

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

1. **Hồ Thủy Tiên và Hoàng Đức Long và Hồ Thị Lam** - Chỉ số an ninh tài chính tổng hợp AFSI: một thước đo mới về mức độ an ninh tài chính của Việt Nam. **Mã số: 119.1FiBa.11** 2
Aggregate Financial Security Index (AFSI): A New Measurement of Vietnams Financial Security
2. **Nguyễn Ngọc Toàn** - Đo lường co giãn của cấu trúc phẩm và đồ uống tại Việt Nam bằng mô hình hệ thống cầu LA/AIDS. **Mã số: 119.1TrEM.11** 14
Measuring the Elasticity of Food and Beverage Structures in Vietnam via LA/AIDS Demand System

QUẢN TRỊ KINH DOANH

3. **Đoàn Ngọc Phi Anh và Hoàng Lê Phương Thảo** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc vận dụng kế toán quản trị trong các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn tỉnh Quảng Trị. **Mã số: 119.2BAcc.21** 22
A Study on Factors Affecting the Application of Management Accounting in Small and Medium Enterprises in Quang Ngai Province
4. **Nguyễn Tuấn Kiệt và Trịnh Công Đức và Đỗ Thị Ngọc Duy** - Mối quan hệ giữa động cơ và hành vi thực hiện công việc: trường hợp công chức, viên chức quận Thốt Nốt, Thành phố Cần Thơ. **Mã số: 119.2HRMg.21** 29
Relationship between work motivation and work behavior: an empirical analysis for the case of public officials in Thot Not district - Can Tho city
5. **Lê Thị Kim Nhung** - Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam - Cần có giải pháp đồng bộ. **Mã số: 119.2FiBa.22** 40
The Development of Vietnam's Derivative Stock Market - A Need for Comprehensive Solutions
6. **Lê Việt Hà** - Phân tích vai trò nhà quản lý trong việc triển khai hệ thống thông tin kế toán trong giai đoạn hội nhập kinh tế toàn cầu. **Mã số: 119.2BAcc.21** 49
Analyzing the Roles of Managers in Implementing Accounting Information System amid Global Economic Integration Context

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

7. **Ngô Thị Khuê Thu và Trương Thị Kim Cương** - Nghiên cứu về sự cân bằng giữa công việc và cuộc sống của các nữ doanh nhân khu vực miền Trung. **Mã số: 119.3OMIs.31** 58
A Study on Work-Life Balance of Female Entrepreneurs in the Central Region

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM - CẦN CÓ GIẢI PHÁP ĐỒNG BỘ

Lê Thị Kim Nhung

Trường đại học Thương mại

Email: kimnungdhtm@yahoo.com.vn

Ngày nhận: 19/03/2018 Ngày nhận lại: 28/05/2018 Ngày duyệt đăng: 05/06/2017

Thị trường chứng khoán (TTCK) phái sinh Việt Nam đã chính thức ra đời và đi vào hoạt động, đánh dấu một bước phát triển mới của TTCK Việt Nam. Sự ra đời của TTCK phái sinh là một bước hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam theo thông lệ quốc tế, giúp các nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro, đa dạng hóa sản phẩm đầu tư, từ đó làm tăng sự hấp dẫn và cơ hội đầu tư trên TTCK. Trong giai đoạn đầu hoạt động, bên cạnh những kết quả đạt được đáng ghi nhận, thị trường cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, thách thức của quá trình phát triển. Bài viết xem xét các điều kiện cần thiết cho TTCK phái sinh ra đời, để khẳng định thời điểm ra đời của TTCK phái sinh Việt Nam là phù hợp, đánh giá thực trạng kết quả vận hành thị trường, nhận diện những vấn đề nảy sinh và đề xuất các giải pháp đồng bộ nhằm phát triển bền vững TTCK phái sinh Việt Nam trong tương lai.

Từ khóa: thị trường chứng khoán phái sinh, phát triển, giải pháp.

1. Đặt vấn đề

Ngày 10/8/2017, Thị trường chứng khoán (TTCK) phái sinh Việt Nam chính thức được khai trương và đi vào vận hành, đánh dấu một bước phát triển mới của TTCK Việt Nam. Sự ra đời của TTCK phái sinh là một bước hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam theo thông lệ quốc tế, giúp các nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro, đa dạng hóa sản phẩm đầu tư, từ đó làm tăng sự hấp dẫn và cơ hội đầu tư trên TTCK. Trong giai đoạn đầu hoạt động, bên cạnh những kết quả đạt được đáng ghi nhận, thị trường cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, thách thức của quá trình phát triển. Nghiên cứu nhằm nhận diện những vấn đề đặt ra trong quá trình vận hành, từ đó có những giải pháp đồng bộ để giúp cho TTCK phái sinh Việt Nam phát triển một cách bền vững, đáp ứng kỳ vọng mà Chính phủ đã đặt ra là một yêu cầu cấp thiết và có ý nghĩa khoa học.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Liên quan đến TTCK phái sinh nói chung và TTCK phái sinh Việt Nam nói riêng, có rất nhiều nghiên cứu đã công bố ở các khía cạnh khác nhau. Đề án xây dựng chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2020 của Bộ Tài chính (2010) trong đó đề cập đến lộ trình xây dựng TTCK phái sinh; nghiên cứu của Nguyễn Thành Long (2013) về tái cấu trúc TTCK Việt Nam, đã chứng minh tính tất yếu phải xây dựng TTCK phái sinh ở Việt Nam để đáp ứng yêu cầu hội nhập quốc tế và phát triển, đồng thời đề xuất lộ trình chuẩn bị các yếu tố cần thiết cho TTCK phái sinh ra đời; nghiên cứu của Trần Cao Nguyên (2004) đã hệ thống hóa cơ sở lý luận và thực tiễn để hình thành TTCK phái sinh ở Việt Nam; Võ Thị Phương (2016) tổng kết kinh nghiệm phát triển

TTCK phái sinh của các nước châu Á và rút ra bài học kinh nghiệm cho Việt Nam;...

Sau khi TTCK phái sinh khai trương và đi vào vận hành, có các bài viết trên các báo điện tử đưa tin về kết quả vận hành của thị trường và ý kiến đánh giá của các chuyên gia, điển hình như: Văn Giáp/Bnews/TTXVN, *TTCK phái sinh tiếp tục tăng trưởng mạnh*; Duy Thái/TBTCVN, *TTCK phái sinh và những con số “biết nói”*; Minh Hải/Báo Nhân dân, *Đa dạng sản phẩm phái sinh để phát triển*;... Nhìn chung, các nghiên cứu đã xác lập cơ sở lý luận và thực tiễn cho sự ra đời của TTCK phái sinh Việt Nam, đánh giá kết quả vận hành trong giai đoạn đầu hoạt động của thị trường. Câu hỏi nghiên cứu đặt ra là: thời điểm ra đời của TTCK phái sinh Việt Nam đã chín muồi hay chưa? Những vấn đề phát sinh trong quá trình vận hành và hướng tháo gỡ? Để phát triển bền vững thì cần những giải pháp gì? Đây chính là khoảng trống nghiên cứu của bài viết này.

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính với các phương pháp nghiên cứu cụ thể như: phương pháp tổng hợp, phân tích, quy nạp, phương pháp nghiên cứu tại bàn và phương pháp thống kê kinh nghiệm.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Khái quát sự chuẩn bị cho quá trình ra đời của TTCK phái sinh Việt Nam

Sau 17 năm phát triển, TTCK Việt Nam đã đạt được mức độ ổn định chuyên sâu và đòi hỏi sự hoàn thiện tiếp theo của cấu trúc thị trường. Do đó, TTCK phái sinh là mảnh ghép cần thiết để hoàn thiện bức tranh tổng thể của TTCK Việt Nam. Ngày 10/8/2017 TTCK phái sinh Việt Nam chính thức ra đời, đánh dấu mốc son phát triển mới của TTCK Việt Nam. Như vậy, bên cạnh Singapore, Malaysia, Indonesia và Thái Lan, Việt Nam là quốc gia thứ 5 trong ASEAN có TTCK phái sinh và là quốc gia thứ 42 trên thế giới có thị trường tài chính bậc cao này. Sự ra đời của TTCK phái sinh là một bước hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam theo thông lệ quốc tế, giúp các nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro, đa

dạng hóa sản phẩm đầu tư, từ đó làm tăng sự hấp dẫn và cơ hội đầu tư của TTCK.

Để TTCK phái sinh có thể tồn tại và hoạt động cần hội đủ các điều kiện về hệ thống khung pháp lý, sản phẩm hàng hóa giao dịch trên thị trường, hệ thống giao dịch, hệ thống thanh toán bù trừ, các chủ thể cung cấp dịch vụ và các nhà đầu tư được trang bị kiến thức, có hiểu biết đầy đủ về sản phẩm chứng khoán phái sinh. Dưới sự chỉ đạo của Chính phủ, các cơ quan chức năng của Nhà nước đã riet ráo chuẩn bị các điều kiện cho sự ra đời của TTCK phái sinh Việt Nam.

- *Về hệ thống khung pháp lý*: Đánh dấu sự khởi đầu của việc xây dựng hành lang pháp lý cho thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam là Quyết định 366/QĐ-TTg, ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ về phê duyệt *Đề án xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam*. Tiếp sau là Nghị định số 42/2015/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh nhằm đưa ra các quy định chung nhất liên quan đến các vấn đề như hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh, tổ chức TTCK phái sinh, hoạt động thanh toán bù trừ trên thị trường; Quyết định 1423/QĐ-BTC ngày 24/6/2016 của Bộ Tài chính quy định 6 thủ tục hành chính mới mà các công ty chứng khoán cần đảm bảo nếu muốn tham gia cung cấp dịch vụ chứng khoán phái sinh trên thị trường; Thông tư 107/2016/TT-BTC về Hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có đảm bảo.

- *Về sản phẩm hàng hóa giao dịch của thị trường*: Sản phẩm chứng khoán phái sinh - hàng hóa giao dịch trong giai đoạn đầu thử nghiệm được xác định là: Hợp đồng tương lai Trái phiếu chính phủ (TPCP) và Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán. Cụ thể, sản phẩm phái sinh được cung cấp khi mở cửa thị trường là Hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu VN30-Index với 4 mã được niêm yết là VN30F1708, VN30F1709, VN30F1712, Vn30F1803. Sản phẩm chứng khoán phái sinh này được hình thành dựa trên tài sản cơ sở là chỉ số VN30-Index.

- Về các chủ thể cung cấp dịch vụ, hệ thống giao dịch và thanh toán: Bộ phận quan trọng không thể thiếu của TTCK phái sinh là thành viên giao dịch và thành viên thanh toán bù trừ. Thành viên giao dịch là chủ thể duy nhất được phép đặt hoặc nhập lệnh vào hệ thống giao dịch của Sàn giao dịch chứng khoán phái sinh. Để trở thành thành viên giao dịch chứng khoán phái sinh, các tổ chức kinh doanh chứng khoán phải đáp ứng đầy đủ các yêu cầu khắt khe về vốn, tình hình kết quả hoạt động kinh doanh, cơ sở hạ tầng, đội ngũ nhân lực chất lượng cao,... được UBCKNN cấp phép. Tham gia TTCK phái sinh ban đầu có 7 công ty chứng khoán đã được chấp thuận trở thành thành viên giao dịch chứng khoán phái sinh của HNX bao gồm: Công ty Chứng khoán VPBank (VPBS), Công ty Chứng khoán TP. HCM (HSC), Công ty Chứng khoán Sài Gòn (SSI), Công ty Chứng khoán BIDV (BSC), Công ty Chứng khoán VNDirect (VNDS), Công ty Chứng khoán Bản Việt (VCSC), Công ty Chứng khoán MB (MBS).

Hệ thống bù trừ, thanh toán trên TTCK phái sinh của Việt Nam hoạt động theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) do Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) cung cấp. Thành viên thanh toán bù trừ bao gồm hai bộ phận: thành viên thanh toán bù trừ chung và thành viên thanh toán bù trừ trực tiếp. Để được trở thành thành viên thanh toán bù trừ cho TTCK phái sinh, các tổ chức phải được UBCKNN cấp giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ thanh toán bù trừ giao dịch chứng khoán phái sinh, đồng thời phải đáp ứng các yêu cầu về cơ sở hạ tầng, chuyên môn nghiệp vụ, đội ngũ nhân lực,... của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam. Ba thành viên thanh toán bù trừ đầu tiên của TTCK phái sinh Việt Nam gồm: Công ty cổ phần chứng khoán Tp.HCM (HSC) và Công ty cổ phần chứng khoán VPBank (VPBS) là thành viên thanh toán bù trừ trực tiếp, Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn (SSI) là thành viên thanh toán bù trừ chung cho toàn thị trường.

- Về chuẩn bị cho đội ngũ các nhà đầu tư tham gia thị trường: Do sản phẩm chứng khoán phái sinh là một công cụ phòng ngừa rủi ro, tích hợp

nhiều yếu tố phức tạp, đòi hỏi người sử dụng chúng phải hiểu biết sâu sắc và sử dụng một cách linh hoạt, nếu không thì chính những giao dịch chứng khoán phái sinh này có thể tác động tiêu cực đến sự an toàn tài chính của các nhà đầu tư. Chính vì vậy, ngay từ 2016, Trung tâm đào tạo và nghiên cứu khoa học của UBCKNN đã mở nhiều lớp đào tạo về nghiệp vụ chứng khoán phái sinh nhằm đào tạo nhân sự cho các công ty chứng khoán và các nhà đầu tư quan tâm. Các công ty chứng khoán cũng đã triển khai kế hoạch đào tạo nhân sự cho riêng mình, đồng thời tổ chức nhiều chương trình đào tạo cho khách hàng về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh. Đây là những việc làm rất cần thiết, bởi sự tồn tại và phát triển của TTCK phái sinh phụ thuộc rất lớn vào năng lực của nhà đầu tư tham gia thị trường.

Như vậy, sau một thời gian gấp rút chuẩn bị, các điều kiện cần thiết cho một thị trường chứng khoán phái sinh đã hoàn thành, và các chuyên gia đều đánh giá rằng tháng 10/2017 được coi là thời điểm chín muồi để đưa một thị trường mới, chuyên sâu hơn vào vận hành. Sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam sớm hơn thông lệ trên thế giới 13 năm (từ khi có TTCK cơ sở đến khi có TTCK phái sinh) cho thấy nỗ lực của Chính phủ trong việc hoàn thiện thị trường tài chính Việt Nam theo thông lệ quốc tế. TTCK phái sinh ra đời sẽ tác động tích cực đến sự minh bạch, tính thanh khoản của TTCK cơ sở, qua đó làm tăng quy mô thị trường, thu hút nhà đầu tư nước ngoài, hỗ trợ TTCK phát triển ổn định, bền vững và là kênh huy động vốn an toàn, dài hạn phục vụ cho tăng trưởng kinh tế.

3.2. Kết quả đạt được trong giai đoạn đầu vận hành

Ngay trong ngày đầu tiên đi vào hoạt động, hệ thống giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, hệ thống bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) và hệ thống ngân hàng thanh toán Vietinbank đã hoạt động an toàn, thông suốt. Kết thúc ngày, đã có 487 hợp đồng tương lai được giao dịch với tổng giá trị hơn 36,5 tỷ VNĐ, đánh dấu sự khai trương thành công của một thị trường mới [11].

Sau 5 tháng vận hành (đến 31/12/2017), thị trường đã có sự tăng trưởng nhanh về mọi mặt so với ngày đầu khai trương thị trường. Cụ thể như: Số lượng tài khoản giao dịch/ký quỹ nhà đầu tư đã mở là 15.198 tài khoản, tăng 4,74 lần; số lượng hợp đồng giao dịch là 16.751 hợp đồng, tăng 34,3 lần; giá trị giao dịch là 1.569 tỷ VND, tăng 43,4 lần; số dư giá trị ký quỹ đã nộp cho VSD là 468 tỷ VND, tăng 16,42 lần. Trên thị trường luôn duy trì 4 mã sản phẩm theo thông lệ quốc tế. Trong mỗi tháng đều có 1 mã sản phẩm đáo hạn vào ngày thứ năm và thứ ba của tháng và HNX đã niêm yết bổ sung sản phẩm thay thế vào ngày giao dịch tiếp theo. Tại thời điểm cuối tháng 12/2017, có 4 mã hợp đồng được giao dịch là VN30F1801, VN30F1802, VN30F1803 và VN30F1806 đáo hạn vào tháng 1, tháng 2, tháng 3 và tháng 6/2018 [11].

Nhìn chung, TTCK phái sinh duy trì tốc độ tăng trưởng đều đặn, với khối lượng giao dịch tháng sau cao hơn tháng trước. Trong vòng 5 tháng, với 101 phiên giao dịch, tổng khối lượng giao dịch trên thị trường phái sinh đạt 1.106.353 hợp đồng, tương ứng giá trị giao dịch (theo quy mô danh nghĩa hợp đồng) đạt hơn 96.297 tỷ đồng, khối lượng mở (OI) của toàn thị trường đạt 8.077 hợp đồng, tăng gấp 3,7 lần so với thời điểm cuối tháng 8/2017 (Bảng 1).

như trong tháng 8, khối lượng giao dịch trung bình phiên chỉ đạt 3.653 hợp đồng, thì đến tháng 12, khối lượng giao dịch trung bình phiên tăng gấp 4,7 lần đạt 17.029 hợp đồng, trong đó, phiên giao dịch ngày 12/12/2017 có khối lượng giao dịch lớn nhất trong 4 tháng qua, đạt 27.994 hợp đồng, tương ứng giá trị giao dịch 2.508,56 tỷ đồng. Trong những tháng cuối năm, diễn biến tích cực của chỉ số VN30 trên thị trường cơ sở khiến chỉ số tương lai ở hầu hết các kỳ hạn đều tăng. Các hợp đồng tương lai kỳ hạn ngắn tiếp tục giao dịch ở mức thấp hơn chỉ số VN30, thanh khoản tập trung vào các hợp đồng kỳ hạn ngắn, phù hợp với thông lệ quốc tế. Sự biến động mạnh của chỉ số VN30 trong phiên khiến cho hoạt động giao dịch của hợp đồng tương lai tăng mạnh, đặc biệt tại thời điểm cuối tháng 10, đầu tháng 11/2017. Trên đà tăng trưởng, sang tháng 1/2018, với việc chỉ số trên thị trường cơ sở tăng mạnh nên giá các HĐTL đều tăng lần lượt 14,29% và 28,4% so với tháng 12/2017. Tính bình quân, khối lượng giao dịch đạt 14.548 hợp đồng/phiên, giá trị giao dịch theo quy mô danh nghĩa đạt 1.971,6 tỷ đồng/phiên, tăng lần lượt 9,09% và 22,57% so với tháng 12/2017. Khối lượng OI toàn thị trường tiếp tục tăng mạnh, tính đến 31/1/2018 đạt 10.896 hợp đồng, tăng 34,9% so với cuối tháng 12 năm 2017.

Bảng 1: Kết quả giao dịch TTCK phái sinh Việt Nam đến 12/2017

Thời gian	Khối lượng giao dịch (Hợp đồng)	Giá trị giao dịch (Tỷ VND)	Khối lượng OI cuối kỳ (Hợp đồng)
8/2017	58.444	4.362,59	2.166
9/2017	131.903	10.299,36	3.275
10/2017	238.330	19.370,08	3.949
11/2017	320.064	28.484,13	8.122
12/2017	357.612	33.781,57	8.077
Tổng	1.106.353	96.297,73	

(Nguồn: HNX [7])

Tính bình quân, khối lượng giao dịch đạt 10.954 hợp đồng/phiên và giá trị giao dịch theo quy mô danh nghĩa đạt 953,44 tỷ đồng/phiên. Nếu

Giao dịch trên thị trường luôn tăng trưởng mạnh dần lên theo thời gian cả về khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch. Đặc biệt, tại phiên giao

dịch ngày 12/12/2017 khối lượng giao dịch trên TTCK phái sinh đã ghi nhận mức kỷ lục là 27.994 hợp đồng, tương ứng với giá trị giao dịch đạt 2.508,56 tỷ đồng; và phiên giao dịch ngày 18/1/2018 cũng đạt mức 26.372 hợp đồng, tương ứng giá trị giao dịch 2.709,48 tỷ đồng, trong khi các thị trường có lịch sử phát triển lâu đời khác trong khu vực cũng chỉ đạt từ 130 nghìn đến 150 nghìn hợp đồng/phiên. Các chuyên gia đánh giá, TTCK phái sinh Việt Nam tuy mới đi vào hoạt động được sáu tháng (31/1/2018) nhưng đã thu hút được nhiều nhà đầu tư tham gia, thanh khoản ở mức cao mà thị trường Thái Lan phải mất 5 năm mới đạt được [6].

đạt 4.981 hợp đồng, chiếm 0,18% tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường, đặc biệt tăng mạnh trong tháng 3, gấp 3 lần so với tháng 1 và gấp 1,3 lần so với tháng 2/2018 [5].

Những kết quả trên cho thấy, TTCK phái sinh đã có khởi đầu thành công, đã chứng tỏ vai trò phòng vệ rủi ro hiệu quả, có tác dụng ổn định tâm lý nhà đầu tư, đặc biệt khi thị trường cơ sở biến động đột ngột. Biến động trên TTCK phái sinh đang ngày càng trở thành công cụ phòng ngừa rủi ro cho nhiều nhà đầu tư đang tham gia giao dịch, đồng thời là một chỉ báo phản ánh xác thực hơn diễn biến của TTCK Việt Nam.

Bảng 2: Tổng hợp kết quả giao dịch TTCK phái sinh Việt Nam đến quý I/2018

Thời gian	Khối lượng giao dịch (Hợp đồng)	Giá trị giao dịch (Tỷ VNĐ)	Khối lượng OI cuối kỳ (Hợp đồng)
QIII/2017	190.347	14.661,95	3.275
QIV/2017	916.006	81.635,78	8.077
QI/2018	1.350.182	146.127,15	12.116
Tổng	1.106.353	96.297,73	

(Nguồn: HNX)

Tổng kết hoạt động quý I/2018 cho thấy, tổng khối lượng giao dịch trên thị trường phái sinh trong quý đạt 1.350.182 hợp đồng, tương ứng giá trị giao dịch (theo quy mô danh nghĩa hợp đồng) đạt hơn 146.127,15 tỷ VNĐ. Tính bình quân, khối lượng giao dịch đạt 22.884 hợp đồng/phiên, tăng 63% so với quý IV/2017 và gấp 2,1 lần so với khối lượng giao dịch bình quân phiên của năm 2017. Số lượng tài khoản giao dịch phái sinh liên tục được mở, trung bình mỗi ngày có 135 tài khoản mới. Tính đến ngày 31/3/2018, đã có 12.116 tài khoản giao dịch phái sinh được mở, gấp 1,5 lần so với thời điểm cuối năm 2017 và bằng 1,27% tổng số tài khoản giao dịch của TTCK Việt Nam; trong đó, có 164 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài và 126 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức. Số lượng giao dịch phái sinh của các nhà đầu tư nước ngoài đã tăng lên với tổng khối lượng giao dịch trong quý I

3.3. Những vấn đề đặt ra và giải pháp để phát triển bền vững trong tương lai

Mặc dù đã đạt được sự tăng trưởng ngoạn mục trong giai đoạn đầu nhưng TTCK phái sinh của Việt Nam mới chỉ là một thị trường sơ khai với duy nhất một sản phẩm là hợp đồng tương lai chỉ số VN30-Index, số lượng nhà đầu tư tổ chức chưa nhiều. Theo số liệu thống kê từ HNX, tính đến hết quý I/2018, hoạt động giao dịch của chứng khoán phái sinh vẫn đang tập trung chủ yếu ở các nhà đầu tư cá nhân trong nước (chiếm 97,34% tổng KLGĐ), nhà đầu tư tổ chức trong nước chỉ chiếm khoảng 0,28% KLGĐ, nhà đầu tư nước ngoài chiếm 0,09% KLGĐ toàn thị trường. Hoạt động tự doanh của các công ty chứng khoán chỉ chiếm 2,29% KLGĐ. Điều này cho thấy, TTCK phái sinh Việt Nam chưa thu hút được quan tâm của các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài.

Nguyên nhân của hạn chế này là do một số quy định chưa được hướng dẫn từ phía Ngân hàng Nhà nước, dẫn đến việc tham gia thị trường của các ngân hàng thương mại đang gặp khó khăn. Một vướng mắc khác cũng đang gây khó cho nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường là quy trình nghiệp vụ giữa thành viên bù trừ với ngân hàng giám sát, lưu ký chưa được xây dựng, hướng dẫn cụ thể.

Vận hành TTCK phái sinh trong giai đoạn đầu phát triển phải đối mặt với nhiều rủi ro. Có 3 rủi ro chính được nhận diện, đó là: rủi ro thị trường mới, rủi ro về thanh toán và rủi ro từ TTCK cơ sở tác động đến TTCK phái sinh. Trong đó, rủi ro về thanh toán phải đặc biệt quan tâm quản lý để có thể tổ chức vận hành các giao dịch trên thị trường một cách thông suốt và đảm bảo quyền lợi của các bên liên quan. Giai đoạn đầu, số tài khoản chưa nhiều thì rủi ro về thanh toán chưa cao, nhưng trong tương lai khi thị trường phát triển, tài khoản giao dịch tăng thì rủi ro thanh toán cũng tăng theo, đây là một thách thức không nhỏ đối với các cơ quan quản lý chức năng của Nhà nước cũng như các thành viên tham gia thị trường.

Để TTCK phái sinh Việt Nam phát triển vững chắc, cần tháo gỡ những hạn chế nêu trên và có giải pháp đồng bộ từ nhiều phía, cụ thể:

Thứ nhất, cần phải đa dạng hóa sản phẩm chứng khoán phái sinh trên thị trường. Cũng như trên TTCK cơ sở, một trong những yếu tố quyết định mức độ hấp dẫn của TTCK phái sinh là sự đa dạng về sản phẩm chứng khoán phái sinh. Do vậy, để thỏa mãn nhu cầu đa dạng của thị trường thì trong thời gian tới đòi hỏi phải có thêm một số sản phẩm phái sinh mới để giúp nhà đầu tư có thêm công cụ để phòng ngừa rủi ro cũng như tìm kiếm lợi nhuận, cả trong thị trường giá lên và xuống. Lộ trình tăng cung hàng hóa cho TTCK phái sinh phải thực hiện thận trọng theo từng giai đoạn, từ đơn giản đến phức tạp. Tiếp theo sản phẩm hợp đồng tương lai chỉ số VN30-Index, cần đẩy mạnh việc thiết kế các loại chứng khoán phái sinh như: Hợp đồng tương lai TPCP dài hạn, Hợp đồng tương

lai/hợp đồng quyền chọn cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp. Việc thiết kế sản phẩm chứng khoán phái sinh thành công hay không phụ thuộc rất lớn vào việc lựa chọn hàng hóa cơ sở. Trước mắt, có thể xem xét đưa ra sản phẩm Hợp đồng tương lai TPCP kỳ hạn 3 năm hoặc 5 năm.

Được biết, theo lộ trình phát triển sản phẩm chứng khoán phái sinh, HNX sẽ cho ra đời sản phẩm Chứng quyền có bảo đảm (covered warrant - CW), đưa vào giao dịch trên thị trường cuối quý I/2018; tiếp đến là Hợp đồng tương lai TPCP trong quý III/2018. Tuy nhiên, để tạo nền tảng cho triển khai tiếp các sản phẩm phái sinh trong tương lai, HNX cần xây dựng bộ chỉ số VNX200 theo thông lệ và chuẩn mực quốc tế. Chỉ số này bao gồm những doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trên cả HNX và HOSE. Vì có mức vốn hóa gần như bao trùm cả thị trường nên chỉ số này sẽ bảo đảm tính đại diện tiêu biểu cho TTCK Việt Nam, đồng thời bảo đảm độ tin cậy cho các sản phẩm phái sinh dựa trên bộ chỉ số VNX 200. Theo lãnh đạo của VSD, trong thời gian tới VSD sẽ phối hợp HNX, Ngân hàng thanh toán (Vietinbank), thành viên bù trừ ưu tiên tập trung vào việc tổ chức bù trừ thanh toán cho các Hợp đồng tương lai chỉ số mới, Hợp đồng tương lai TPCP sau khi được cơ quan quản lý chấp thuận nhằm góp phần đa dạng hóa các sản phẩm cho TTCK phái sinh.

Thứ hai, tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý cho TTCK phái sinh. Hành lang pháp lý là cơ sở quan trọng điều chỉnh cơ cấu tổ chức và hoạt động giao dịch của thị trường phái sinh, cung cấp những biện pháp bảo vệ sự ổn định, bền vững của thị trường tài chính. Do vậy, hệ thống pháp lý đồng bộ, có hiệu lực cao là điều kiện cơ bản cần thiết cho sự tồn tại và phát triển của TTCK phái sinh. Hiện tại 03 quy chế hướng dẫn nghiệp vụ liên quan đến hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh bao gồm: Quy chế ký quỹ, bù trừ, Quy chế quản lý thành viên bù trừ và Quy chế Quỹ bù trừ. Qua thực tiễn hoạt động cho thấy, về cơ bản bộ 3 quy chế này đã đáp ứng được yêu cầu về hướng dẫn nghiệp vụ cho thành viên thị trường,

trong việc xây dựng hệ thống cũng như triển khai các nghiệp vụ liên quan đến chứng khoán phái sinh. Tuy nhiên, cần tiếp tục nghiên cứu, đánh giá để có những sửa đổi, bổ sung các quy chế và quy trình liên quan đến hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh phù hợp hơn với những biến động của thực tiễn. Cần có sự phối hợp chặt chẽ giữa NHNN với UBCKNN, VSD để tháo gỡ những vướng mắc trong quy trình nghiệp vụ giữa thành viên bù trừ với ngân hàng giám sát, lưu ký bằng những văn bản hướng dẫn cụ thể.

Mặt khác, theo lộ trình phát triển sản phẩm phái sinh, cần nghiên cứu khung pháp lý cho sản phẩm Hợp đồng quyền chọn, bởi theo kinh nghiệm của các nước có TTCK phái sinh phát triển thì sau thời gian đầu triển khai sản phẩm Hợp đồng tương lai thì sẽ cho ra đời tiếp sản phẩm Hợp đồng quyền chọn.

Thứ ba, tăng cường quản lý và giám sát thị trường. TTCK phái sinh là thị trường tài chính bậc cao với sự đa dạng của sản phẩm giao dịch, sự phức tạp của phương thức giao dịch,... vì vậy, sự quản lý và giám sát chặt chẽ với cơ chế phù hợp là rất quan trọng để đảm bảo cho thị trường ổn định và phát triển bền vững. Hệ thống giám sát TTCK Việt Nam được xây dựng theo mô hình giám sát hai cấp gồm UBCKNN và các Sở GD&ĐT. Đây là mô hình được sử dụng phổ biến ở các quốc gia trên thế giới. Hiện tại, bộ phận giám sát TTCK phái sinh đang tích hợp trong hệ thống giám sát TTCK nói chung, tuy nhiên, trong tương lai cần xây dựng hệ thống giám sát hoạt động giao dịch phái sinh riêng biệt, độc lập với việc vận hành hệ thống giám sát TTCK cơ sở.

Trong thời gian qua, VSD đã phối hợp chặt chẽ với HNX tổ chức giám sát thị trường khá hiệu quả, nhìn chung các thành viên bù trừ đều tuân thủ chặt chẽ quy định về hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh của nhà đầu tư, không để xảy ra các trường hợp nhà đầu tư mất khả năng thanh toán. VSD đã áp dụng cơ chế giám sát hàng ngày đối với mọi hoạt động của thành viên bù trừ và nhà đầu tư, khi phát hiện tài khoản của nhà đầu tư vi phạm tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ, VSD gửi

cảnh báo tức thời cho HNX để đình chỉ giao dịch trong phiên và thông báo cho thành viên bù trừ xử lý kịp thời ngay trong ngày phát sinh. Trong thực tế, đã có một số tài khoản nhà đầu tư vi phạm tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ và đều đã được xử lý ngay trong ngày (nộp bổ sung ký quỹ hoặc đóng bớt vị thế), không gây ra mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên, trong tương lai cần siết chặt hơn nữa vòng kiểm soát từ các thành viên bù trừ để nhận diện kịp thời các dấu hiệu bất thường và có biện pháp xử lý tương ứng theo Quy chế quản lý thành viên bù trừ hiện hành.

Mặc dù, trong thời gian qua, việc kết nối giữa hệ thống bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh của VSD với hệ thống của HNX, Vietinbank và các thành viên bù trừ cơ bản đã được đảm bảo liên tục, thông suốt, không xảy ra hiện tượng gián đoạn thông tin; việc truyền/nhận dữ liệu kết quả giao dịch, thông báo thế vị giữa HNX, VSD và thành viên bù trừ, truyền/nhận dữ liệu nộp/rút ký quỹ bằng tiền, thanh toán giá trị/lãi vị thế đã được thực hiện theo đúng quy chế, đảm bảo tính chính xác và an toàn, nhưng trong thời gian tới công tác quản lý rủi ro vẫn cần được tăng cường. Bởi đây vẫn là một điểm yếu cần khắc phục đối với thành viên bù trừ, cần có sự giám sát chặt chẽ hơn của cơ quan quản lý và tổ chức vận hành thị trường.

Thứ tư, nâng cao nhận thức và năng lực tham gia thị trường của các nhà đầu tư. Việc thực hiện các giao dịch phái sinh nói chung và chứng khoán phái sinh nói riêng hướng tới mục tiêu phòng ngừa và giảm thiểu rủi ro. Tuy nhiên, do đặc trưng của chứng khoán phái sinh mà bản thân chúng lại thiết kế để “đóng gói” những rủi ro này thành một tập hợp phức tạp. Nếu người sử dụng chúng thiếu hiểu biết sâu sắc và không có biện pháp phù hợp thì chính những giao dịch chứng khoán phái sinh này có thể tác động tiêu cực đến sự an toàn tài chính của các nhà đầu tư, các tổ chức tham gia thị trường. Vì vậy, cần phải có các kênh thông tin, các hình thức phổ biến kiến thức phù hợp về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh đến công chúng đầu tư nhằm nâng cao nhận thức và năng lực tham gia của họ. Các thông tin về

đặc điểm sản phẩm và các quy định liên quan đến chứng khoán phái sinh cần được công bố công khai trên các website để công chúng đầu tư dễ dàng tiếp cận nghiên cứu. Đồng thời, các công ty chứng khoán cần tổ chức các buổi hội thảo để tuyên truyền, tiếp cận, hướng dẫn nhà đầu tư cách thức tham gia giao dịch chứng khoán phái sinh và các quy định pháp lý liên quan.

Thứ năm, xây dựng cơ sở hạ tầng hiện đại, hệ thống thông tin minh bạch nhằm đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của thị trường. Cơ sở hạ tầng cho TTCK phái sinh đặc biệt là hệ thống công nghệ thông tin có một vị trí và vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường. Kinh nghiệm từ các quốc gia có TTCK phái sinh phát triển cho thấy, muốn đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường và triển khai việc giao dịch các sản phẩm phức tạp như giao dịch hợp đồng quyền chọn thì phải có hệ thống giao dịch trực tuyến hiện đại. Đặc biệt trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 hiện nay, việc đầu tư hiện đại hóa hệ thống công nghệ thông tin, xây dựng kho dữ liệu thông tin, mạng truyền thông tin đồng bộ và thông suốt giữa các bộ phận thị trường càng trở thành yêu cầu cấp thiết. Bên cạnh đó, việc minh bạch hóa thông tin cũng quan trọng không kém để tạo điều kiện cho các nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận sản phẩm, giúp họ tiết kiệm thời gian và chi phí trong việc nghiên cứu và đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình. Việc thực hiện các giao dịch chứng khoán phái sinh đòi hỏi phải có sự liên kết về thông tin giữa các tổ chức tài chính cung cấp dịch vụ trên thị trường. Đồng thời còn phải kết nối thông tin giữa TTCK phái sinh Việt Nam với các TTCK trên thế giới và trong khu vực như Singapore, Thái Lan, Nhật Bản, Hongkong, London, Hoa Kỳ,... để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào TTCK phái sinh Việt Nam.

Cuối cùng, để phát triển TTCK phái sinh một cách bền vững cần có lộ trình phát triển theo từng giai đoạn với các bước đi vững chắc. Là một quốc gia đi sau trong triển khai vận hành TTCK phái sinh, chúng ta cần tham khảo kinh nghiệm phát

triển và các bài học quốc tế về lộ trình phát triển sản phẩm, cấu trúc sản phẩm, cơ cấu tổ chức, vận hành thị trường... để không lặp lại các thất bại trong quản lý TTCK phái sinh đã từng xảy ra ở nhiều quốc gia. Chứng khoán phái sinh là công cụ phòng ngừa rủi ro nhưng ranh giới giữa phòng ngừa rủi ro và đầu cơ rất mong manh. Phát triển TTCK phái sinh tại Việt Nam cần đi những bước thận trọng nhằm phát huy tối đa những mặt tích cực của các sản phẩm phái sinh, đồng thời đặc biệt coi trọng quản trị rủi ro nhằm giảm thiểu tác động không mong muốn của các sản phẩm này. Quan điểm chỉ đạo của Chính phủ về phát triển TTCK phái sinh Việt Nam là sẽ đi từng bước chắc chắn, đảm bảo hạn chế những ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường cơ sở và ngược lại. Do đó, ngoài việc thực hiện các giải pháp nêu trên, cần xây dựng một lộ trình phát triển rõ ràng theo từng giai đoạn 2018-2020 và sau năm 2020.

Giai đoạn 2018-2020, tập trung vào phát triển sản phẩm chứng khoán phái sinh dựa trên hàng hóa cơ sở là các sản phẩm tài chính.

Giai đoạn sau 2020, tập trung phát triển và chuyên nghiệp hóa các giao dịch, đồng thời hướng tới một mô hình thống nhất TTCK phái sinh tập trung: các giao dịch phái sinh hàng hóa, giao dịch phái sinh tiền tệ và giao dịch phái sinh chứng khoán trên một sàn giao dịch tập trung.

4. Kết luận

Thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam ra đời thể hiện sự hoàn thiện cấu trúc tổ chức của TTCK Việt Nam trên con đường phát triển và hội nhập quốc tế. TTCK phái sinh ra đời giúp nhà đầu tư có thêm công cụ phòng ngừa và hạn chế rủi ro, bảo vệ được lợi nhuận trong quá trình đầu tư, vì vậy nó luôn được các nhà đầu tư trong và ngoài nước chờ đợi bởi tính hấp dẫn của nó. TTCK phái sinh là mảnh ghép quan trọng, tạo ra bức tranh hoàn thiện của TTCK Việt Nam, trong đó có cả hai mảng: thị trường tạo lập giá trị và thị trường bảo vệ giá trị. Trong giai đoạn đầu vận hành, bên cạnh những kết quả đạt được khá ngoạn mục, thị trường cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, thách thức của quá trình

phát triển. Với lợi thế của một nước đi sau, kế thừa được nhiều thành tựu, bài học kinh nghiệm của các quốc gia đi trước, với lộ trình phát triển thận trọng, từng bước đi rõ ràng, chắc chắn và giải pháp đồng bộ, TTCK phái sinh Việt Nam sẽ phát triển nhanh chóng trong tương lai một cách an toàn và bền vững. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Bộ Tài chính (2010), *Đề án xây dựng chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2020*.
2. Bộ Tài chính (2016), *Thông tư 11/2016/TT-BTC ngày 19/01/2016 của Bộ Tài chính về việc hướng dẫn một số điều của Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS*.
3. Bộ Tài chính (2017), *Thông tư 23/2017/TT-BTC ngày 16/03/2017 của Bộ Tài chính về việc Thông tư 11/2016/TT-BTC ngày 19/01/2016 của Bộ Tài chính về việc hướng dẫn một số điều của Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS*.
4. Chính phủ (2015), *Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS*.
5. Văn Giáp, (5/4/2018), *Thị trường chứng khoán phái sinh tiếp tục tăng trưởng mạnh*, <http://bnews.vn/thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-tiep-tuc-tang-truong-manh/80871.html>.
6. Minh Hải (5/2/2018), *Đa dạng sản phẩm phái sinh để phát triển*, <http://www.nhandan.com.vn/chungkhoa/chungkhoa-tinnganh/item/35581902-da-dang-san-pham-phai-sinh-de-phat-trien.html>.
7. HNX (2017), *Báo cáo tổng kết TTCK phái sinh Việt Nam sau 5 tháng hoạt động*.
8. Nguyễn Thành Long (2013), *Tái cấu trúc TTCK Việt Nam*, đề tài NCKH cấp Bộ, UBCKNN.
9. Trần Cao Nguyên (2004), *Cơ sở lý luận và thực tiễn để hình thành TTCK phái sinh ở Việt Nam*, đề tài NCKH cấp Bộ, Vụ phát triển thị trường - UBCKNN.

10. Võ Thị Phương (2016), *Phát triển TTCK phái sinh - Kinh nghiệm từ các nước Châu Á*, Tạp chí Tài chính kỳ 1 tháng 5/2016.

11. Duy Thái, (2/1/2018), *Thị trường chứng khoán phái sinh và những con số “biết nói”*, <http://thoibaotaichinhvietnam.vn/pages/thoisu/2018-01-02/thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-va-nhung-con-so-biet-noi-52202.aspx>.

12. Thủ tướng Chính phủ, (2014), *Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ về Đề án Xây dựng và phát triển TTCKPS tại Việt Nam*.

Summary

Vietnam's derivative stock market has officially come into operation, marking a new development of Vietnam stock market. The presence of the derivative stock market is an improving step to perfect the financial market of Vietnam according to international practice, helping investors to prevent risks and diversify investment products, thereby increasing the attractiveness and investment opportunities on the stock market. In the first stage of operation, besides the remarkable achievements, the market also implies many risks and challenges of the development process. The article considers the necessary conditions for the operation of derivative stock market in order to confirm the appropriate starting time of the derivative stock market of Vietnam, assess the actual state of market performance, identify the possible problems and propose comprehensive solutions for the sustainable development of Vietnam's derivative stock market in the future.