

# VAI TRÒ CỦA CÔNG TI CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH MỘT SỐ BÌNH LUẬN DƯỚI GÓC ĐỘ PHÁP LUẬT ĐIỀU CHỈNH

**NGUYỄN THỊ PHƯƠNG THẢO \***

**Tóm tắt:** Công ti chứng khoán là chủ thể có vai trò đặc biệt quan trọng trên thị trường chứng khoán nói chung và thị trường chứng khoán phái sinh nói riêng. Trên mỗi loại thị trường, vai trò của công ti chứng khoán có những điểm khác biệt nhất định cần được nhìn nhận rõ và đòi hỏi sự điều chỉnh tương ứng của pháp luật. Bài viết làm rõ vai trò của công ti chứng khoán trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam; phân tích các quy định pháp luật hiện hành có liên quan để đánh giá những thành tựu đạt được cũng như những bất cập, hạn chế còn tồn tại ảnh hưởng đến quá trình thực hiện và phát huy vai trò của công ti chứng khoán. Trên cơ sở đó, bài viết đề xuất một số giải pháp hoàn thiện pháp luật nhằm phát huy tối đa vai trò của chủ thể quan trọng này trên thị trường chứng khoán phái sinh.

**Từ khoá:** Vai trò; công ti chứng khoán; thị trường chứng khoán phái sinh; pháp luật

Nhận bài: 03/12/2024

Hoàn thành biên tập: 27/01/2025

Duyệt đăng: 27/01/2025

THE ROLE OF SECURITIES COMPANIES IN THE DERIVATIVES MARKET - SOME COMMENTS FROM THE PERSPECTIVE OF REGULATORY LAW

**Abstract:** Securities companies play a particularly important role in the stock market in general and the derivatives market in particular. In each type of market, the role of securities companies has certain differences that need to be clearly recognised and require corresponding legal adjustments. This article clarifies the role of securities companies in the Vietnamese derivatives market. At the same time, it analyses relevant current legal provisions to evaluate the achievements as well as the existing shortcomings and limitations that affect the implementation and promotion of the role of securities companies. On that basis, the article proposes a number of solutions to improve the law to maximise the role of this important entity in the derivatives market.

**Keywords:** Role; securities company; derivatives market; law

Received: 3 December 2024; Editing completed: 27 January 2025; Accepted for publication: 27 January 2025

## 1. Đặt vấn đề

Chứng khoán phái sinh được coi là sự sáng tạo thành công của thị trường tài chính thế giới. Sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh (TTCKPS) mỗi quốc gia gắn liền với sự lớn mạnh của thị trường chứng khoán quốc gia đó. Thị trường chứng

khoán Việt Nam đã vận hành được 24 năm và ngày 10/8/2017 trở thành cột mốc đánh dấu bước phát triển mới khi TTCKPS chính thức đi vào hoạt động trên cơ sở Đề án xây dựng và phát triển TTCKPS Việt Nam được ban hành theo Quyết định số 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ. Nhìn lại hơn bảy năm hoạt động, không thể phủ nhận thực tế rằng, TTCKPS Việt Nam

\* Tiến sĩ, Trường Đại học Luật Hà Nội  
E-mail: thaonp7891@gmail.com

đã có sự tăng trưởng nhất định, từng bước phát huy được vai trò “phòng vệ rủi ro”<sup>1</sup> cho các nhà đầu tư, đặc biệt trong giai đoạn thị trường cơ sở sụt giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 cũng như hàng loạt các vụ việc vi phạm liên quan đến hành vi lũng đoạn thị trường và chào bán trái phiếu riêng lẻ. Giao dịch trên TTCKPS sôi động và thu hút ngày càng nhiều nhà đầu tư tham gia. Theo thống kê của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (Ha Noi Stock Exchange - HNX), tăng trưởng quy mô giao dịch hàng năm của TTCKPS đạt bình quân 28,21%/năm trong giai đoạn từ 2018 đến cuối năm 2023<sup>2</sup>. Để đạt được sự tăng trưởng đó, cần ghi nhận sự nỗ lực cố gắng của rất nhiều loại chủ thể tham gia thị trường trong đó có các công ti chứng khoán (CTCK). Tuy nhiên, có thể nhận thấy, các CTCK chưa phát huy tối đa được vai trò quan trọng vốn có của mình trên TTCKPS. Những hạn chế, bất cập trong quy định pháp luật hiện hành là một trong những nguyên nhân dẫn đến thực trạng này. Do vậy, việc nghiên cứu vai trò của CTCK trên TTCKPS dưới góc độ pháp luật điều chỉnh để xác định những điểm hạn chế từ đó đưa ra giải pháp hoàn thiện có ý nghĩa quan trọng và cần thiết.

## **2. Vai trò của công ti chứng khoán trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

CTCK là định chế tài chính trung gian quan trọng trên thị trường chứng khoán. Tuy

nhiên, tùy thuộc bộ phận cấu phần thị trường chứng khoán là thị trường chứng khoán cơ sở hay TTCKPS mà vai trò của CTCK có sự khác nhau nhất định. Trên thị trường chứng khoán cơ sở, CTCK tham gia hầu hết các khâu của quá trình luân chuyển chứng khoán, từ khâu phát hành trên thị trường sơ cấp đến khâu giao dịch mua bán chứng khoán trên thị trường thứ cấp. Trong khi đó, trên TTCKPS, CTCK vẫn giữ vai trò trung gian giao dịch nhưng có những điểm khác biệt nhất định. Điều này xuất phát từ tính chất đặc thù của TTCKPS “*không phải là nơi trao đổi, luân chuyển, phân bổ các khoản vốn như thị trường cổ phiếu hay trái phiếu, mà là nơi người ta “đóng gói” các khoản rủi ro để mua bán trao đổi và đi kèm với nó là lợi nhuận*”<sup>3</sup>.

Dưới góc độ pháp lý, xem xét trong phạm vi các hoạt động kinh doanh được phép thực hiện, có thể nhìn nhận vai trò của CTCK trên TTCKPS ở các khía cạnh cơ bản sau:

*Thứ nhất*, vai trò môi giới thông qua tư cách thành viên giao dịch trên thị trường

Đầu tiên cần khẳng định, vai trò môi giới của CTCK trên TTCKPS cũng tương tự như trên thị trường chứng khoán cơ sở. Các CTCK đều giữ vai trò trung gian môi giới, giúp người bán và người mua gặp nhau để dàng thông qua việc là đầu mối tiếp nhận các lệnh mua/bán của nhà đầu tư trên thị trường.

Tuy nhiên, khác với chứng khoán vốn hay chứng khoán nợ, chứng khoán phái sinh không xác nhận quyền sở hữu hay quyền chủ

<sup>1</sup> S.M.R.K. Samarakoon, Rudra P. Pradhan, Rana P. Maradana, Premjit Sahoo (2024), “What determines the success of equity derivatives markets? A Global perspective”, *Borsa Istanbul Review*, Vol. 24, tr. 15.

<sup>2</sup> PV (2024), *Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh đến năm 2030*, <https://tapchitaichinh.vn/phan-trien-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-den-nam-2030.html>, truy cập 30/11/2024.

<sup>3</sup> Trần Cao Nguyên, (2002), *Cơ sở lý luận và thực tiễn để hình thành TTCKPS ở Việt Nam*, Đề tài khoa học, Ủy ban chứng khoán nhà nước, tr. 27.

nợ đối với tổ chức phát hành, mà là công cụ tài chính dưới dạng hợp đồng, 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*” (khoản 9 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019). Đây là sản phẩm tài chính bậc cao, đòi hỏi các chủ thể tham gia quá trình giao dịch phải có trình độ chuyên môn nhất định. Đối với các tổ chức môi giới còn đòi hỏi hệ thống công nghệ hiện đại, kết nối với sở giao dịch để nhận và truyền lệnh đặt của nhà đầu tư. Mặt khác, giá trị lệnh giao dịch loại chứng khoán phái sinh thường khá lớn, mặc dù nhà đầu tư chỉ cần nộp đủ tỉ lệ ký quỹ quy định. Do vậy, tổ chức môi giới cần có năng lực tài chính nhất định để đảm đương được trách nhiệm bồi thường trong trường hợp đặt nhầm lệnh của khách hàng. Có thể nhận thấy, những đặc thù này là cơ sở để nhà làm luật phải đặt ra những quy định về điều kiện đối với các CTCK muốn thực hiện nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh. Đó là các điều kiện về nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán cơ sở, vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu, về hệ thống kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro, nhân sự, chỉ tiêu an toàn tài chính và tình hình hoạt động kinh doanh (Điều 4 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh). Trên cơ sở đáp ứng các điều kiện luật định, CTCK phải thực hiện thủ tục xin Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) cấp giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh. Để trở thành thành viên giao dịch

chính thức cung cấp dịch vụ môi giới cho nhà đầu tư trên thực tế, CTCK cần tiếp tục đáp ứng những điều kiện nhất định về hạ tầng công nghệ, quy trình nghiệp vụ, hợp đồng uỷ thác bù trừ thanh toán và phải thực hiện thủ tục đăng ký làm thành viên giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.

Do vai trò quan trọng cũng như các yêu cầu đặc thù trong hoạt động môi giới nên trước thời điểm TTCKPS Việt Nam chính thức có phiên giao dịch đầu tiên ngày 10/8/2017, thị trường bắt buộc phải có và cũng chỉ có 07 CTCK đủ điều kiện để được cấp phép hoạt động là thành viên giao dịch. Bao gồm: Công ti chứng khoán Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS), Công ti Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSC), Công ti Chứng khoán Sài Gòn (SSI), Công ti Chứng khoán VN Direct (VNDS), Công ti Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSI), Công ti Chứng khoán Bản Việt (VCI) và Công ti Chứng khoán MB (MBS). Tại thời điểm ngày 31/12/2017, sau 4 tháng hoạt động, toàn thị trường có 17.116 tài khoản giao dịch chứng khoán phái sinh được mở với khối lượng giao dịch trung bình đạt 10.954 hợp đồng/phiên và giá trị giao dịch đạt hơn 96.297 tỉ đồng<sup>4</sup>. Trải qua hơn 07 năm hoạt động, tính đến ngày 31/10/2024, số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán phái sinh đã tăng lên 1.802.656 cùng với sự gia tăng các CTCK được công nhận là thành viên giao

<sup>4</sup> BSC (2019), *Thực trạng thị trường chứng khoán phái sinh năm 2017*, <https://www.bsc.com.vn/tin-tuc/tin-chi-tiet/651685-thuc-trang-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-nam-2017>, truy cập 15/10/2024.

dịch lên 24 công ti<sup>5</sup>. Về tình hình giao dịch của nhà đầu tư, khối lượng giao dịch bình quân 7 tháng đầu năm 2024 đạt 218.706 hợp đồng/phiên, đặc biệt có sự tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng bình quân 38,65%/năm trong giai đoạn 2018-2022<sup>6</sup>. Điều này cho thấy các CTCK đã làm khá tốt vai trò môi giới trên thị trường phái sinh trong giai đoạn đầu hoạt động còn nhiều “bỡ ngỡ”.

*Thứ hai*, vai trò trung gian thanh toán giao dịch thông qua tư cách thành viên bù trừ trên thị trường

Bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh là các hoạt động bao gồm ký quỹ, đối chiếu, xác nhận kết quả giao dịch, xử lý lỗi, thế vị giao dịch, bù trừ, xác định nghĩa vụ thanh toán, chuyển giao tiền hoặc chuyển giao tiền và tài sản cơ sở vào ngày thanh toán. Theo quy định hiện hành, trong khi ngân hàng thương mại chỉ được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh cho chính ngân hàng đó thì phạm vi bù trừ, thanh toán của CTCK rộng hơn rất nhiều, tùy thuộc việc đăng ký là thành viên bù trừ chung hay thành viên bù trừ trực tiếp. Trường hợp thành viên bù trừ chung, CTCK được thực hiện bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh của mình, khách hàng của mình và cung cấp dịch

vụ cho thành viên không bù trừ và khách hàng của thành viên không bù trừ. Nếu đăng ký thành viên bù trừ trực tiếp, CTCK chỉ được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch của mình hoặc của mình với khách hàng của mình (khoản 10, 11, 12 Điều 3 và khoản 1 Điều 9 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh).

Có thể nhận thấy, mặc dù cùng giữ vai trò là trung gian thanh toán các giao dịch chứng khoán cho bên mua và bên bán nhưng thành viên bù trừ TTCKPS có điểm khác so với thị trường cơ sở. Về mặt pháp luật thực định, hoạt động bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán được thực hiện theo cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP - Central Clearing Counterparty) theo quy định tại Điều 150 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán cho cả thị trường cơ sở và thị trường phái sinh. Về thực tế triển khai, hoạt động bù trừ thanh toán trên thị trường cơ sở vẫn đang theo cơ chế bù trừ đa phương và yêu cầu nhà đầu tư phải có đủ 100% tiền ký quỹ trước khi đặt lệnh mua chứng khoán<sup>7</sup>. Thành viên bù

<sup>5</sup> Hà Anh (2024), *Tháng 10 khối Công ti chứng khoán tích cực giao dịch tự doanh chứng khoán phái sinh*, <https://vneconomy.vn/thang-10-khoi-cong-ty-chung-khoan-tich-cuc-giao-dich-tu-doanh-chung-khoan-phai-sinh.htm>, truy cập 30/11/2024.

<sup>6</sup> PV (2024), *Thị trường chứng khoán phái sinh: Phát huy vai trò phân tán và phòng ngừa rủi ro*, <https://tapchitaichinh.vn/thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-phat-huy-vai-tro-phan-tan-va-phong-ngua-rui-ro.html>, truy cập 15/11/2024.

<sup>7</sup> Một trong những lý do cơ bản cản trở việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên thị trường mới nổi là việc áp dụng cơ chế bù trừ đa phương trên thị trường cơ sở. Do vậy, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định áp dụng cơ chế bù trừ trung tâm nhằm tạo cơ sở pháp lý cho việc triển khai còn thực tế thời điểm triển khai lại phụ thuộc vào nhiều yếu tố về năng lực con người, năng lực công nghệ, cơ chế... Quá trình chuyển đổi cơ chế bù trừ thanh toán sang CCP trên thị trường cơ sở vẫn đang được VSDCC chuẩn bị.

trừ không phải thực hiện ký quỹ tại Tổng Công ti lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam (VSDC) mà chỉ cần đảm bảo đủ tiền để thanh toán giao dịch chậm nhất 16h30 ngày T+1. Trong khi đó, hoạt động bù trừ thanh toán trên thị trường phái sinh đã được thực hiện theo CCP. Thông qua cơ chế thế vị, VSDC trở thành chủ thể đứng giữa các bên giao dịch, là người bán của tất cả người mua và là người mua của tất cả người bán. Nói cách khác, VSDC sẽ trở thành cả bên bán và bên mua, thực hiện chức năng bảo lãnh thanh toán cho thị trường. Ở cấp độ thấp hơn, thành viên bù trừ sẽ thay mặt nhà đầu tư chịu trách nhiệm trước VSDC về việc thực hiện nghĩa vụ thanh toán liên quan đến các vị thế đứng tên thành viên bù trừ. Điều này đồng nghĩa với việc thành viên bù trừ sẽ thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh thanh toán cho nhà đầu tư. Thay vì phải nộp 100% tiền ký quỹ, nhà đầu tư phái sinh chỉ phải nộp tỉ lệ ký quỹ nhất định vào tài khoản ký quỹ mở tại thành viên bù trừ để thành viên bù trừ tiếp tục thực hiện ký quỹ tại VSDC<sup>8</sup>. Chính điều này đã đặt “gánh nặng” trách nhiệm lên các CTCK với tư cách thành viên bù trừ và cũng lí giải tại sao các tiêu chí được sử dụng để lựa chọn thành viên bù trừ thường sẽ phải cao hơn tiêu chí làm thành viên giao dịch và trong số các tiêu chí đó thì năng lực tài chính (vốn điều lệ, tỉ lệ an toàn vốn,...) là một

trong những tiêu chí định lượng rất quan trọng để sàng lọc, chọn ra các CTCK phù hợp.

Tương tự như thành viên giao dịch, CTCK muốn trở thành thành viên bù trừ chứng khoán phái sinh cũng phải trải qua hai thủ tục pháp lí. Đầu tiên, CTCK phải đáp ứng những điều kiện luật định để được UBCKNN cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh. Tiếp đó, CTCK tiến hành thủ tục đăng kí thành viên bù trừ tại VSDC sau khi đã đáp ứng một số điều kiện nhất định. Dưới góc độ pháp lí, thành viên giao dịch có thể không là thành viên bù trừ nhưng thông thường, các CTCK đều đồng thời xin cấp phép thực hiện cả hai vai trò này. Dữ liệu thực tế tính đến thời điểm hiện nay về việc danh sách 24 CTCK là thành viên giao dịch của HNX cũng đồng thời là thành viên bù trừ của VSDC minh chứng rất rõ cho điều đó<sup>9</sup>. Trải qua hơn 07 năm hoạt động, có thể đánh giá, vai trò trung gian thanh toán được thực hiện thông qua hoạt động bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh đã được các CTCK triển khai an toàn, thông suốt và có sự tăng trưởng qua các năm. Theo số liệu do VSDC công bố, tại thời điểm ngày 31/12/2023 đã có 1.476.520 tài khoản nhà đầu tư được mở trên hệ thống bù trừ thanh toán chứng khoán phái sinh của VSDC thông qua các thành viên bù trừ, tăng gần 26% so với cuối năm 2022. Số mã hợp đồng được giao dịch và bù trừ thanh toán trong năm 2022 là 30 mã còn số lượng

<sup>8</sup> Tỉ lệ ký quỹ do thành viên bù trừ quy định nhưng không được thấp hơn tỉ lệ ký quỹ do VSDCC quy định. Tại thời điểm ngày 20/02/2023, theo Thông báo của VSDCC, tỉ lệ ký quỹ áp dụng cho Hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu VN30 tối thiểu là 17% và Hợp đồng tương lai Trái phiếu Chính phủ là 2,5% (www.vsd.vn).

<sup>9</sup> Số liệu tác giả tự tổng hợp tại website của HNX và VSDC, www.hnx.vn; www.vsd.vn, truy cập 15/11/2024.

hợp đồng mở (OI) VN30 có hiệu lực tại thời điểm ngày 31/12/2023 là 56.936 hợp đồng. Tổng giá trị giao dịch năm 2023 đạt gần 6,5 triệu tỉ đồng, tổng giá trị thanh toán lãi/lỗ vị thế cả năm 2023 đạt trên 11 nghìn tỉ đồng, giảm khoảng 21% về giá trị giao dịch, tăng 2% về giá trị thanh toán so với năm 2022 và không có trường hợp nào phải sử dụng đến Quỹ bù trừ để đảm bảo khả năng thanh toán. VSDC cũng đã đánh giá kỉ luật thanh toán của thị trường nói chung và ý thức chấp hành quy định về thanh toán của thành viên đã và đang được thực hiện tốt<sup>10</sup>.

*Thứ ba*, vai trò tạo thanh khoản cho thị trường thông qua tư cách thành viên tạo lập thị trường

Vai trò tạo thanh khoản của CTCK trên TTCKPS đã được ghi nhận ngay tại văn bản pháp lí đầu tiên về TTCKPS là Nghị định số 42/2015/2017 ngày 05/05/2015 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS. Tương tự như trên thị trường cơ sở, các CTCK được thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trên thị trường phái sinh nhằm tạo thanh khoản cho một hoặc một số loại chứng khoán phái sinh trên sở giao dịch chứng khoán. Hoạt động này có vai trò quan trọng, thật sự cần thiết trong trường hợp có sự mất cân bằng giữa các lệnh mua và bán chứng khoán, đặc biệt trong giai đoạn đầu hoạt động của thị trường. Với tư cách nhà tạo lập thị trường, CTCK sẽ thực hiện các lệnh mua chứng khoán khi thị trường ở tình trạng không có hoặc có rất ít lệnh mua và thực hiện các lệnh bán khi thị trường không có

hoặc có rất ít lệnh bán. Qua đó, một mặt làm tăng tính thanh khoản cho chứng khoán đó, mặt khác thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư, thúc đẩy thị trường phát triển. Như vậy, với tư cách thành viên tạo lập thị trường để tạo thanh khoản cho chứng khoán, các CTCK không chỉ đơn thuần cung cấp dịch vụ giao dịch, bù trừ, thanh toán cho nhà đầu tư mà còn bắt buộc phải tham gia trực tiếp vào giao dịch mua bán chứng khoán. Hệ quả là rủi ro tiềm tàng của thành viên tạo lập thị trường phải gánh chịu cao hơn thành viên bù trừ và việc quy định các tiêu chí làm thành viên tạo lập thị trường cao hơn thành viên bù trừ là hoàn toàn hợp lí. Theo quy định hiện hành, CTCK muốn trở thành thành viên tạo lập thị trường phải đăng kí với sở giao dịch chứng khoán. Ngoài yêu cầu đã là thành viên bù trừ, CTCK cần đáp ứng điều kiện về hạ tầng công nghệ thông tin với chức năng yết giá phục vụ hoạt động tạo lập thị trường và hệ thống quy trình nghiệp vụ kèm theo.

Tuy nhiên, cần thừa nhận thực tế rằng, TTCKPS ở Việt Nam “khuyết” vai trò tạo thanh khoản của các CTCK trong suốt quá trình hoạt động cho đến nay. Các CTCK không đăng kí và HNX cũng chưa chấp thuận tư cách thành viên tạo lập TTCKPS cho bất kì CTCK nào trong khi hành lang pháp lí đã có. Đây là thực trạng chung không chỉ của thị trường phái sinh mà còn của thị trường cơ sở.

*Thứ tư*, vai trò nhà đầu tư tham gia thị trường

Cũng giống trên thị trường cơ sở, các CTCK tham gia thị trường phái sinh với vai trò kép, vừa là trung gian thị trường vừa tham gia trực tiếp vào thị trường với tư cách nhà đầu tư.

<sup>10</sup> Tổng Công ti lưu kí và bù trừ chứng khoán Việt Nam (2024), *Báo cáo thường niên năm 2023*, tr. 31.

Theo thông lệ, nhà đầu tư tham gia TTCKPS gồm 3 loại, nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro (hedgers), nhà đầu tư đầu cơ rủi ro (speculators), nhà đầu tư chênh lệch giá (arbitraguers)<sup>11</sup> và công ti chứng khoán đều có thể là các loại nhà đầu tư này, tùy thuộc mục đích tham gia thị trường. CTCK là nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro khi sử dụng công cụ phái sinh để bảo vệ cho chính hoạt động tự doanh chứng khoán cơ sở của mình; là nhà đầu tư đầu cơ rủi ro nếu muốn cá cược về xu hướng trong tương lai của giá một loại tài sản cơ sở và thông qua việc mua/bán công cụ phái sinh để có được lợi nhuận đòn bẩy; hoặc là nhà đầu tư chênh lệch giá, thông qua việc mua thấp ở một thị trường và bán cao ở một thị trường khác để kiếm lời trên sự chênh lệch giữa hai thị trường. Tuy vậy, dù thuộc loại nhà đầu tư nào, CTCK đều phải đáp ứng những điều kiện luật định để được thực hiện hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh, tương tự như hoạt động môi giới hay bù trừ thanh toán. Điểm khác biệt chính là mức vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu được yêu cầu thấp hơn và chỉ phải thực hiện thủ tục xin chấp thuận tại UBCKNN. Hiện nay, mức vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu đối với hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh là 800 tỉ và hoạt động tự doanh là 600 tỉ, trong khi pháp luật cho phép trong trường hợp CTCK kinh doanh của hoạt động môi giới, tự doanh và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh thì chỉ cần mức vốn tối thiểu 800 tỉ. Tận dụng lợi thế về vốn như vậy, 24 CTCK được cấp phép kinh doanh chứng khoán phái sinh hiện nay đều đăng kí

toàn bộ các hoạt động kinh doanh được phép trên, bao gồm cả tự doanh chứng khoán. Thực tế, theo số liệu công bố của HNX về tỉ trọng giao dịch tự doanh của CTCK so với giá trị giao dịch toàn thị trường trong từng tháng thì tỉ trọng này nằm trong khoảng từ 2% đến 3% xét trong 10 tháng năm 2024. Cho đến nay chưa có báo cáo phân tích đánh giá về mục tiêu tham gia thị trường của các CTCK vì phòng ngừa rủi ro, đầu cơ hay hưởng chênh lệch. Tuy nhiên, có thể thấy, con số này không nhỏ, thể hiện sự tham gia khá tích cực của các CTCK vào thị trường phái sinh với tư cách nhà đầu tư. Đây không chỉ là những nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp mà còn là những nhà đầu tư “tiên phong” trên TTCKPS, với nghiệp vụ kinh doanh sẵn có cùng mạng lưới khách hàng rộng khắp có sức lan toả mạnh mẽ tới các nhà đầu tư khác cùng tham gia vào thị trường.

*Thứ năm*, vai trò nhà tư vấn đầu tư chứng khoán

Song song với sức hấp dẫn của TTCKPS là tính phức tạp, nhạy cảm và hoàn toàn khác biệt với chứng khoán cơ sở về cách thức tính giá, kí quỹ, thanh toán bù trừ... Bên cạnh đó, rủi ro về biến động giá, thanh khoản của chứng khoán cũng là những thách thức đặt ra đối với những nhà đầu tư muốn gia nhập thị trường. Ngoài năng lực tài chính, nhà đầu tư cần có kiến thức về quản lí rủi ro, kinh nghiệm và thời gian theo dõi diễn biến thị trường để đưa ra những quyết định sáng suốt. Đây là đòi hỏi khó đáp ứng với đại đa số các nhà đầu tư trong một quốc gia có thị trường cơ sở chỉ với 24 năm hoạt động và thị trường phái sinh mới hình thành được hơn 07 năm. Trong bối cảnh thị trường như vậy,

<sup>11</sup> Trần Cao Nguyên (2002), tldd, tr. 20, 21.

vai trò tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh của các CTCK trở nên đặc biệt quan trọng. Với đội ngũ nhân viên có trình độ, chuyên nghiệp cùng với các công cụ phân tích hỗ trợ, các báo cáo phân tích, nhận định thị trường do các CTCK phát hành hàng ngày, thậm chí cập nhật ngay trong phiên giao dịch là nguồn thông tin giá trị và kịp thời để nhà đầu tư tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của mình. Đồng thời, việc được tiếp cận nhiều loại báo cáo thị trường còn giúp nâng cao kiến thức cho các nhà đầu tư trên thị trường.

Theo quy định hiện hành, hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh của CTCK có điều kiện và thủ tục xin cấp phép thực hiện tương tự như hoạt động tự doanh, chỉ khác biệt về yêu cầu mức vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu là 250 tỉ. Hiện nay, cả 24 CTCK đang là thành viên giao dịch, thành viên bù trừ đều được cấp phép thực hiện hoạt động này. Trên thực tế, các CTCK thường đang dừng ở mức độ cung cấp các sản phẩm tư vấn hỗ trợ không thu phí đối với các nhà đầu tư là khách hàng của họ mà chưa triển khai thu phí tư vấn. Mục đích nhằm giúp nhà đầu tư thế hệ F0 tăng niềm tin gia nhập thị trường phái sinh và giúp nhà đầu tư thế hệ F1 trở đi tin tưởng, ở lại, tiếp tục giao dịch tại thị trường, đặc biệt trong giai đoạn đầu mới hoạt động. Số lượng nhà đầu tư mở tài khoản và giá trị giao dịch trên thị trường phái sinh liên tục tăng trưởng trong các năm qua có sự đóng góp không nhỏ từ vai trò nhà tư vấn đầu tư của các CTCK.

Từ những phân tích tổng quan trên cho thấy: *Thứ nhất*, về mặt pháp lý, các nhà làm luật Việt Nam đã ghi nhận vai trò “đa tầng” của CTCK trên TTCKPS. Trong giao dịch

chứng khoán phái sinh, CTCK vừa giữ vai trò là nhà tư vấn cho các nhà đầu tư trong việc quyết định tham gia các giao dịch trên thị trường, đồng thời là trung gian môi giới, trung gian thanh toán cho các giao dịch đó và cũng có thể trở thành một bên đối tác trong giao dịch. *Thứ hai*, về mặt thực tiễn, mặc dù ghi nhận những nỗ lực và cố gắng của các CTCK đối với những thành quả đã đạt được trong hơn 07 năm qua của thị trường phái sinh, nhưng cũng cần thừa nhận rằng, các CTCK chưa thực sự phát huy hết được vai trò quan trọng của mình. Việc nhìn nhận, đánh giá quy định hiện hành về vai trò của CTCK trên TTCKPS là cần thiết để tạo hành lang pháp lý vững chắc cho chủ thể đặc biệt này “tự tin” phát huy được vai trò quan trọng của mình trong một thị trường tài chính bậc cao còn rất non trẻ.

### **3. Một số đánh giá về pháp luật hiện hành liên quan đến vai trò của công ti chứng khoán trên thị trường chứng khoán phái sinh**

Tại Việt Nam, TTCKPS ra đời sau thị trường cơ sở gần hai chục năm, giai đoạn đầu còn mang tính thử nghiệm, chưa ổn định. Bên cạnh đó, tính đặc thù về cơ chế vận hành, giao dịch đòi hỏi cần có các quy định pháp lý riêng biệt<sup>12</sup>. Do vậy, mặc dù cùng trên cơ sở của Luật Chứng khoán nhưng ngay từ ngày đầu hoạt động, TTCKPS đã có hệ thống văn

---

<sup>12</sup> Nguyễn Văn Tuyên (2023), “Những vấn đề đặt ra đối với pháp luật chứng khoán và pháp luật hợp đồng khi có sự gia nhập của chứng khoán phái sinh trong các giao dịch”, *Kiểm yếu hội thảo khoa học về “Xây dựng và hoàn thiện hành lang pháp lý cho thị trường chứng khoán phái sinh”*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Tạp chí Pháp luật và Phát triển & Báo Pháp luật Việt Nam, tr. 70.

bản pháp lí riêng điều chỉnh. Năm 2019, thể hệ luật chứng khoán thứ hai ra đời và đặc thù này vẫn tiếp tục được duy trì. Luật Chứng khoán năm 2019, Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS được ban hành thay thế Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 05/5/2015 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS; tiếp đó, Thông tư số 158/2021/TT-BTC ngày 12/07/2021 của Bộ Tài chính hướng dẫn một số điều của Nghị định số 158/2020/NĐ-CP cùng một loạt các quy chế, quy trình mới của HNX và VSDC ra đời, thay thế cho hệ thống quy định cũ có nhiều bất cập. “Thế hệ văn bản pháp lí thứ hai” này đã tạo nên hành lang pháp lí mới, vững chắc hơn cho các chủ thể tham gia TTCKPS, trong đó có các CTCK. Thời gian 04 năm không dài nhưng cũng đủ để đánh giá ở mức độ nhất định về những ưu điểm và hạn chế của các quy định pháp luật hiện hành về vai trò của các CTCK trên TTCKPS.

Về cơ bản, nhà làm luật đã ghi nhận những vai trò quan trọng và cần thiết của CTCK trên TTCKPS, đồng thời cũng đã xây dựng được khung pháp lí làm cơ sở để các CTCK thực hiện vai trò của mình. Tuy nhiên, phân tích, đánh giá ở mức độ sâu hơn, đặt trong bối cảnh TTCKPS Việt Nam phát triển với tốc độ khá nhanh trong mấy năm gần đây, có thể thấy rằng còn nhiều hạn chế, bất cập của pháp luật về vấn đề này cần phải được nhìn nhận để hoàn thiện.

*Thứ nhất*, việc xác định mức độ trong tiêu chí vốn điều lệ gia nhập TTCKPS của công ti chứng khoán còn chưa hợp lí, gây khó khăn cho quá trình tham gia của công ti chứng khoán

Quy định hiện hành chưa có sự phân tầng hợp lí về mức vốn tối thiểu giữa các hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh và giữa các hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh với hoạt động kinh doanh chứng khoán cơ sở. Bù trừ thanh toán là hoạt động chứa đựng nhiều rủi ro và đòi hỏi năng lực tài chính cao nhất trong số các hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh. Tuy nhiên, theo quy định hiện hành, mức vốn tối thiểu chỉ yêu cầu cao hơn hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh là 100 tỉ đồng đối với thành viên bù trừ trực tiếp và 400 tỉ đồng với thành viên bù trừ chung. Con số này chưa tương xứng với độ chênh lệch trong yêu cầu về năng lực tài chính giữa hai nghiệp vụ. Môi giới chứng khoán phái sinh đòi hỏi năng lực tài chính để đầu tư cho hệ thống công nghệ và khả năng chịu trách nhiệm liên quan đến rủi ro đặt nhằm lệnh. Trong khi đó, yêu cầu về năng lực tài chính của thành viên bù trừ thanh toán để đảm bảo trách nhiệm “bảo lãnh” của thành viên đối với nghĩa vụ thanh toán của nhà đầu tư trong các giao dịch diễn ra hàng ngày. Mức độ chênh lệch ở đây phải là khá lớn. Bên cạnh đó, đặt trong tương quan với thị trường cơ sở để so sánh, có thể nhận thấy, mức vốn tối thiểu của hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh gấp 22 lần so với hoạt động môi giới chứng khoán cơ sở và mức vốn tối thiểu của hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh gấp 07 lần tự doanh chứng khoán cơ sở. Rất khó để tìm được cơ sở luận giải cho sự chênh lệch quá lớn về mức vốn tối thiểu giữa hai thị trường này. Còn nếu chỉ dựa vào đặc thù về sự rủi ro và cần nhiều năng lực tài chính tham gia thị

trường phái sinh để lí giải thì không đủ sức thuyết phục.

Bên cạnh đó, pháp luật quy định mức vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu của hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh là 800 tỉ, tự doanh chứng khoán phái sinh là 600 tỉ và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh là 250 tỉ. Tuy nhiên, pháp luật lại cho phép nếu CTCK kinh doanh cả ba hoạt động này cũng chỉ cần có vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu 800 tỉ. Vậy câu hỏi đặt ra, quy định về mức vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu cho hoạt động tự doanh có ý nghĩa gì? Trên thực tế, 24 CTCK được cấp phép hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh hiện nay đều lựa chọn đăng kí cả ba hoạt động kinh doanh để tận dụng quy định về vốn nêu trên, không có CTCK nào chỉ đăng kí thực hiện hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh<sup>13</sup>.

*Thứ hai*, quy định hiện hành về cơ chế sử dụng chứng khoán làm tài sản kí quỹ khó khả thi, không tạo điều kiện cho các nhà đầu tư và gây khó khăn cho công ti chứng khoán phát huy hiệu quả vai trò bù trừ thanh toán trên thị trường

Ngay từ ngày đầu thị trường phái sinh hoạt động, nhà làm luật đã cho phép nhà đầu tư và thành viên bù trừ được dùng chứng khoán làm tài sản kí quỹ. Quy định này tiếp tục được duy trì trong Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định về chứng khoán phái

sinh và TTCKPS và cụ thể hoá trong Thông tư số 58/2021/TT-BTC ngày 12/7/2021 của Bộ Tài chính. Theo đó, nhà đầu tư được sử dụng tiền và chứng khoán để thực hiện kí quỹ giao dịch chứng khoán phái sinh, thành viên bù trừ có thể nộp kí quỹ bằng tiền hoặc chứng khoán nhưng phải đảm bảo tỉ lệ tiền kí quỹ không thấp hơn 80% mức kí quỹ yêu cầu. Chứng khoán làm tài sản kí quỹ phải thuộc danh sách chứng khoán được chấp nhận kí quỹ do VSDC công bố và đáp ứng các tiêu chí khác do thành viên bù trừ đưa ra (Điều 13, Điều 14 Thông tư số 58/2021/TT-BTC). Tuy nhiên, quy định này chưa được VSDC triển khai áp dụng trên thực tế. Nhà đầu tư vẫn phải kí quỹ 100% bằng tiền để được giao dịch chứng khoán phái sinh và thành viên bù trừ cũng bắt buộc phải nộp 100% kí quỹ bằng tiền cho VSDC. Dưới góc độ quản lí nhà nước, việc VSDC chưa áp dụng cơ chế kí quỹ bằng chứng khoán là điều dễ hiểu bởi hai lí do chính: một là tính rủi ro cao, khó kiểm soát trong điều kiện thị trường phái sinh hoạt động chưa ổn định; hai là khả năng kiểm soát của VSDC chưa đáp ứng được về mặt nghiệp vụ, kinh nghiệm, công nghệ, quản trị rủi ro, nhân sự. Tuy nhiên, hạn chế này lại “cản trở” sự gia nhập thị trường của nhà đầu tư mới, giảm hiệu quả đầu tư của nhà đầu tư đang giao dịch, đặc biệt trong bối cảnh tỉ lệ kí quỹ Hợp đồng tương lai chỉ số VN30 đã được VSDC tăng từ 13% lên 17% từ ngày 16/12/2022 để đảm bảo an toàn cho thị trường<sup>14</sup>. Điều này ảnh hưởng trực tiếp tới chính sách sản phẩm dịch

<sup>13</sup> Số liệu được tác giả tổng hợp từ website của UBCKNN khi UBCKNN thực hiện công bố thông tin trong các lần cấp phép cho các CTCK, [https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages\\_r/m/tintc-skin/hotngkinhdoanhck](https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/m/tintc-skin/hotngkinhdoanhck), truy cập 30/11/2024.

<sup>14</sup> Thực tế, để đảm bảo an toàn, các CTCK thường quy định tỉ lệ kí quỹ ở mức cao hơn, từ 19% trở lên, <https://www.vsd.vn/vi/ad/155180>, truy cập 25/10/2024.

vụ “thu hút” và “giữ chân” khách hàng của các CTCK với tư cách thành viên bù trừ. Nói cách khác, CTCK không có được một sản phẩm “đòn bẩy” hấp dẫn các nhà đầu tư trên thị trường phái sinh để gia tăng doanh thu cho công ti.

Cần phải thừa nhận rằng, CTCK là một chủ thể kinh doanh. Mong muốn lớn nhất của chủ thể này là lợi nhuận, không phải là việc phát huy tối đa vai trò của mình trên thị trường mà lại không thu về được lợi ích tương xứng. Cơ quan quản lý chỉ có thể thông qua các chính sách, quy định tạo điều kiện cho họ tham gia và thực hiện các hoạt động kinh doanh mới có thể thúc đẩy họ phát huy vai trò, góp phần phát triển thị trường. So với thị trường cơ sở, rõ ràng các nguồn thu của CTCK trên thị trường phái sinh hạn hẹp hơn rất nhiều. CTCK chỉ có thể được hưởng các phần phí chênh lệch “ít ỏi” từ phía nhà đầu tư sau khi đã trả cho VSDC theo mức quy định tối thiểu<sup>15</sup>. Nguồn thu này rất nhỏ so với các chi phí mà các CTCK phải bỏ ra để đầu tư về hạ tầng công nghệ, nhân sự cho việc duy trì vai trò thành viên trên thị trường. Đây cũng chính là một trong số nhiều lý do khiến nhiều CTCK chưa “quyết tâm” gia nhập thị trường phái sinh trong khi họ hoàn toàn có khả năng đáp ứng đủ các tiêu chí luật định. Tính đến thời điểm ngày 31/12/2023, toàn thị trường có 83 CTCK còn đang hoạt động, trong đó 71 công ti có vốn điều lệ từ 250 tỉ đồng trở lên và 44 công

ti có vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu từ 900 tỉ đồng trở lên. Tuy nhiên, cho đến nay, chỉ có 24 CTCK gia nhập thị trường phái sinh<sup>16</sup>.

*Thứ ba*, hành lang pháp lý về hoạt động tạo lập thị trường chưa vững chắc, thiếu cơ chế ưu đãi tạo động lực thu hút công ti chứng khoán phát huy vai trò nhà tạo lập thị trường

Không chỉ trên thị trường cơ sở, thị trường phái sinh cũng cần vai trò của các nhà tạo lập thị trường, nhất là các hợp đồng tương lai có thời gian đáo hạn dài. Hiện nay, Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS và Thông tư số 58/2021/TT-BTC ngày 12/7/2021 của Bộ Tài chính chỉ quy định về những vấn đề chung liên quan đến điều kiện, thủ tục, chấm dứt, huỷ bỏ tư cách thành viên tạo lập thị trường còn các vấn đề liên quan đến nghiệp vụ được hướng dẫn theo quy chế của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Ngày 29/05/2017, HNX đã ban hành Quy chế thành viên tạo lập thị trường tại HNX nhưng chỉ áp dụng đối với cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch và chứng chỉ quỹ ETF. Việc tạo lập thị trường đối với chứng khoán phái sinh được quy định tại Quy chế thành viên TTCKPS của HNX. Tại Quy chế này, các quy định liên quan khá sơ sài, chủ yếu về hồ sơ, thủ tục, quyền, nghĩa vụ, chế độ báo cáo của thành viên tạo lập thị trường đối với HNX. Một lần nữa, các vấn đề chuyên sâu về nghiệp vụ như cơ chế giao dịch, yết giá, đặt lệnh, ưu đãi... bị bỏ qua. Cho đến nay, thể hệ văn bản pháp luật điều chỉnh TTCKPS

<sup>15</sup> Thông tư số 101/2021/TT-BTC ngày 17/11/2021 của Bộ Tài chính quy định giá dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán áp dụng tại Sở giao dịch chứng khoán và Tổng công ti lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam.

<sup>16</sup> Số liệu được tác giả tổng hợp từ website của UBCKNN ([www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn)) và website của 83 CTCK, truy cập 25/10/2024.

thứ hai đã ra đời được gần 2 năm nhưng Quy chế trên của HNX vẫn chưa được sửa đổi, bổ sung cho phù hợp. Có thể lí giải thực trạng này từ hai lí do: *Một là*, HNX chưa thật sự thấy cần thiết do chưa có công ti chứng khoán nào đăng kí làm thành viên tạo lập thị trường trên thị trường phái sinh. *Hai là*, HNX đang tập trung xử lí những vấn đề cấp bách còn tồn tại trên thị trường cơ sở trong giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều biến động.

Về phía các CTCK, việc thiếu một hành lang pháp lí rõ ràng, đầy đủ về hoạt động tạo lập thị trường đã “cản trở” sự tham gia của họ, đặc biệt khi đặt lên “bàn cân” so sánh mức độ rủi ro phải gánh chịu và lợi ích có thể thu được khi thực hiện hoạt động này. Các cơ chế thanh toán, vay mượn chứng khoán, ưu đãi về thuế, phí giao dịch áp dụng cho thành viên tạo lập thị trường chưa được đề cập tới. Xem xét nội dung các quy định về hoạt động tạo lập thị trường, có thể nhận thấy, dường như tư duy của các nhà làm luật Việt Nam đang nghiêng về phía quản trị rủi ro, gán nhiều trách nhiệm cho chủ thể thực hiện, thay vì nhìn nhận đây là hoạt động kinh doanh và các chủ thể thực hiện cũng cần có quyền lợi tương xứng.

*Thứ tư*, pháp luật chưa quy định cụ thể trách nhiệm của công ti chứng khoán trong vai trò nhà tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh

Hiện nay, vấn đề trách nhiệm của CTCK khi cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh không được điều chỉnh riêng biệt trong các văn bản pháp lí về thị trường phái sinh mà nằm trong các văn bản điều chỉnh hoạt động kinh doanh chứng khoán nói chung của công ti chứng khoán, trực tiếp là

Thông tư số 121/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 của Bộ Tài chính quy định về hoạt động của CTCK. Điều này hoàn toàn hợp lí bởi không có sự khác biệt về vai trò hay trách nhiệm của CTCK khi thực hiện trên thị trường phái sinh và thị trường cơ sở. Tuy nhiên, các quy định hiện hành về trách nhiệm của CTCK liên quan đến việc tư vấn đầu tư chứng khoán nói chung và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh nói riêng còn chung chung, rất khó để xác định hành vi vi phạm của CTCK trong quá trình tác nghiệp. Vụ việc liên quan đến khuyến nghị đầu tư trên thị trường phái sinh của Công ti cổ phần chứng khoán VPS (VPS) xảy ra trong năm 2022 là minh chứng điển hình<sup>17</sup>. Cụ thể, VPS đã gửi email cho các khách hàng trong đó khuyến nghị khách hàng sử dụng lệnh bán (short) trên thị trường phái sinh để giảm thiểu rủi ro cho danh mục chứng khoán cơ sở khi thị trường điều chỉnh. Nếu VPS chỉ tư vấn khách hàng nên sử dụng công cụ phái sinh để bảo vệ tài khoản cơ sở thì hoàn toàn hợp pháp nhưng trong trường hợp này, VPS lại khuyến nghị cụ thể dùng lệnh short. Xét trong bối cảnh tại thời điểm đưa ra khuyến nghị, VPS đang là công ti chứng khoán dẫn đầu thị trường phái sinh với thị phần môi giới lên tới 55,54% năm 2021<sup>18</sup> với số lượng

---

<sup>17</sup> Bảo Sơn (2022), *Công ti cổ phần chứng khoán VPS có định hướng can thiệp TTCKPS?*, <https://thanhtravietnam.vn/thuc-tien-va-chinh-sach/xay-dung-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-minh-bach-phat-trien/cong-ty-co-phan-chung-khoan-vps-co-dinh-huong-can-thiep-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-200581.html>, truy cập 25/10/2024.

<sup>18</sup> Bảo Sơn (2022), *Chứng khoán chiếm lĩnh thị phần môi giới số 1 sàn HoSE, HNX, UPCOM và phái sinh trong năm 2021*, <https://doanhnghieptiepthi.vn/chung->

khách hàng đông đảo thì khuyến nghị của VPS có khả năng cao sẽ dẫn tới định hướng thị trường. Khi nhiều nhà đầu tư phái sinh là khách hàng của VPS cùng đặt lệnh short, thị trường phái sinh có thể bị giảm mạnh. Lúc đó, nếu VPS thực hiện tự doanh phái sinh với các lệnh short chắc chắn sẽ “thắng lợi”. Câu hỏi đặt ra, nội dung tư vấn của VPS đúng quy định không và có sự thao túng thị trường ở đây không? Pháp luật hiện hành không có câu trả lời thoả đáng cho trường hợp này.

Tóm lại, những hạn chế, bất cập nêu trên của pháp luật là một trong những nguyên nhân cản trở việc thực hiện và phát huy vai trò của CTCK trên TTCKPS. Do vậy, để phát triển TTCKPS một cách ổn định, an toàn và bền vững, việc làm cần thiết là phải hoàn thiện các quy định pháp luật này.

#### **4. Một số kiến nghị nhằm hoàn thiện pháp luật hiện hành để phát huy tối đa vai trò của công ti chứng khoán trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

*4.1. Thay đổi cách thức quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu áp dụng cho các hoạt động kinh doanh chứng khoán trên cả thị trường chứng khoán cơ sở và thị trường chứng khoán phái sinh theo hướng chỉ quy định mức tối thiểu chung*

Theo đó, trên mỗi loại thị trường, nhà làm luật chỉ cần quy định mức vốn điều lệ tối thiểu chung cho tất cả các hoạt động kinh doanh chứng khoán của CTCK trên thị trường đó. Đề xuất này dựa trên 3 lí do chính sau:

*Thứ nhất*, xét về mặt lí thuyết, các hoạt động kinh doanh chứng khoán dù trên thị

trường cơ sở hay trên thị trường phái sinh đều có mối quan hệ cộng hưởng chặt chẽ với nhau. Hoạt động tư vấn đầu tư hỗ trợ các khách hàng của hoạt động môi giới, mạng lưới khách hàng của môi giới là các nhà đầu tư tiềm năng mua chứng khoán được CTCK bảo lãnh còn hoạt động tự doanh được thực hiện trên cơ sở tận dụng lợi thế về công nghệ, thông tin, khách hàng của hoạt động môi giới. Mối quan hệ chặt chẽ này là cơ sở thúc đẩy các CTCK có xu hướng thực hiện đồng thời nhiều hoạt động.

*Thứ hai*, xuất phát từ nhu cầu thực tế của các CTCK trên thị trường. Theo số liệu tổng hợp, tính đến thời điểm ngày 31/12/2023, trên thị trường cơ sở có 63/83 CTCK được cấp phép thực hiện đủ 04 nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán, còn trên thị trường phái sinh 24/24 CTCK gia nhập thị trường đều xin cấp phép đủ 3 hoạt động kinh doanh chứng khoán (môi giới, tự doanh, tư vấn đầu tư)<sup>19</sup>. Điều này cho thấy, đại đa số các CTCK đều lựa chọn hình thức hoạt động đa nghiệp vụ.

*Thứ ba*, đảm bảo sự thống nhất trong quy định về tiêu chí vốn điều lệ tối thiểu đối với hoạt động kinh doanh chứng khoán giữa thị trường cơ sở và thị trường phái sinh. Ngoài ra, còn đảm bảo sự bình đẳng giữa chủ thể kinh doanh chứng khoán với các chủ thể kinh doanh ngân hàng, kinh doanh bảo hiểm khi cùng thực hiện các hoạt động kinh doanh có tính chất rủi ro tương tự nhau<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> Số liệu được tác giả tổng hợp từ website của UBCKNN, HNX, VSDC và các CTCK, [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn), [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn), [www.vsd.vn](http://www.vsd.vn), truy cập 25/10/2024.

<sup>20</sup> Nguyễn Thị Phương Thảo (2023), *Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam hiện nay*, Luận án tiến sĩ luật học, Trường Đại học Luật Hà Nội, tr. 143.

[khoan-vps-chiem-linh-thi-phan-moi-gioi-so-1-san-hose-hnx-upcom-va-phai-sinh-trong-nam-2021-161220601104307304.htm](http://khoan-vps-chiem-linh-thi-phan-moi-gioi-so-1-san-hose-hnx-upcom-va-phai-sinh-trong-nam-2021-161220601104307304.htm), truy cập 25/10/2024.

Tuy nhiên, để phù hợp với đặc thù về vai trò của CTCK trong cơ chế bù trừ thanh toán CCP trên TTCKPS, nhà làm luật vẫn nên giữ nguyên quy định như hiện nay về mức vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu tối thiểu đối với thành viên bù trừ chung phải cao hơn so với thành viên bù trừ trực tiếp. Lí do bởi phạm vi thực hiện nghiệp vụ bù trừ thanh toán của thành viên bù trừ chung rộng hơn nhiều so với thành viên bù trừ trực tiếp nên phải đòi hỏi năng lực tài chính lớn hơn để tương ứng với khả năng chịu trách nhiệm. Hiện nay, thị trường chỉ có 04/24 CTCK được công nhận là thành viên bù trừ chung.

*4.2. Cho phép thực hiện cơ chế kí quỹ bằng chứng khoán ở cấp độ nhà đầu tư và thành viên bù trừ trong khi vẫn giữ nguyên yêu cầu kí quỹ bằng tiền ở cấp độ thành viên bù trừ và VSDC*

Có thể gọi đây là cơ chế kí quỹ bằng chứng khoán cấp độ 1. Theo cơ chế này, nhà đầu tư có thể sử dụng chứng khoán làm tài sản kí quỹ cho các giao dịch chứng khoán phái sinh theo danh mục chứng khoán kí quỹ do các CTCK làm thành viên bù trừ lựa chọn nhưng phải đáp ứng những điều kiện tối thiểu của pháp luật. Thành viên bù trừ sẽ tính toán giá trị chứng khoán kí quỹ của nhà đầu tư để quy đổi sang tiền kí quỹ và giải ngân tiền để nộp lại cho VSDC theo mức kí quỹ tối thiểu quy định. Xét về bản chất, thành viên bù trừ đã thực hiện giao dịch cho vay kí quỹ đối với nhà đầu tư tương tự như dịch vụ cho vay “margin” trên thị trường cơ sở.

Trong bối cảnh thị trường phái sinh hiện nay, cơ chế kí quỹ bằng chứng khoán cấp độ 1 hoàn toàn có thể thực hiện được và nên thực hiện, bởi một số lí do:

- Các CTCK có đủ năng lực quản trị rủi ro việc cho nhà đầu tư vay tiền dựa trên tài sản kí quỹ là chứng khoán. Với hơn 13 năm cung cấp dịch vụ giao dịch kí quỹ chứng khoán trên thị trường cơ sở<sup>21</sup>, các CTCK có đủ trình độ chuyên môn, kinh nghiệm quản trị, hạ tầng công nghệ, đội ngũ nhân sự để có thể quản trị được rủi ro việc cho vay giao dịch kí quỹ chứng khoán trên thị trường phái sinh.

- VSDC chưa cần thay đổi quá nhiều hệ thống hạ tầng công nghệ và áp lực về đội ngũ nhân sự quản lí bởi việc quản lí chứng khoán kí quỹ do các thành viên bù trừ thực hiện.

- Là biện pháp cung cấp đòn bẩy tài chính, thu hút các nhà đầu tư tham gia thị trường phái sinh. Tính tại thời điểm ngày 31/10/2024, số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán phái sinh mới là 1.802.656 tài khoản trong khi số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán cơ sở đã là 8.864.733 tài khoản (bằng 2%)<sup>22</sup>. Như vậy, dư địa các nhà đầu tư chưa tham gia thị trường phái sinh còn rất lớn.

- Cung cấp thêm công cụ quan trọng cho các CTCK xây dựng các sản phẩm, dịch vụ hấp dẫn, thu hút nhà đầu tư tham gia thị trường và giao dịch, từ đó gia tăng nguồn thu cho CTCK đang hoạt động và tạo động lực cho các CTCK khác gia nhập thị trường phái sinh.

Việc áp dụng cơ chế kí quỹ bằng chứng khoán cấp độ 1 có thể coi là bước đệm cho việc

<sup>21</sup> Trên thị trường cơ sở, lần đầu tiên CTCK được thực hiện cho vay kí quỹ chứng khoán theo Quyết định số 637/QĐ-UBCK ngày 30/8/2011 của Ủy ban chứng khoán Nhà nước về việc ban hành Quy chế hướng dẫn giao dịch kí quỹ chứng khoán.

<sup>22</sup> Công thông tin điện tử Ủy ban Chứng khoán nhà nước, [https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages\\_r/m/thngtinthtrng/thngkthtrng/nhutttrnttck](https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/m/thngtinthtrng/thngkthtrng/nhutttrnttck), truy cập 30/11/2024.

chuyển giao sang kí quỹ chứng khoán theo cả 2 cấp độ. Thực tế, với quy định hiện hành về cho vay kí quỹ trên thị trường cơ sở, các CTCK hoàn toàn có thể thực hiện được việc cho vay kí quỹ chứng khoán trên thị trường phái sinh thông qua một số “thao tác kỹ thuật nghiệp vụ” chuyển sức mua từ tài khoản giao dịch cơ sở sang tài khoản tiền gửi kí quỹ phái sinh. Tuy nhiên, đây không phải là một việc “danh chính ngôn thuận”. Các CTCK cần một cơ sở pháp lí rõ ràng, cụ thể để triển khai và chỉ có như vậy mới thúc đẩy được họ phát huy được vai trò của mình.

*4.3. Quy định cụ thể về hoạt động tạo lập thị trường cùng với các cơ chế ưu đãi kèm theo, tạo động lực thúc đẩy các công ti chứng khoán thực hiện*

Trước hết, HNX cần sớm ban quy chế riêng hướng dẫn về nghiệp vụ tạo lập thị trường, tạo hành lang pháp lí rõ ràng, đầy đủ cho các CTCK “tự tin” tham gia. Các nội dung về cơ chế giao dịch, yết giá, nguyên tắc đặt lệnh cần được quy định rõ. Đặc biệt, trường hợp đồng thời đặt lệnh tạo lập thị trường, lệnh môi giới và lệnh tự doanh phải tuân theo những nguyên tắc nhất định, ngăn chặn tình trạng CTCK lạm dụng để trục lợi, gây tổn thất cho các nhà đầu tư trên thị trường. Bên cạnh đó, pháp luật nên có cơ chế miễn thuế và phí cho các giao dịch tạo lập thị trường của CTCK để khuyến khích họ tham gia tích cực. Ở mức độ vĩ mô hơn, các nhà quản lí cũng cần có các giải pháp bền vững để cải thiện thanh khoản và quy mô cho thị trường phái sinh, qua đó tạo môi trường cho hoạt động của các nhà tạo lập thị trường.

Xác định các giải pháp để kích thích, tạo động lực cho các CTCK phát huy vai trò

nhà tạo lập thị trường trên thị trường cơ sở đã khó thì quá trình thực hiện việc này trên thị trường phái sinh non trẻ còn khó hơn nhiều lần. Tuy nhiên, cần phải khẳng định rằng, phát huy vai trò của nhà tạo lập thị trường là việc làm không thể thiếu nếu muốn có một TTCKPS phát triển ổn định, thu hút được sự tham gia của nhiều nhà đầu tư trên thị trường.

*4.4. Cần quy định cụ thể trách nhiệm của công ti chứng khoán trong vai trò nhà tư vấn đầu tư chứng khoán nhằm bảo vệ quyền lợi chính đáng của các nhà đầu tư và đảm bảo tính ổn định của thị trường*

Với thời gian hoạt động ngắn, TTCKPS Việt Nam được đánh giá phát triển khá nhanh. Thực tế cho thấy, có hiện tượng các nhà đầu tư tập trung lướt sóng phái sinh mà không quan tâm nhiều đến chứng khoán cơ sở. Số lượng nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường ngày càng nhiều một phần vì cho rằng giao dịch nhanh gọn trong ngày, tỉ lệ sử dụng đòn bẩy cao, lời/lỗ xác định ngay. Trong khi đó, chứng khoán phái sinh nhiều rủi ro, nhà đầu tư phải chuyên nghiệp, biết phân tích mới nên tham gia. Đặc biệt, sản phẩm phái sinh của Việt Nam hiện nay chưa thực sự gắn liền với danh mục chứng khoán cơ sở để cân bằng vị thế trên hai thị trường. Tâm lí nhà đầu tư trên thị trường phái sinh dễ bị ảnh hưởng bởi những tin đồn hay những lời tư vấn, khuyến nghị từ các công ti chứng khoán. Do vậy, việc cụ thể hoá quy định về trách nhiệm của CTCK trong quá trình tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh cho nhà đầu tư là cần thiết. Theo đó, nhà làm luật phải quy định rõ các trường hợp CTCK

không được đưa ra các khuyến nghị đầu tư để dẫn đến xung đột lợi ích. Trường hợp CTCK đang thực hiện tự doanh các chứng khoán thuộc nội dung khuyến nghị, công ti cần công khai thông tin để nhà đầu tư biết. Nội dung tư vấn, khuyến nghị của công ti không được mang tính chất kêu gọi, hô hào, kích động để lôi kéo nhà đầu tư tham gia. Đồng thời, pháp luật cũng cần có những chế tài nghiêm khắc, đủ sức răn đe để ngăn chặn và trừng phạt các hành vi vi phạm của CTCK trong quá trình thực hiện. Chỉ có như vậy, CTCK phát huy được đúng vai trò nhà tư vấn đầu tư chứng khoán, hỗ trợ thông tin giúp các nhà đầu tư trên thị trường ra quyết định đầu tư đúng đắn để được hưởng phí dịch vụ, thay vì lạm dụng để đi “chệch hướng”.

### 5. Kết luận

Việc xem xét lại vai trò của CTCK trên TTCKPS dưới góc độ pháp luật điều chỉnh là yêu cầu cấp thiết trong bối cảnh TTCKPS Việt Nam đang phát triển khá nhanh nhưng lại thiếu tính bền vững trong thời gian qua. Những hạn chế, bất cập của pháp luật hiện hành không chỉ cản trở quá trình thực hiện và phát huy vai trò của CTCK mà còn “tạo điều kiện” cho các CTCK đi quá giới hạn được phép của mình. Do vậy, việc hoàn thiện các quy định pháp luật này sẽ tạo hành lang pháp lý đầy đủ, rõ ràng cho CTCK hoạt động, từ đó phát huy tối đa được vai trò quan trọng của mình, thực sự trở thành “cầu nối” giữa nhà đầu tư và thị trường, góp phần phát triển thị trường phái sinh ổn định, hoạt động an toàn, hiệu quả theo mục tiêu đã được đề ra trong Chiến lược tài chính đến năm 2030 của Bộ Tài chính./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bảo San (2022), *Công ti cổ phần chứng khoán VPS có định hướng can thiệp TTCKPS?*, <https://thanhtravietnam.vn/thuc-tien-va-chinh-sach/xay-dung-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-minh-bach-phat-trien/cong-ty-co-phan-chung-khoan-vps-co-dinh-huong-can-thiep-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-200581.html>
2. Nguyễn Văn Tuyền (2023), “Những vấn đề đặt ra đối với pháp luật chứng khoán và pháp luật hợp đồng khi có sự gia nhập của chứng khoán phái sinh trong các giao dịch”, *Ki yếu hội thảo khoa học về “Xây dựng và hoàn thiện hành lang pháp lý cho thị trường chứng khoán phái sinh”*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Tạp chí pháp luật và phát triển & Báo Pháp luật Việt Nam.
3. Nguyễn Thị Phương Thảo (2023), *Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam hiện nay*, Luận án tiến sĩ luật học, Trường Đại học Luật Hà Nội.
4. PV (2024), *Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh đến năm 2030*, <https://tapchitaichinh.vn/phat-trien-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-den-nam-2030.html>
5. S.M.R.K. Samarakoon, Rudra P. Pradhan, Rana P. Maradana, Premjit Sahoo (2024), “What determines the success of equity derivatives markets? A Global perspective”, *Borsa Istanbul Review*, Vol.24.
6. Trần Cao Nguyên (2002), *Cơ sở lý luận và thực tiễn để hình thành thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam*, Đề tài khoa học Ủy ban chứng khoán nhà nước.
7. VSDC (2024), *Báo cáo thường niên Trung tâm lưu lý chứng khoán Việt Nam năm 2023*.