trường cơ sở biến động mạnh, thì KLGD trên TTCK phái sinh tăng cao, cho dù biến động đó là tăng hay giảm. Đặc biệt, khi thị trường cơ sở giảm điểm mạnh, TTCK phái sinh còn góp phần làm giảm áp lực bán tháo trên thị trường cơ sở vì khi thị trường cơ sở giảm, nhà đầu tư thay vì phải bán cổ phiếu trên thị trường cơ sở để quản trị rủi ro danh mục đầu tư thì nhà đầu tư nắm giữ vị thế bán (short) trên TTCK phái sinh.

Bên cạnh đó, chứng khoán phái sinh còn là một kênh đầu tư sinh lời quan trọng đối với các nhà đầu tư. Với lợi thế giao dịch 2 chiều và có thể mua, bán liên tục ngay trong phiên, nhà đầu tư có thể kiếm lợi nhuận ngay cả khi thị trường cơ sở giảm mạnh. Nhờ đó, TTCK phái sinh không ngừng thu hút nhà đầu tư mới đến với thị trường, qua thống kê cho thấy số lượng tài khoản giao dịch phái sinh được mở mới của các nhà đầu tư liên tục tăng. Tính đến ngày 31/7/2024, trên TTCK phái sinh đã có hơn 1,7 triệu tài khoản, gấp 700 lần so với thời điểm mới khai trương thị trường.

TTCK phái sinh cũng đã có những thay đổi, cải tiến để ngày càng hoàn thiện hơn. Trong năm 2022, TTCK phái sinh được áp dụng thay đổi cách tính giá thanh toán cuối cùng của hợp đồng tương lai chỉ số VN30 từ “là giá trị đóng cửa của chỉ số cơ sở tại ngày giao dịch cuối cùng” thành “là giá trị trung bình số học giản đơn của chỉ số trong 30 phút cuối cùng của ngày giao dịch cuối cùng (bao gồm: 15 phút khớp lệnh liên tục và 15 phút khớp lệnh định kỳ đóng cửa), sau khi loại trừ 3 giá trị chỉ số cao nhất và 3 giá trị chỉ số thấp nhất của phiên khớp lệnh liên tục”. Việc thay đổi cách tính giá thanh toán cuối cùng giúp hạn chế tình trạng chênh lệch lớn giữa chỉ số VN30 và hợp đồng tương lai trên chỉ số VN30 trong các phiên đảo hạn. Tỷ lệ ký quỹ giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 cũng được điều chỉnh tăng từ 13% lên 17%, giúp hoạt động bù trừ, thanh toán giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 của thị trường an toàn hơn.

Những hạn chế, vướng mắc

Bên cạnh những kết quả đã đạt được, TTCK phái sinh Việt Nam vẫn còn tồn tại một số hạn chế cần khắc phục như sau:

NHỮNG GIẢI PHÁP TRONG THỜI GIAN TỚI

Chiến lược Phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2030 đề ra mục tiêu tiếp tục phát triển cả về quy mô và chất lượng hoạt động TTCK nói chung và TTCK phái sinh nói riêng, phấn đấu TTCK phái sinh tăng trưởng trung bình khoảng 20%-30% mỗi năm trong giai đoạn từ nay đến năm 2030.

Để đạt được mục tiêu này, bên cạnh những giải pháp đã được đề cập tại Chiến lược, theo tác giả cần thực hiện đồng bộ những giải pháp sau:

Thứ nhất, hoàn thiện hành lang pháp lý cho TTCK phái sinh. Hiện nay, phạm vi điều chỉnh của pháp luật Việt Nam đối với giao dịch chứng khoán đã lạc hậu rất nhiều so với các quốc gia có thị trường tài chính phát triển. Luật Chứng khoán năm 2019 chưa cập nhật được các quy định quốc tế về chứng khoán phái sinh. Thời gian tới cần nhanh chóng nghiên cứu, xây dựng luật riêng về chứng khoán phái sinh để thị trường này hoạt động ổn định, bền vững trong khuôn khổ các quy định của pháp luật.

Cần rà soát, sửa đổi các quy định về cấp phép để tạo điều kiện thuận lợi cho các tổ chức tín dụng khi tham gia giao dịch, triển khai các sản phẩm, nghiệp vụ trên TTCK cơ sở và TTCK phái sinh. Nhà nước nên ban hành nhiều chính sách thu hút các nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài tham gia trên TTCK phái sinh Việt Nam để thu hút các nhà đầu tư này cần tăng cường tính công khai, minh bạch thông tin, không ngừng cải tiến công nghệ, kỹ thuật giao dịch và tăng cường quảng cáo về thị trường, đồng thời giảm chi phí giao dịch.

Thứ hai, tăng cường công tác quản lý, thanh tra, giám sát TTCK nhằm ngăn ngừa các hành vi thao túng, làm giả trên TTCK cơ sở để tác động xấu lên TTCK phái sinh.

Thứ ba, đa dạng hóa các sản phẩm chứng khoán phái sinh. Cơ quan quản lý thị trường cần nghiên cứu triển khai những sản phẩm chứng khoán phái sinh mới, cụ thể là hợp đồng tương lai trên chỉ số cổ phiếu khác (VNX200).

Thứ tư, chú trọng đào tạo nguồn nhân lực chuyên sâu để phục vụ cho các hoạt động liên quan đến TTCK phái sinh, đặc biệt là đội ngũ trong các công ty chứng khoán và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Tài chính (2021), *Thông tư số 58/2021/TT-BTC Hướng dẫn một số điều của Nghị định số 158/2020/NĐ-CP, ngày 31/12/2020 của chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh*.
2. <http://hsx.vn>
3. <http://www.ssc.gov.vn>
4. Quốc hội (2019), *Luật Chứng khoán*, số 54/2019/QH14, ngày 26/7/2019.
5. PV (2024), *Thị trường chứng khoán phái sinh: Phát huy vai trò phân tán và phòng ngừa rủi ro*, truy cập từ <https://tapchitaichinh.vn/thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-phat-huy-vai-tro-phan-tan-va-phong-ngua-rui-ro.html>.
6. Vũ Thị Nhài (2024), *Phát triển TTCK phái sinh tại Việt Nam: Thực trạng và giải pháp*, truy cập từ <https://tapchicongthuong.vn/phat-trien-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-tai-viet-nam--thuc-trang-va-giai-phap-122424.htm>.