

Vai trò của các định chế tài chính đối với thị trường chứng khoán phái sinh

NGUYỄN THỊ HOÀI LÊ

Sau 15 năm hình thành và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, ngày 5-5-2015, Thủ tướng Chính phủ ban hành Nghị định số 42/2015/NĐ-CP quy định về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh. Thị trường phái sinh vận hành hiệu quả cần có nhiều điều kiện như cơ sở hạ tầng, hành lang pháp lý, các chủ thể tham gia thị trường, các sản phẩm... trong đó không thể không nói đến vai trò của các định chế tài chính. Bài viết sẽ làm rõ vấn đề này tại Việt Nam, qua đó cung cấp thêm các đánh giá về tiềm năng của thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam.

Từ khóa: định chế tài chính, thị trường chứng khoán phái sinh.

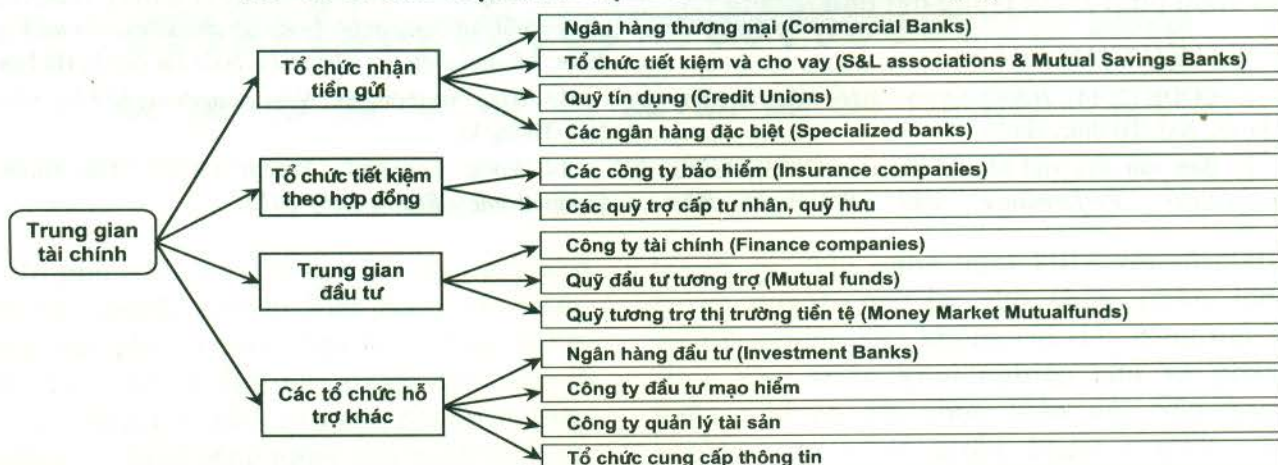
1. Các định chế tài chính trong nền kinh tế

Trong nền kinh tế, bên cạnh những chủ thể có vốn nhàn rỗi vẫn luôn tồn tại các chủ thể thiếu vốn, từ đó nảy sinh nhu cầu chuyển vốn từ chủ thể thừa vốn đến chủ thể thiếu vốn. Ban đầu các định chế tài chính trung gian hay còn gọi là các ngân hàng trung gian được định nghĩa là các tổ chức có tư cách pháp nhân kinh doanh trong lĩnh vực tài chính tiền tệ được hình thành với vai trò cơ bản là dẫn vốn trong nền kinh tế (Mishkin, 1997). Tuy nhiên, sự phát triển của thị trường chứng khoán đòi hỏi phải có những trung gian tài chính chuyên hoạt động cung cấp các dịch vụ như tư vấn bảo lãnh phát hành chứng khoán, môi giới chứng khoán,

nhận ủy thác quản lý đầu tư... Những định chế này còn được gọi là trung gian tài chính phi ngân hàng nhằm phân biệt với chức năng của ngân hàng thương mại (NHTM) truyền thống (Robert C. Merton & Zvi Bodie, 1999). Xu hướng kinh doanh tổng hợp ngày nay đã hình thành nên những tập đoàn tài chính tổng hợp (Universal Banks) cung cấp hàng loạt các dịch vụ tài chính cho khách hàng từ dịch vụ ngân hàng, chứng khoán đến bảo hiểm. Đây được hiểu là những định chế tài chính cùng lúc làm nghiệp vụ của nhiều trung gian tài chính.

Dựa vào đặc thù hoạt động kinh doanh chủ yếu, các định chế tài chính ở các nước có thị trường tài chính phát triển được phân loại theo các nhóm khác nhau như trong sơ đồ 1 dưới đây.

SƠ ĐỒ 1: Các loại hình định chế tài chính trung gian



Nguồn: Frederic S. Mishkin, 2004.

Nguyễn Thị Hoài Lê, PGS.TS., Viện Hàn lâm khoa học xã hội Việt Nam.

Các tổ chức nhận tiền gửi (sau đây gọi tắt là các ngân hàng) là những tổ chức trung gian tài chính, nhận tiền gửi từ các cá nhân, các tổ chức và cho vay. Việc nghiên cứu thị trường tiền tệ và hoạt động của các ngân hàng thường tập trung vào nhóm những tổ chức tài chính này (gồm: các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng) - đây là các tổ chức có liên quan đến việc tạo ra tiền gửi, thành phần quan trọng của cung tiền.

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng, như công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư, là những tổ chức trung gian tài chính có vốn được huy động một cách định kỳ trên cơ sở hợp đồng. Do có thể dự tính khá chính xác mức mà các tổ chức này sẽ phải thanh toán trong các năm tới khi các hợp đồng đáo hạn nên các tổ chức này không lo lắng nhiều về khả năng hụt vốn như các tổ chức nhận tiền gửi và thường không coi trọng tính thanh khoản của các tài sản có như các tổ chức nhận tiền gửi. Xu hướng đầu tư vốn của họ trước hết dành cho các chứng khoán dài hạn như trái phiếu công ty, cổ phần và các khoản cho vay thế chấp mua bất động sản.

Các trung gian đầu tư bao gồm công ty tài chính, quỹ đầu tư. Công ty tài chính huy động vốn bằng cách bán thương phiếu và phát hành cổ phiếu, trái phiếu. Công ty tài chính cho người tiêu dùng vay vốn để mua sắm đồ đạc, ô tô, tu bổ nhà và cho các doanh nghiệp nhỏ vay. Một số công ty tài chính là đầu mối tiêu thụ các sản phẩm của các công ty mẹ ví dụ, công ty tín dụng Ford Motors cho người tiêu dùng vay vốn để mua các xe do hãng sản xuất. Quỹ đầu tư cho phép nhà đầu tư thực hiện đa dạng hóa danh mục đầu tư thông qua việc tập trung các nguồn vốn để có thể mua được những lô lớn cổ phiếu hoặc trái phiếu với chi phí giao dịch nhỏ.

Các tổ chức hỗ trợ khác như ngân hàng đầu tư (Investment Bank - IB), hoặc công ty chứng khoán là một trung gian tài chính thực hiện chức năng cơ bản là tư vấn, bảo

lãnh phát hành chứng khoán cho các chủ thể trong nền kinh tế (bao gồm các doanh nghiệp, chính quyền địa phương, chính phủ, quỹ đầu tư). Gần đây, các ngân hàng đầu tư đã mở rộng hoạt động của mình sang nhiều lĩnh vực khác nhau và trở thành một chủ thể kinh doanh đa năng.

Có thể nói mọi quan hệ kinh tế trong nền kinh tế thị trường đều phần lớn thực hiện thông qua quan hệ tiền tệ và chủ yếu là thông qua hoạt động của hệ thống trung gian tài chính. Nhờ đó, tiền tiết kiệm của các cá nhân, các tổ chức được huy động vào quá trình vận động của nền kinh tế và đây chính là nguồn lực quan trọng để bộ máy của nền kinh tế hoạt động.

2. Vai trò của các định chế tài chính đối với thị trường chứng khoán phái sinh

Thị trường chứng khoán phái sinh là nơi giao dịch các loại chứng khoán phái sinh (CKPS) khác nhau. Chứng khoán phái sinh là những hợp đồng tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào giá trị hoặc mức độ sinh lời của một tài sản khác được gọi là tài sản tham chiếu hay tài sản cơ sở (underlying asset)¹. Tài sản cơ sở bao gồm hàng hóa thông thường, cổ phiếu, trái phiếu, chỉ số chứng khoán, lãi suất hoặc tỷ giá. Sản phẩm CKPS bao gồm nhiều sản phẩm khác nhau, nhưng thường được chia làm bốn nhóm sản phẩm chính: hợp đồng kỳ hạn (Forwards); hợp đồng tương lai (Futures); hợp đồng quyền chọn (Options) và hợp đồng hoán đổi (Swaps).

CKPS ra đời nhằm cung cấp cho thị trường các công cụ tài chính giúp giảm thiểu rủi ro (Hedging). Ngày nay, CKPS đã phát triển đến một trình độ cao với sự ra đời của hàng loạt gốc phái sinh đa dạng, tạo ra các sản phẩm tài chính hiện đại đáp ứng nhu cầu đa dạng của các chủ thể tham gia thị trường. CKPS không còn chỉ là công cụ giảm thiểu rủi ro mà còn trở thành công cụ đầu cơ,

1. Don M. Chance & Robert Brooks, "Derivatives and Risk management", 7th edn, 2007, p 518.

kinh doanh rủi ro nhằm đáp ứng nhu cầu chấp nhận rủi ro cao nhưng hứa hẹn mức sinh lời hấp dẫn của các nhà đầu tư mạo hiểm.

CKPS là một sản phẩm của sáng tạo tài chính và nó nhanh chóng trở thành một sản phẩm quan trọng của các định chế tài chính. Các định chế này đóng vai trò là trung gian, thành viên giao dịch, thanh toán bù trừ, đồng thời cũng là người sử dụng trực tiếp sản phẩm phái sinh trong vai trò nhà đầu tư. Cụ thể:

(1) Các định chế tài chính đóng vai trò trung gian, thành viên giao dịch; kết nối nhu cầu người mua và bán CKPS, từ đó làm tăng tính thanh khoản cho thị trường.

Nguyên tắc cơ bản của thị trường chứng khoán nói chung và thị trường CKPS nói riêng là nguyên tắc trung gian, theo đó việc giao dịch CKPS sẽ thực hiện thông qua vai trò trung gian của các định chế tài chính. Theo Nghị định 42, các định chế này tại Việt Nam được gọi là các thành viên giao dịch CKPS và được thực hiện nghiệp vụ tự doanh và môi giới CKPS. Ngoài ra, các định chế tài chính cũng có thể tham gia thị trường trong vai trò thành viên tạo lập thị trường cho một hoặc một số CKPS – sẵn sàng thực hiện giao dịch mua và bán CKPS tại các mức giá và số lượng đã yết.

Về cơ bản, các định chế tài chính thực hiện công việc môi giới và tạo lập thị trường với hai mục tiêu chủ yếu: đảm bảo tính thanh khoản của thị trường và tìm kiếm lợi nhuận. Tuy nhiên, mục tiêu thứ nhất luôn được đặt lên hàng đầu trong đó, các định chế tài chính có vai trò duy trì hoặc bình ổn hoạt động của thị trường bằng cách hoạt động như một nhà môi giới và kinh doanh CKPS. Đặc biệt, với vai trò nhà tạo lập thị trường, các định chế tài chính được yêu cầu duy trì thị trường hoạt động ổn định bằng cách mua và bán chứng khoán từ tài khoản của chính họ. Các nhà tạo lập thị trường duy trì một danh mục đầu tư CKPS của riêng mình và đưa ra giá

chào mua và giá chào bán tại đó họ có nghĩa vụ đáp ứng ít nhất nhu cầu giới hạn của lệnh thị trường, do đó, đã tạo ra tính lỏng cho các CKPS và làm cho thị trường hoạt động liên tục.

Để thực hiện vai trò trung gian giao dịch CKPS, hầu hết các nước đều đưa ra tiêu chuẩn đối với thành viên giao dịch. Cụ thể, theo Nghị định 42, Công ty chứng khoán thực hiện hoạt động môi giới CKPS phải có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu từ 800 tỷ đồng trở lên, đồng thời phải đáp ứng các yêu cầu về kết quả kinh doanh, tỷ lệ vốn khả dụng, quy trình nghiệp vụ theo hướng dẫn của Bộ Tài chính. Giám đốc hoặc tổng giám đốc, phó (tổng) giám đốc phụ trách nghiệp vụ và tối thiểu 5 nhân viên cho mỗi hoạt động kinh doanh CKPS dự kiến đăng ký có chứng chỉ hành nghề chứng khoán và chứng chỉ chuyên môn về CKPS và thị trường CKPS; không đang trong quá trình hợp nhất, sáp nhập, giải thể hoặc đang trong tình trạng kiểm soát, kiểm soát đặc biệt, đình chỉ hoạt động, tạm ngừng hoạt động theo quyết định của cơ quan có thẩm quyền. Những quy định này nhằm đảm bảo thành viên giao dịch là những định chế tài chính có đủ năng lực tài chính, uy tín và đạo đức nghề nghiệp để thực hiện chức năng tạo lập thanh khoản cho thị trường.

(2) Các định chế tài chính đóng vai trò thành viên bù trừ trên thị trường chứng khoán phái sinh.

Giao dịch CKPS tại các sở giao dịch, thị trường CKPS đều là hình thức giao dịch có tổ chức giữa nhiều bên mua bán với nhau. Để luôn đảm bảo nghĩa vụ thực hiện hợp đồng cũng như sự an toàn cho tất cả các bên tham gia mua bán, giảm thiểu chi phí giao dịch, đòi hỏi việc thanh toán tiền và chuyển giao CKPS cũng phải được một cách có tổ chức. Khi giao dịch CKPS đã được xác nhận thực hiện, việc chuyển giao CKPS và thanh toán tiền sẽ được thực hiện bằng hình thức chuyển khoản trên các tài khoản thông qua các bút toán ghi sổ, thay vì

chuyển giao vật chất trực tiếp như trong hình thức giao dịch tự phát. Chính đòi hỏi này đã dẫn đến sự ra đời của loại hình dịch vụ là đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán các giao dịch CKPS để hỗ trợ cho việc thực hiện và hoàn tất các giao dịch trên thị trường CKPS theo hình thức ghi sổ. Sự xuất hiện của các loại hình dịch vụ này đã kéo theo sự ra đời của các tổ chức cung ứng các dịch vụ đó và thường là các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán.

Tại Việt Nam, Nghị định 42 đã nêu rõ công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài có thể là:

- Thành viên bù trừ chung: thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS của mình, các khách hàng môi giới của mình và cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS cho các thành viên không bù trừ và khách hàng của các thành viên không bù trừ đó.

- Thành viên bù trừ trực tiếp: chỉ được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh của mình và các khách hàng môi giới của mình.

- Thành viên giao dịch không bù trừ là thành viên giao dịch không được làm thành viên bù trừ.

Việc cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS của công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài phải được ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh. Cụ thể:

- Đối với thành viên bù trừ trực tiếp: là ngân hàng thương mại có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu đạt từ năm nghìn (5.000) tỷ đồng trở lên; hoặc là công ty chứng khoán có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu từ chín trăm (900) tỷ đồng trở lên;

- Đối với thành viên bù trừ chung: là ngân hàng thương mại có vốn điều lệ, vốn

chủ sở hữu đạt từ 7.000 tỷ đồng trở lên; hoặc là công ty chứng khoán có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu đạt từ 1.200 tỷ đồng trở lên.

Ngoài ra, các định chế này còn phải đáp ứng yêu cầu về kết quả kinh doanh, tỷ lệ vốn khả dụng (đối với công ty chứng khoán) hoặc tỷ lệ an toàn vốn, vốn cấp cho chi nhánh (đối với ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài) và quy trình nghiệp vụ cho hoạt động bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh theo hướng dẫn của Bộ Tài chính.

(3) Các định chế tài chính sử dụng trực tiếp chứng khoán phái sinh với mục đích tương tự nhà đầu tư: phòng ngừa rủi ro; đầu cơ và kinh doanh chênh lệch giá.

Một trong những ứng dụng truyền thống của các sản phẩm phái sinh là phòng ngừa rủi ro. Chẳng hạn, một ngân hàng thương mại có các khoản vay theo lãi suất thả nổi muốn giảm thiểu rủi ro lãi suất thị trường gia tăng có thể thực hiện hợp đồng hoán đổi lãi suất (IRS) để hoán đổi lãi suất thả nổi thành lãi suất cố định. Các định chế tài chính cũng có thể thực hiện đầu cơ rủi ro với CKPS bằng cách đưa ra các dự đoán biến động tương lai của thị trường và đánh cược với dự đoán đó. Ngoài ra, các quỹ đầu tư có thể dùng hợp đồng phái sinh để gia công, chế biến rủi ro vào các sản phẩm hiện có trong danh mục đầu tư, từ đó tạo thành một danh mục đầu tư mới với các đặc điểm khác với danh mục đầu tư gốc.

Trong quá trình thực hiện các vai trò cơ bản nêu trên, các định chế tài chính cũng nhận được khá nhiều lợi ích dưới hình thức như là phí dịch vụ; đáp ứng tốt hơn nhu cầu khách hàng bằng các sản phẩm chuyên biệt, thiết kế theo nhu cầu khách hàng, từ đó tạo cơ sở để gia tăng và đa dạng hoá khách hàng, tăng cường khả năng cạnh tranh đồng thời khẳng định vị thế của định chế tài chính trên thị trường tài chính hiện đại. Theo đánh giá của Global Finance Magazine, các nhà cung cấp sản phẩm, dịch

vụ phái sinh tốt nhất năm 2014 là các định chế tài chính hàng đầu thế giới.

BẢNG 1: Các nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh tốt nhất năm 2014

Bắc Mỹ	Nhà cung cấp
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh lãi suất tốt nhất	CitiBank of America
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh tín dụng tốt nhất	Merrill Lynch
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh chứng khoán tốt nhất	Citi Bank of America
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh ngoại tệ tốt nhất	Merrill Lynch
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh hàng hóa tốt nhất	Golman Sachs
Châu Âu	Nhà cung cấp
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh lãi suất tốt nhất	Deutsche Bank
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh tín dụng tốt nhất	BNP Paribas
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh chứng khoán tốt nhất	Societe Generale
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh ngoại tệ tốt nhất	Deutsche Bank
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh hàng hóa tốt nhất	BNP Paribas
Châu Á	Nhà cung cấp
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh lãi suất tốt nhất	HSBC
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh tín dụng tốt nhất	Nomura
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh chứng khoán tốt nhất	Societe Generale
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh ngoại tệ tốt nhất	Standard Chartered
Nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ phái sinh hàng hoá tốt nhất	ANZ
Châu Mỹ Latinh	Nhà cung cấp
Nhà cung cấp dịch vụ, sản phẩm phái sinh tốt nhất	Itau BBA
Trung Đông	Nhà cung cấp
Nhà cung cấp dịch vụ, sản phẩm phái sinh tốt nhất	HSBC

Nguồn: Global Finance Magazine, 2014.

3. Tiềm năng của các định chế tài chính trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam trong thời gian tới

Hệ thống các định chế tài chính ở Việt Nam hiện nay ghi nhận nhiều loại hình khác nhau gồm các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty bảo hiểm, công ty tài chính... Tuy nhiên, cũng giống như các quốc gia khác trong khu vực như Xingapo, Malaixia, Việt Nam là một quốc gia mà hoạt động của ngân hàng thương mại vẫn đang là hoạt động chủ chốt trong việc cung ứng và phân bổ vốn cho nền kinh tế. Nghiên cứu của Cấn

Văn Lực (2014) cho thấy quy mô vốn cung ứng cho nền kinh tế của các tổ chức tài chính Việt Nam (tháng 6-2014) đạt 4,57 triệu tỷ đồng (xấp xỉ 152% GDP), trong đó hệ thống ngân hàng thương mại chiếm 80,5%, thị trường chứng khoán 18,5%, thị trường bảo hiểm 0,5%, bảo hiểm xã hội 1%; Tổng dư nợ tín dụng khoảng 3,5 triệu tỷ đồng (100% GDP), quy mô của thị trường chứng khoán khoảng hơn 1 triệu tỷ đồng (28,6% GDP), quy mô thị trường bảo hiểm khoảng 70 nghìn tỷ đồng (2% GDP). Như vậy có thể thấy, ngân hàng thương mại hiện đang đóng vai trò là định chế tài chính quan trọng nhất trên thị trường tài chính

hiện nay, tiếp đến là các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ... Với việc vận hành thị trường CKPS trong thời gian tới,

các định chế này có tiềm năng không nhỏ trong việc thực hiện các vai trò cơ bản đã phân tích trong phần trước.

BẢNG 2: Hệ thống các định chế tài chính ở Việt Nam

Các định chế tài chính	Tỷ trọng tổng tài sản trong hệ thống tài chính	Cơ quan quản lý
Ngân hàng và phi ngân hàng: 5 ngân hàng thương mại nhà nước là chủ sở hữu chính 2 ngân hàng chính sách/ngân hàng phát triển 34 ngân hàng thương mại cổ phần 4 Ngân hàng đầu tư, 5 ngân hàng 100% vốn nước ngoài 50 chi nhánh ngân hàng nước ngoài và 49 văn phòng đại diện 915 hợp tác xã tín dụng và quỹ tín dụng và quỹ tín dụng 18 công ty tài chính, 12 công ty cho thuê tài chính	80,5%	Ngân hàng Nhà nước (SBV)
Trái phiếu (Chính phủ, công ty, ngân hàng)	7%	
Bảo hiểm: 53 công ty bảo hiểm	0,5%	Bộ Tài chính (MOF)
Chứng khoán: 106 công ty chứng khoán, 47 công ty quản lý quỹ, 24 quỹ đầu tư 6 ngân hàng lưu ký và 1 ngân hàng thanh toán chỉ định 419 công ty và 583 cổ phiếu được niêm yết trên 2 sân chứng khoán	11%	Ủy ban Chứng khoán nhà nước (SSC)
Khác: bảo hiểm xã hội - Cơ quan bảo hiểm tiền gửi Việt Nam - Hệ thống tài chính không chính thức	1% n.a n.a	Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước quản lý chưa đầy đủ

Nguồn: Trích lại từ Cấn Văn Lực (2014).

(1) Vai trò trung gian, thành viên giao dịch

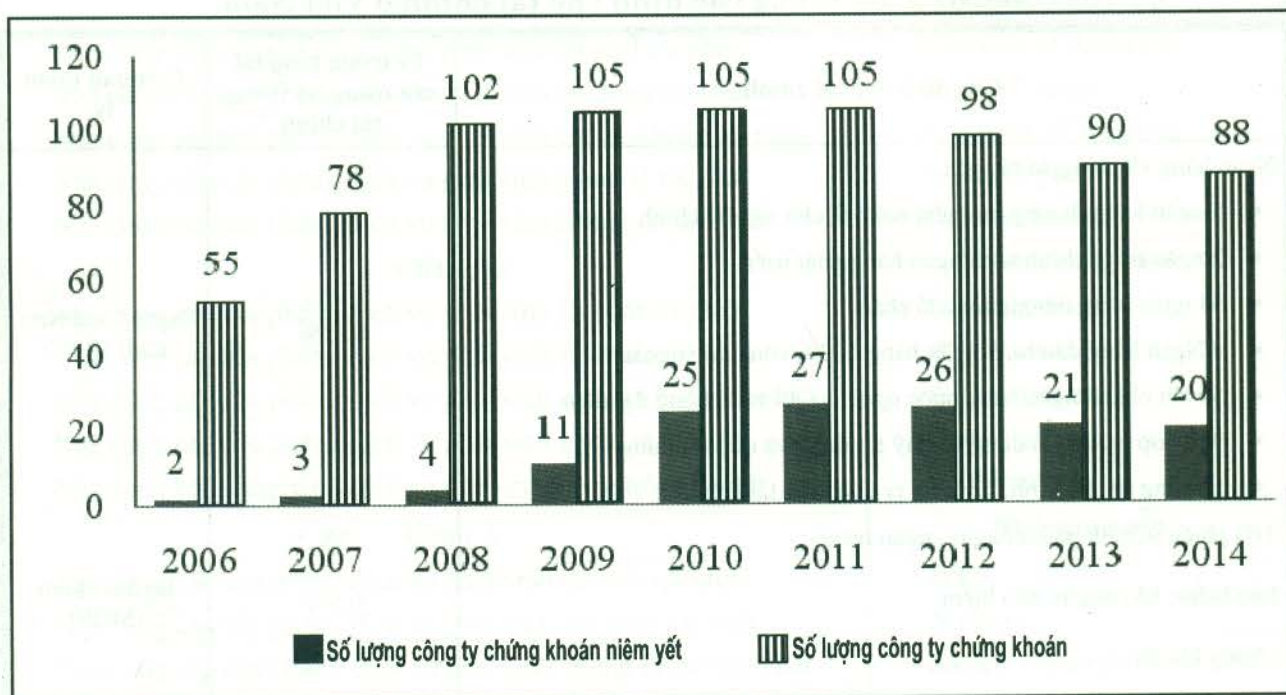
Vai trò này đang được thực hiện thông qua các tổ chức kinh doanh chứng khoán là các công ty chứng khoán được cấp phép đầy đủ nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán theo quy định tại Luật chứng khoán. Thực tế cho thấy số lượng các công ty chứng khoán tăng nhanh và đạt đỉnh điểm là năm 2011 với 105 công ty chứng khoán (trong đó có 27 công ty chứng khoán niêm yết). Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu và suy thoái kinh tế giai đoạn 2007-2009 cũng như sự đổ vỡ bong bóng thị trường chứng khoán năm 2008, các công ty chứng

khoán đã bộc lộ những yếu kém và bất cập. Kể từ năm 2012, với “Đề án tái cấu trúc thị trường chứng khoán” được Chính phủ thông qua, các công ty chứng khoán được kiểm soát chặt chẽ hơn theo hướng lành mạnh hóa, duy trì các công ty có khả năng tồn tại vững chắc và giảm bớt số lượng các công ty chứng khoán yếu kém. Nhiều công ty chứng khoán không còn đủ khả năng tiếp tục hoạt động đã phải giải thể, phá sản, sáp nhập hoặc bị yêu cầu ngừng hoạt động dẫn đến số lượng các công ty chứng khoán có xu hướng giảm dần. Tính đến cuối năm 2014, trên thị trường chỉ có khoảng 88 công ty chứng khoán còn hoạt

động trong đó có 85 công ty hoạt động bình thường và 4 công ty ở trong tình trạng bị

kiểm soát đặc biệt hoặc có nguy cơ bị giải thể.

HÌNH 1: Số lượng các công ty chứng khoán từ năm 2006 – 2014



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán nhà nước và nhóm tác giả tổng hợp.

Để thực hiện hoạt động môi giới CKPS, yêu cầu vốn điều lệ tối thiểu của công ty chứng khoán là 800 tỷ đồng. Tuy nhiên, tính đến cuối năm 2014, trong số 85 công ty chứng khoán hoạt động bình thường có 35,5% công ty chứng khoán có mức vốn điều lệ từ 300 tỷ trở lên và trên 1.000 tỷ đồng chỉ có 7,05%. Điều này cho thấy quy mô vốn hiện nay của các công ty chứng khoán còn khá nhỏ và không có nhiều công ty chứng khoán đủ điều kiện để tham gia làm thành viên giao dịch trên thị trường CKPS (bảng

3). Nếu so sánh với các ngân hàng thương mại, Công ty bảo hiểm, Công ty tài chính hiện đang niêm yết trên thị trường thì quy mô tài sản của các công ty chứng khoán vẫn thấp hơn khá nhiều. Bảng 4 cho thấy, tính đến cuối năm 2013 bình quân tổng tài sản của một ngân hàng thương mại đạt khoảng 271.700 tỷ đồng, con số này đối với Công ty bảo hiểm là 5.150 tỷ đồng, trong khi công ty chứng khoán chỉ là 1.428 tỷ đồng chưa bằng 30% mức trung bình của công ty bảo hiểm.

BẢNG 3: Quy mô vốn của mẫu khảo sát 77 công ty chứng khoán

(Đơn vị: %)

Tỷ trọng công ty chứng khoán	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Trên 1.000 tỷ đồng	4,90	6,67	8,57	7,62	7,62	7,22	7,05
Từ 300 đến 1.000 tỷ đồng	21,57	25,71	24,76	23,81	25,71	26,8	28,25
Dưới 300 tỷ đồng	73,53	67,62	66,67	68,57	66,67	65,98	64,7

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính của các công ty chứng khoán, giai đoạn 2008 - 2014.

BẢNG 4: Bình quân tổng tài sản của các định chế tài chính Việt Nam

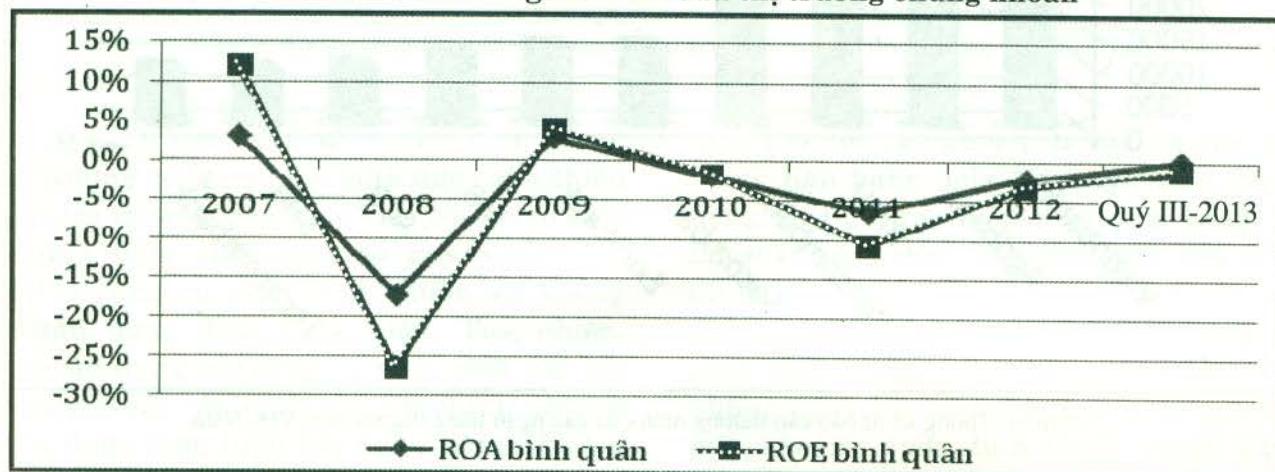
Định chế tài chính (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013
Công ty bảo hiểm	3.806	3.825	3.878	5.150
Công ty chứng khoán	2.287	1.563	1.405	1.428
Ngân hàng thương mại	190.094	230.161	246.112	271.700

Nguồn: HOSE, HNX, báo cáo tài chính của các định chế tài chính.

Mặt khác, hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán nhạy cảm cao với tình hình biến động của thị trường chứng khoán do các dịch vụ chính đem lại thu nhập lớn mà các công ty chứng khoán cung ứng đều phụ thuộc vào thị trường. Khi xảy ra khủng hoảng tài chính năm 2008, thị trường chứng khoán sụp đổ và các công ty chứng khoán cũng chịu thiệt hại nặng nề (VN-Index mất khoảng 80% giá trị và hệ số ROA và ROE bình quân của các công ty chứng khoán hạ xuống mức rất thấp, ROA

xuống giá trị -17,2% còn ROE giảm mạnh còn -26,46%). Năm 2009, khi thị trường chứng khoán có dấu hiệu khởi sắc, các hệ số khả năng sinh lời lại có xu hướng tăng trở lại trước khi biến động giảm cùng với đà giảm của thị trường chứng khoán năm 2010 và 2011. Từ năm 2011 đến nay, thị trường chứng khoán có dấu hiệu phục hồi và tăng điểm, các hệ số khả năng sinh lời của các công ty chứng khoán cũng có xu hướng tăng trở lại, tuy rằng bình quân vẫn đang ở mức âm.

HÌNH 2: Khả năng sinh lời của thị trường chứng khoán



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo tài chính của thị trường chứng khoán.

Như vậy, với quy mô vốn, khả năng tài chính và khả năng sinh lời cùng với lịch sử phát triển nêu trên, để có thể tham gia vào thị trường phái sinh với vai trò các trung gian tài chính, các công ty chứng khoán Việt Nam cần có những giải pháp căn bản để tăng năng lực, củng cố tình hình tài chính và hoạt động kinh doanh nhằm cải thiện vị thế hiện tại trên thị trường tài chính.

(2) Vai trò thanh toán bù trừ

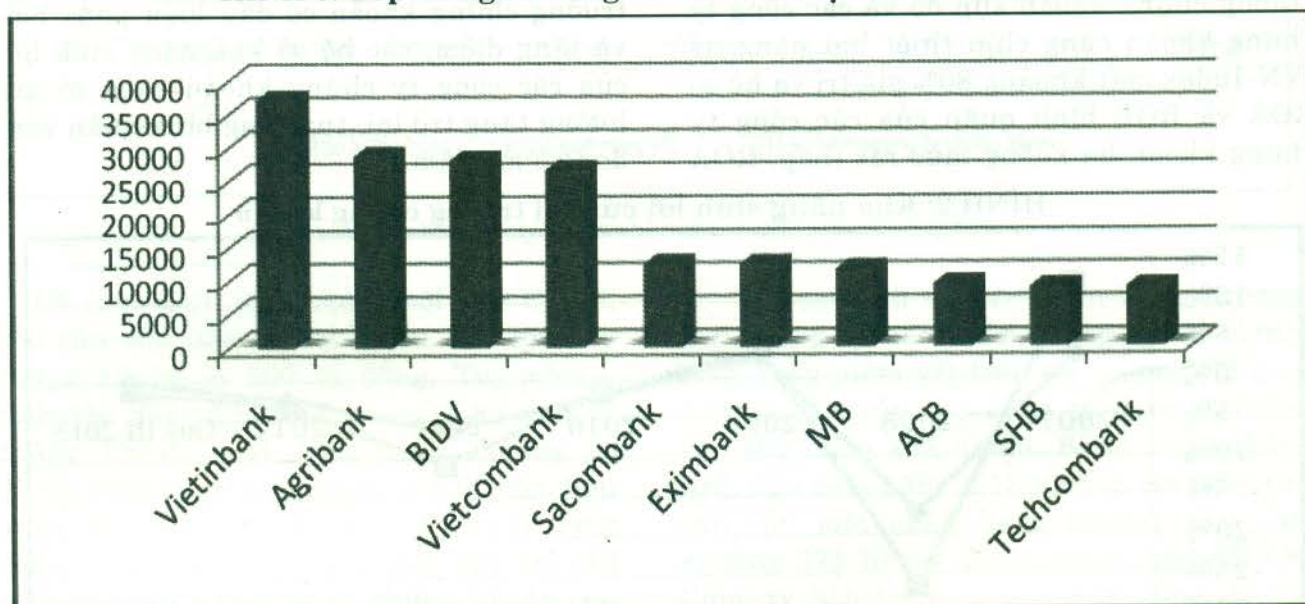
Với vai trò này, ngoài sự tham gia của các công ty chứng khoán còn có các ngân hàng thương mại. Có thể thấy rõ lợi thế ngân hàng thương mại cả dưới góc độ về tiềm lực tài chính và vị thế trên thị trường. Tính đến thời điểm hiện nay, sau quá trình tái cơ cấu hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015, hệ thống ngân hàng thương mại Việt

Nam còn 31 ngân hàng trong đó có 1 ngân hàng thương mại nhà nước (Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn), 3 ngân hàng trách nhiệm hữu hạn một thành viên do nhà nước làm chủ sở hữu, 66 ngân hàng 100% vốn nước ngoài cũng như chi nhánh và văn phòng đại diện các ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam và 4 ngân hàng liên doanh.

Với tác động của quá trình tái cơ cấu, các ngân hàng thương mại đã quan tâm hơn đến đổi mới, nâng cao hiệu quả hệ thống quản trị, điều hành, hệ thống kiểm soát, kiểm toán nội bộ và rà soát, kiện toàn tổ chức bộ máy, sắp xếp lại mạng lưới, đồng thời từng bước cơ cấu lại hoạt động kinh doanh và danh mục tài sản, nâng cao năng lực cạnh tranh, tăng

cường ứng dụng công nghệ thông tin và hiện đại hóa công nghệ ngân hàng; nỗ lực cải thiện năng lực tài chính và tăng vốn điều lệ để mở rộng hoạt động và nâng cao khả năng đối phó với rủi ro. Tính đến ngày 30-11-2014, vốn điều lệ toàn hệ thống đạt 435,29 nghìn tỷ đồng, tăng 3,2% so với cuối năm 2013, tăng 23% so với cuối năm 2011. Hình 3 thể hiện quy mô vốn điều lệ của top 10 ngân hàng thương mại có vốn điều lệ lớn nhất năm 2014, trong đó quy mô 4 ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước nắm tỷ lệ sở hữu chi phối vượt xa các ngân hàng thương mại cổ phần còn lại trong nhóm. Năm 2014, Vietinbank là ngân hàng thương mại cổ phần có quy mô vốn điều lệ lớn nhất đạt mức 37.234 tỷ đồng.

HÌNH 3: Top 10 ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất năm 2014

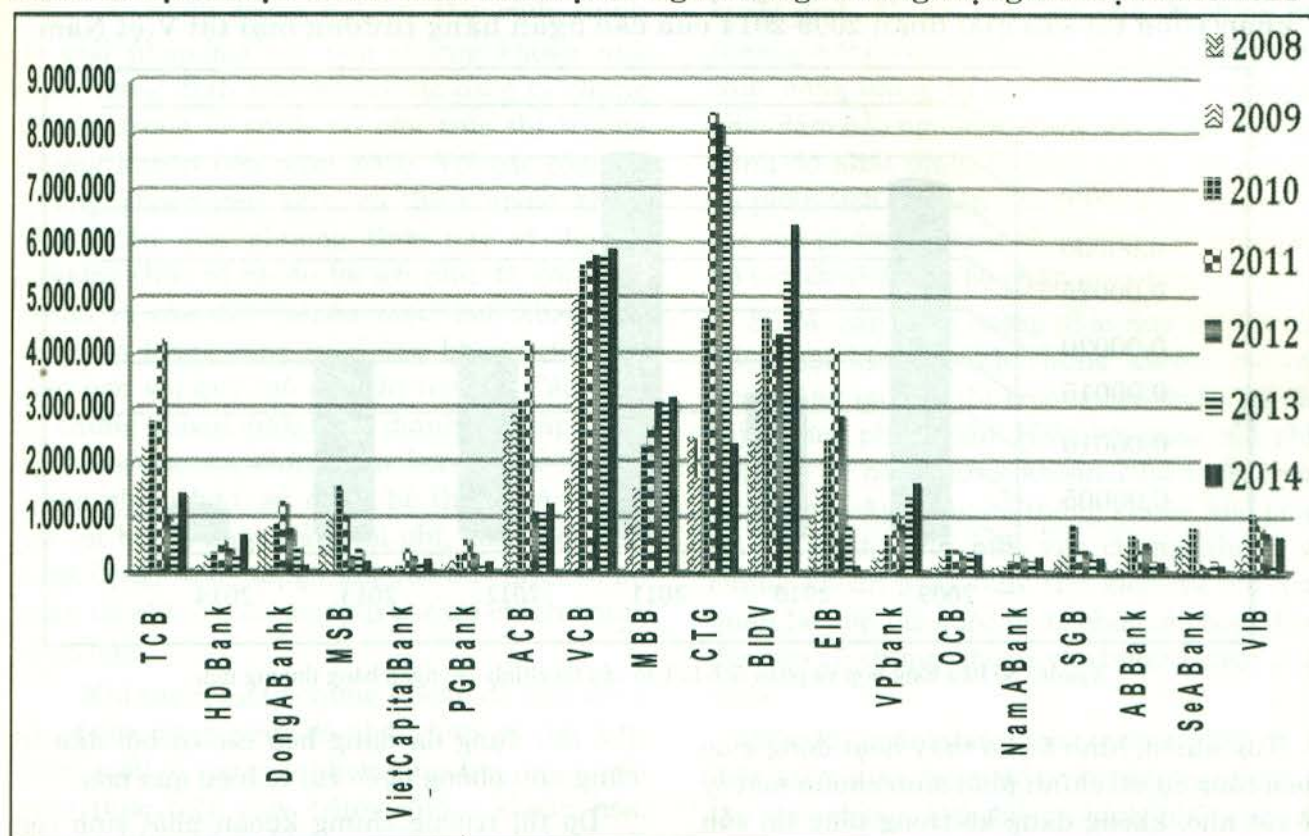


Nguồn: Thống kê từ báo cáo thường niên của các ngân hàng thương mại Việt Nam.

Ngoài ra, theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước, đến thời điểm ngày 30-6-2014, tổng tài sản của toàn hệ thống đạt hơn 5.960 tỷ đồng, tăng gần 206 tỷ tương đương 3,74% so với cuối năm 2013. Trong đó, tổng tài sản của các ngân hàng thương mại cổ phần và ngân hàng thương mại cổ phần Nhà nước là hơn 5.160 tỷ đồng. Xu hướng chung cho kết quả hoạt động kinh doanh của các ngân hàng thương mại là, tăng mạnh vào năm 2011 và sau đó giảm dần. Mặc dù

trong 3 năm trở lại đây kết quả hoạt động hệ thống ngân hàng thương mại chưa thực sự ấn tượng song đã có một số cải thiện. Với xu hướng tái cơ cấu mạnh mẽ như hiện nay, việc tăng trưởng trở lại cũng như tăng cường vị thế của hệ thống ngân hàng thương mại là điều hoàn toàn có thể xảy ra. Đây cũng là tiền đề giúp các ngân hàng thương mại tham gia vào quá trình vận hành thị trường CKPS với vai trò thanh toán bù trừ hiệu quả hơn.

HÌNH 4: Lợi nhuận trước thuế của một số ngân hàng thương mại giai đoạn 2008-2014



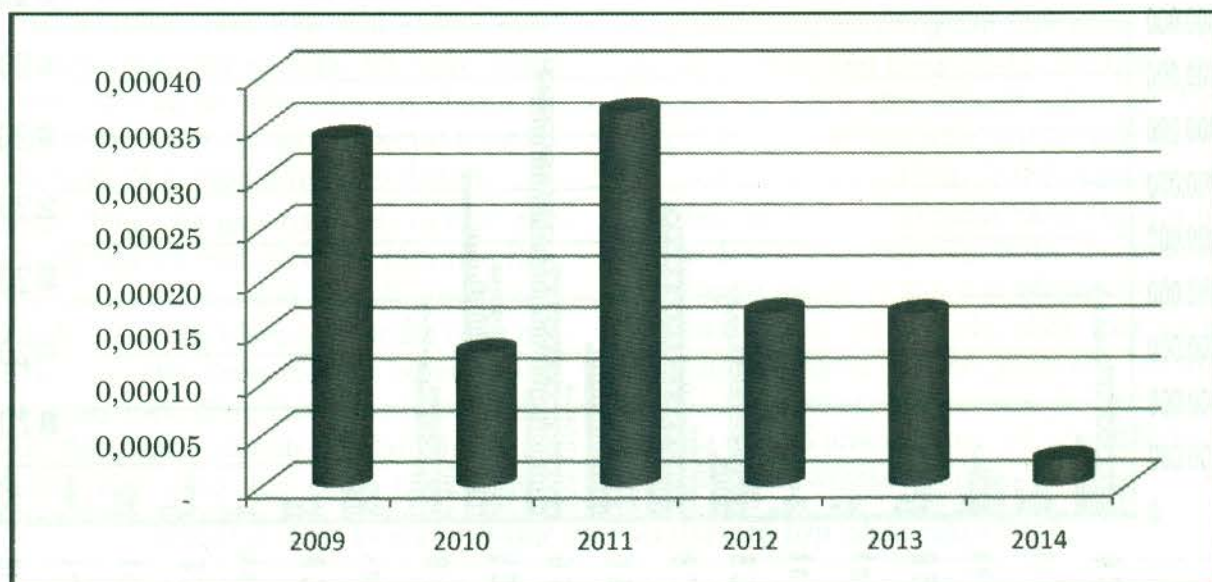
Nguồn: Thống kê từ báo cáo tài chính hợp nhất của các ngân hàng thương mại Việt Nam.

(3) Vai trò nhà đầu tư

Những công cụ phái sinh được giới thiệu vào thị trường tiền tệ ở Việt Nam vào cuối những năm 1990 và đến nay xuất hiện nhiều công cụ phái sinh chuẩn và không chuẩn đang được thực hiện. Tuy nhiên, việc áp dụng các công cụ phái sinh còn rất hạn chế tại các định chế tài chính và chủ yếu được thực hiện bởi ngân hàng thương mại với mục đích phòng hộ rủi ro. Chẳng hạn, Ngân hàng Ngoại thương thực hiện hoán đổi lãi suất kèm theo điều kiện quyền chọn với các đối tác là tổ chức tín dụng hoạt động tại Việt Nam và các pháp nhân khác hoạt động ở trong nước và ngoài nước. Quyền chọn thuộc về Ngân hàng Ngoại thương là quyền kết thúc trước hạn hợp đồng Swap đối với các khoản vay của đối tác. Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam thực hiện giao dịch quyền chọn lãi

suất đối với các khoản đi vay và cho vay trung hạn bằng đôla Mỹ hoặc euro. Ngân hàng HSBC thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất cộng dồn, thời hạn của hợp đồng tối đa là 5 năm. Theo thỏa thuận của hợp đồng này, khách hàng vay của HSBC sẽ trả theo Sibor cộng với phần chênh lệch cho những ngày lãi suất Sibor giao động trong một khoảng được định trước. Ngân hàng Standard Chartered chi nhánh Việt Nam thực hiện hoán đổi chéo giữa hai đồng tiền (Cross Currency Swap) đối với khoản vay ngoại tệ của khách hàng sau khi khách hàng vay ngoại tệ. Ngân hàng Calton, ABN – AMRO thực hiện nghiệp vụ hoán đổi lãi suất bắt đầu thực hiện trong tương lai (Forward Start Swap) là thỏa thuận hoán đổi lãi suất vào một ngày cụ thể trong tương lai theo một mức lãi suất đã được định trước.

HÌNH 5: Tỷ trọng bình quân công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác/Tổng tài sản giai đoạn 2009-2014 của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam



Nguồn: Số liệu tổng hợp và phân tích từ báo cáo tài chính các ngân hàng thương mại.

Tuy nhiên, hình 5 cho thấy hoạt động giao dịch công cụ tài chính phái sinh chiếm một tỷ lệ rất nhỏ, không đáng kể trong tổng tài sản của các ngân hàng thương mại. Năm 2009, con số này chỉ xấp xỉ 0,035% đến năm 2014 dưới 0,003%, hầu như không đáng kể. Như vậy mảng hoạt động này không trọng yếu trong danh mục tài sản đầu tư của các ngân hàng thương mại. Điều này một phần do chưa có thị trường giao dịch CKPS chính thức và hành lang pháp lý đầy đủ.

4. Các giải pháp nhằm phát huy vai trò tích cực của các trung gian tài chính trên thị trường chứng khoán phái sinh

Trong thời gian tới, việc mở cửa nền kinh tế ngày càng trở nên sâu rộng, các hiệp định song phương, tự do đã và đang được triển khai sẽ tạo ra nhiều cơ hội hơn nữa cho sự phát triển sâu rộng nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng. Song điều này cũng sẽ đi kèm với những biến động phức tạp hơn, tiềm ẩn nguy cơ rủi ro cao hơn cho những người tham gia thị trường. Do vậy, từ năm 2015, việc cho phép ra đời thị trường phái sinh là cần thiết và là điều kiện quan trọng hỗ trợ các nhà đầu tư, đặc biệt là các định chế tài chính có

thể tận dụng đa dạng hoá các cơ hội đầu tư cũng như phòng ngừa rủi ro hiệu quả hơn.

Do thị trường chứng khoán phái sinh còn rất non trẻ, các loại sản phẩm phái sinh vẫn được giao dịch chủ yếu theo các đặc tính truyền thống là để phòng ngừa rủi ro. Sau khi Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ra đời, nhu cầu cho ra đời và giao dịch các sản phẩm phái sinh sẽ gia tăng mạnh mẽ, đây là cơ hội cho các tổ chức định chế tài chính trên thị trường chứng khoán phái sinh được mở rộng. Tuy nhiên, các phân tích trên cho thấy việc nắm bắt cơ hội này phụ thuộc vào tiềm lực tài chính, vị thế của các định chế tài chính và khẩu vị rủi ro, muốn vậy, cần có nhiều biện pháp để đáp ứng các nhu cầu này:

Một là, cần tăng cường quy mô về vốn hay khả năng tài chính cho các định chế tài chính, đặc biệt là các công ty chứng khoán. Đây là điều kiện hàng đầu và chắc chắn để một công ty chứng khoán có thể trở thành nhà môi giới, tạo lập thị trường vì công ty chứng khoán thường phải có một lượng vốn lớn cần thiết sẵn sàng mua vào, cũng như nắm giữ một khối lượng chứng khoán nhất định để bán ra khi thị trường có nhu cầu.

- Tăng vốn thông qua các hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp. Đây cũng chính là giải pháp mà Ủy ban Chứng khoán nhà nước đang định hướng cho các công ty chứng khoán trong lộ trình tái cấu trúc thị trường chứng khoán đến năm 2020. Với các công ty chứng khoán yếu kém, có thể khuyến khích thực hiện qua phương thức này vì đây là phương thức có nhiều lợi ích như đã nói trên, ngoài ra còn đạt nhiều mục đích khác như giảm số lượng công ty chứng khoán cho phù hợp hơn với quy mô của thị trường; Các công ty chứng khoán được hình thành sau sáp nhập có năng lực tài chính cao hơn, cơ sở khách hàng nhiều hơn, sử dụng hệ thống và nguồn lực tốt hơn... giúp giảm chi phí, tăng hiệu quả hoạt động, từ đó tăng năng lực tài chính và an toàn tài chính cho các định chế tài chính trung gian này.

- Khi các công ty chứng khoán đã huy động được vốn ở một mức độ nhất định, có thể thực hiện một số các giao dịch giúp huy động vốn như thực hiện quy trình chứng khoán hóa. Chứng khoán hóa không phải là quy trình mới trên thế giới, nhưng chưa thực sự được phổ biến ở Việt Nam. Trước đây, chứng khoán hóa đã từng được coi là một nguồn vốn “vô tận” đối với các định chế trung gian tài chính vì hầu như bất cứ dòng tiền hay khoản phải thu nào đều có thể được chứng khoán hóa nhằm tạo nguồn vốn. Tuy nhiên, cũng cần nhớ đến bài học của khủng hoảng tài chính năm 2008, khi mà các công cụ chứng khoán hóa có nguồn gốc là khoản vay thế chấp bất động sản được coi là một trong những nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng tài chính. Do vậy, khi thực hiện các giao dịch này, các công ty chứng khoán cần hiểu rõ cơ chế hoạt động, những rủi ro có thể gặp phải và có biện pháp quản trị rủi ro thích hợp để có thể vừa đáp ứng được nhu cầu huy động vốn vừa đảm bảo được an toàn tài chính.

Hai là, các định chế tài chính cần xây dựng và phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao và đa dạng hoá nhiều sản phẩm. Đúng sau mỗi nhà tạo lập thị trường là cả một tổ chức thực hiện các hoạt động phân tích, đánh giá,

nghiên cứu thị trường, hỗ trợ họ trong việc ra quyết định. Do đó, các định chế tài chính khi tham gia thị trường chứng khoán phải sinh với chức năng tương tự như tạo lập thị trường sẽ phải đảm bảo nguồn nhân lực được đào tạo đạt trình độ nhất định, đi kèm với đó các nghiệp vụ phân tích, nghiên cứu thị trường để đưa ra các sản phẩm đa dạng có chất lượng cao nhằm hỗ trợ tốt nhất cho bộ phận giao dịch.

Ba là, cần tăng cường phát huy vai trò của Hiệp hội kinh doanh chứng khoán vào các hoạt động tạo lập thị trường tạo thuận lợi cho thị trường phát triển. Hiệp hội cũng cần phối hợp với ủy ban chứng khoán Nhà nước trong quá trình xây dựng hệ thống khuôn khổ pháp lý cho hoạt động lĩnh vực chứng khoán và chứng khoán phái sinh; tìm kiếm và mở rộng quan hệ hợp tác quốc tế; tổ chức các hoạt động đào tạo về chứng khoán và chứng khoán phái sinh.

Bốn là, hoàn thiện môi trường pháp lý là điều kiện quan trọng để phát triển các nhà tạo lập thị trường. Đặc biệt, Chính phủ cần xây dựng và ban hành quy định cụ thể về chức năng, vai trò và nhiệm vụ cũng như quyền lợi của nhà tạo lập thị trường, nhằm tạo hành lang pháp lý cho các công ty chứng khoán triển khai nghiệp vụ tạo lập thị trường hiệu quả./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Cấn Văn Lực (2015), Vai trò định chế tài chính trên thị trường chứng khoán phái sinh, Hội thảo CKPS BIDV, tháng 9-2015.
2. Nguyễn Hồng Sơn (2014), Định dạng hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam sau tái cơ cấu, Trường đại học Kinh tế, Đại học quốc gia Hà Nội.
3. Báo cáo tài chính công ty chứng khoán Việt Nam 2007 - 2014.
4. Báo cáo tài chính ngân hàng thương mại Việt Nam 2007-2014.
5. Nguyễn Thị Hoài Lê (2013), An toàn tài chính của các định chế tài chính trung gian sau khủng hoảng, Bộ Tài chính.
6. Don M. Chance & Robert Brooks, “Derivatives and Risk management”, 7th edn.
7. Mặc Quang Huy (2006), Cẩm nang Ngân hàng đầu tư, Nxb Thống kê.
8. Nghị định 42/2015/NĐ-CP về Chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh.