

THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN CHỨNG QUYỀN CÓ BẢO ĐẢM Ở VIỆT NAM VÀ MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ

Nguyễn Thị Anh Trâm

Tóm tắt

Chứng quyền có bảo đảm (CW) là sản phẩm tài chính phổ biến tại nhiều thị trường chứng khoán (TTCK) trên thế giới. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, CW là sản phẩm khá mới mẻ. Từ khi đi vào hoạt động đến nay, thị trường CW ở Việt Nam đã đạt được những thành quả đáng ghi nhận như số lượng mã CW tăng lên đáng kể, khối lượng và giá trị giao dịch ngày càng tăng, thu hút được nguồn vốn ngoại... Tuy nhiên, quy mô giao dịch của sản phẩm này còn khá khiêm tốn so với quy mô toàn thị trường, số lượng tổ chức phát hành (TCPH) còn ít, kết quả một số đợt phát hành không thành công. Mục tiêu của bài viết này là phân tích thực trạng phát triển thị trường CW ở Việt Nam hiện nay. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất một số khuyến nghị nhằm phát triển thị trường CW trong thời gian tới.

Từ khóa: Chứng quyền có bảo đảm, thị trường chứng khoán, nhà đầu tư, cổ phiếu.

THE DEVELOPMENT OF COVERED WARRANTS IN VIETNAM AND SOME RECOMMENDATIONS

Abstract

The Covered Warrant (CW) is a popular financial product in many stock markets around the world. In the Vietnamese stock market, it is a relatively new product. The Vietnamese CW market has achieved remarkable results since it came into operation, such as a significant increase in the number of CW codes, increasing volumes and values of transactions, attracting foreign capital, etc. However, the trading scale of this product is quite modest compared to the market size, the number of issuers is small and some issuances are unsuccessful. The objective of this article is to analyze the status of CW development in Vietnam. On that basis, the author provides some recommendations to develop the CW market in the near future.

Keywords: Covered Warrants, stock market, investors, stock.

JEL classification: E, E27.

1. Tính cấp thiết của nghiên cứu

Ra mắt lần đầu tiên vào cuối thập niên 80, đầu thập niên 90 tại Hồng Kông và Đức, đến nay CW đã trở thành sản phẩm tài chính phổ biến tại thị trường chứng khoán của nhiều nước trên thế giới. Theo số liệu thống kê của Liên đoàn các Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới (WFE), tính đến năm 2018 đã có 2,3 triệu chứng quyền được phát hành và niêm yết trên các Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới, giá trị giao dịch tương đương 937 tỷ USD. Bên cạnh đó, cũng theo số liệu từ WFE, thị trường chứng quyền đang phát triển mạnh với tỷ lệ tăng trưởng tổng giá trị giao dịch trên toàn thế giới năm 2018 đạt 30%. Trong đó, Châu Á – Thái Bình Dương là khu vực có giao dịch CW sôi động nhất thế giới với 87% doanh số giao dịch toàn cầu. Trong Top 10 Sở giao dịch chứng khoán có doanh số giao dịch chứng quyền lớn nhất thế giới năm 2018, khu vực này góp mặt 5 thành viên. Nhờ vào các đặc tính như tỷ lệ đòn bẩy cao, chi phí đầu tư thấp và thời hạn sản phẩm ngắn, CW được đánh giá là phù hợp với nhà đầu tư cá nhân, đặc biệt là những nhà đầu tư ưa thích rủi ro.

Tuy nhiên, đối với TTCK Việt Nam, sản phẩm này còn khá mới mẻ. Ngày 28 tháng 6 năm 2019, sau nhiều lần lỡ hẹn, CW mới chính thức

được đưa vào niêm yết và giao dịch tại TTCK Việt Nam. So với TTCK các nước trong khu vực và trên thế giới, TTCK Việt Nam còn khá non trẻ với gần 20 năm phát triển. Theo số liệu từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, tính đến tháng 2/2020, đã có hơn 2,4 triệu tài khoản của nhà đầu tư được đăng ký, trong đó hơn 99% là nhà đầu tư cá nhân. Đây là cơ sở để kỳ vọng sản phẩm chứng quyền có bảo đảm sẽ thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Bên cạnh đó, số lượng hàng hóa trên TTCK Việt Nam hiện khá ít với cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, hợp đồng tương lai trên chỉ số VN30, hợp đồng tương lai Trái phiếu chính phủ, chưa có hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai trên cổ phiếu đơn lẻ, hợp đồng tương lai trên chỉ số mới... Vì vậy, việc phát triển CW vừa đa dạng hóa các lựa chọn cho nhà đầu tư, vừa tăng thêm sản phẩm trên TTCK.

CW cũng có nhiều đặc điểm gần giống với quyền chọn như cho phép người sở hữu được quyền mua hoặc bán chứng khoán cơ sở (CKCS) theo một mức giá đã xác định trước tại thời điểm đã được ấn định nên việc phát triển CW là tiền đề quan trọng cho việc triển khai sản phẩm hợp đồng quyền chọn trong tương lai.

Chính vì những lý do trên, phát triển CW tại TTCK Việt Nam là một sự tất yếu, phù hợp với xu hướng phát triển của TTCK các nước trên thế giới.

2. Tổng quan tài liệu nghiên cứu

Trên thế giới cũng như ở Việt Nam đã có nhiều nghiên cứu về CW. Theo Lin Ying Kui trong “Do warrants lead the underlying stocks and index futures?” [6], CW không dẫn dắt giá cổ phiếu, ngược lại, khi giá CKCS tăng, giá CW cũng có xu hướng tăng, khi giá CKCS giảm thì giá CW cũng có xu hướng giảm. Nghiên cứu cũng cho thấy các nhà tạo lập thị trường có ít rủi ro trong giao dịch hơn so với các nhà đầu tư có am hiểu về CW. Lợi nhuận của các nhà đầu tư cũng phụ thuộc vào mức chênh lệch giữa số tiền được TCPH thanh toán và phí mà nhà đầu tư bỏ ra để mua CW. Bài nghiên cứu “Behavioral Preferences for Individual Securities: The Case for Call Warrants and Call Options” của Jenke Ter Horst và Chris Veld [5] đã chỉ ra rằng đa số chứng quyền mua được các nhà đầu tư cá nhân định giá cao hơn nhiều so với giá trị thực của chúng trong 5 ngày giao dịch đầu tiên. Nghiên cứu cũng cho thấy việc định giá cao này là do sở thích của nhà đầu tư đối với chứng quyền đó chứ không phải do những lý giải có cơ sở nào. Nghiên cứu của David Abad và Belen Nieto trong “The Unavoidable Task of Understanding Warrants Pricing” [1] thì cho rằng giá chứng quyền phụ thuộc vào TCPH. Các chứng quyền có cùng đặc điểm nhưng TCPH khác nhau sẽ có giá khác nhau.

Ở trong nước cũng đã có một số nghiên cứu về CW. Nghiên cứu của Mai Hiền về “Thị trường chứng quyền trên thế giới – Kinh nghiệm dành cho thị trường Việt Nam” [7] đã nêu ra thực trạng phát triển CW trên thế giới và rút ra một số kinh nghiệm dành cho Việt Nam khi chuẩn bị phát hành CW ra thị trường như thị trường CW chỉ hoạt động hiệu quả nhất khi trình độ hiểu biết của nhà đầu tư và tổ chức phát hành là ngang nhau; công tác đào tạo nhà đầu tư luôn là vấn đề cốt lõi nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán. Bài viết “Tác động của chứng quyền có bảo đảm đối với thị trường chứng khoán” [10] đã nêu ra những lợi ích, rủi ro của CW và phân tích những tác động của CW khi được chính thức niêm yết và giao dịch trên TTCK. Bài viết “Được, mất mùa kinh doanh chứng quyền đầu tiên” của tác giả Nhã An [8] đã nêu lên kết quả của đợt đáo hạn chứng quyền đầu tiên và rút ra kết luận: Nhà đầu tư bán chứng quyền trước ngày đáo hạn sẽ có lợi hơn (trừ trường hợp giá CKCS đang tăng tốt) vì càng gần ngày đáo hạn, giá trị thời gian của chứng quyền sẽ giảm đi.

Nhìn chung, các nghiên cứu trên được thực hiện khi CW chưa được triển khai ở Việt Nam hoặc chỉ nêu kết quả của một đợt đáo hạn CW. Bài báo này sẽ tập trung nghiên cứu thực trạng phát triển CW ở Việt Nam trên cả phương diện tổ chức phát hành, CKCS và quy mô giao dịch.

3. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện bài báo này, tác giả đã sử dụng các phương pháp nghiên cứu sau:

Phương pháp thu thập số liệu: Các số liệu trong bài báo này chủ yếu được tác giả thu thập thông qua các báo cáo thống kê trên website của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), Ủy ban chứng khoán Nhà nước, các công ty chứng khoán: Công ty cổ phần chứng khoán (CTCPCK) SSI, Công ty cổ phần chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) và các nguồn khác.

Phương pháp phân tích số liệu: Từ các số liệu thu thập được, tác giả sử dụng các phương pháp thống kê mô tả, phân tích và tổng hợp để phân tích thực trạng phát triển CW ở Việt Nam, đánh giá các kết quả đạt được và hạn chế, từ đó đề xuất các kiến nghị nhằm phát triển thị trường CW ở Việt Nam trong tương lai.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thực trạng phát triển chứng quyền có bảo đảm ở Việt Nam

4.1.1. Tổ chức phát hành CW

Theo quy định tại Khoản 21 Điều 1 Nghị định số 60/2015/NĐ-CP, tổ chức phát hành CW là các công ty chứng khoán đáp ứng một số điều kiện như: không có lỗ lũy kế, có vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu đạt tối thiểu 1.000 tỷ đồng trở lên theo báo cáo tài chính năm của năm gần nhất; phải ký quỹ CKCS hoặc tiền để đảm bảo thanh toán cho đợt chào bán chứng quyền; không bị đặt trong tình trạng cảnh báo, tạm ngừng hoạt động, đình chỉ hoạt động hoặc trong quá trình hợp nhất, sáp nhập, giải thể, phá sản.

Đối chiếu với các điều kiện trên, trong số 90 công ty chứng khoán đang hoạt động trên TTCK Việt Nam, chỉ có khoảng 16 công ty đủ điều kiện phát hành CW. Tuy nhiên, trong đợt chào bán CW đầu tiên, chỉ có 7 công ty tham gia phát hành với 10 mã CW được niêm yết. Tổng khối lượng phát hành đợt này là 23,5 triệu CW, tổng giá trị phát hành là hơn 50 tỷ đồng. Trong đợt phát hành đầu tiên, các tổ chức phát hành tập trung vào kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng. Các đợt phát hành sau, thời hạn CW càng được tăng lên như chứng quyền CDPM2002, CHDB2003, CHPG2002 do Công ty cổ phần chứng khoán KIS Việt Nam phát hành ngày 16/01/2020 có thời hạn 11 tháng. Đối với các công ty chứng khoán,

việc phát hành CW sẽ làm tăng thêm nghiệp vụ hoạt động cho công ty như nghiệp vụ phát hành sản phẩm đầu tư, hoạt động tạo lập thị trường, hoạt động quản

trị rủi ro... Nhờ vậy nguồn thu của công ty chứng khoán đa dạng hơn.

Bảng 1: Các công ty chứng khoán đã phát hành CW (Tính đến 30/3/2020)

Tên viết tắt	Tên tổ chức phát hành	Tổng số đợt phát hành	Tổng khối lượng phát hành (CW)	Tổng giá trị phát hành (Triệu đồng)
SSI	CTCPCK SSI	22	33.000.000	220.600
VNDS	CTCPCK VNDIRECT	5	17.400.000	61.576
HSC	CTCPCK TP. Hồ Chí Minh	16	82.000.000	139.400
MBS	CTCPCK MB	19	44.800.000	83.550
KIS	CTCPCK KIS Việt Nam	34	117.300.000	231.661
VPS	CTCPCK VPBank	2	3.500.000	4.250
VCSC	CTCPCK Bản Việt	3	4.000.000	14.600
BSC	CTCPCK Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	1	1.000.000	2.000
TỔNG			303.000.000	753.387

Tính đến ngày 30 tháng 3 năm 2020, sau 9 tháng triển khai, có 8 công ty chứng khoán đã tham gia phát hành CW. Tổng số mã CW các công ty này đã phát hành là 106 mã với 303 triệu CW, trong đó 44 mã đã đáo hạn và 62 mã đang giao dịch. So với thời điểm mới đưa vào giao dịch, số lượng mã CW đã tăng lên đáng kể. Tổng giá trị phát hành đạt 753.387 triệu đồng. SSI, KIS Việt Nam, HSC và MBS hiện là những công ty chứng khoán có hoạt động phát hành CW sôi động nhất. Trong đó, KIS là công ty có số mã CW đang niêm yết nhiều nhất với 21 mã. Như vậy, so với lúc mới đưa vào niêm yết, số lượng mã CW đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ.

Bên cạnh sự tăng trưởng về số lượng mã CW niêm yết, khối lượng phát hành CW cũng ngày càng tăng nhưng kết quả của các đợt phát hành chưa đồng đều. Ví dụ như đợt phát hành ngày 19/8/2019 của MBS có kết quả vượt ngoài mong đợi: 3 triệu chứng quyền CREE02MBS19CE đã được mua hết chỉ sau 30 phút mở bán, 3 triệu chứng quyền CFPT02MBS19CE được mua hết trong vòng chưa đầy 2 tiếng đồng hồ. Bên cạnh đó thì vẫn có những đợt phát hành mà kết quả không mấy tích cực. Điển hình như đợt phát hành ngày 14/8/2019 của KIS: 11,3 triệu CW dựa trên 4 mã CKCS là HPG, MSN, VIC, VRE được đăng ký phát hành nhưng chỉ có một nhà đầu tư mua 10.000 CW trên cổ phiếu MSN, các mã còn lại không phân phối được đơn vị nào. Các mã CW trong đợt phát hành trên chưa thu hút được nhà

Nguồn: Tổng hợp từ website: hsx.vn và vietstock.vn

đầu tư một phần là do giá hòa vốn của các CW cao hơn nhiều so với thị giá của CKCS như mã chứng quyền CVIC1901 có thời hạn 3 tháng, giá hòa vốn là 141.288 đồng trong khi giá CKCS thời điểm phát hành CW là 118.600 đồng và giá cao nhất trong vòng 6 tháng của VIC cũng chỉ là 122.100 đồng. Như vậy để CVIC1901 có lãi, giá cổ phiếu VIC phải tăng hơn 19% trong 3 tháng tới. Điều này theo các nhà đầu tư là khó xảy ra.

4.2.2. Chứng khoán cơ sở của CW

CW được niêm yết trên sàn chứng khoán và giao dịch như CKCS. CW luôn gắn với một mã CKCS để làm căn cứ tham chiếu xác định lãi, lỗ. Theo Thông tư Số 107/2016/TT-BTC về hướng dẫn chào bán và giao dịch CW, CKCS có thể là cổ phiếu, chứng chỉ quỹ ETF hoặc chỉ số chứng khoán. Hiện tại, Ủy ban chứng khoán Nhà nước mới chỉ cho phép triển khai CW trên CKCS là cổ phiếu. Ngày 18 tháng 01 năm 2018, Ủy ban chứng khoán Nhà nước ban hành Quyết định số 72/QĐ-UBCK về việc ban hành quy chế hướng dẫn chào bán và phòng ngừa rủi ro CW, theo đó CKCS của CW phải thỏa mãn các điều kiện như:

Thuộc nhóm VN30; Giá trị vốn hóa hàng ngày bình quân trong 6 tháng gần nhất tính đến ngày chốt dữ liệu xem xét từ 5.000 tỷ đồng trở lên; Tổng khối lượng giao dịch trong 6 tháng gần nhất tính đến ngày chốt dữ liệu xem xét tối thiểu đạt 25% số lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng bình quân trong 6 tháng gần nhất, hoặc giá trị giao dịch hàng ngày bình quân

trong 6 tháng từ 50 tỷ đồng/ngày trở lên; thời gian niêm yết từ 6 tháng trở lên...

Kết quả hoạt động kinh doanh phải có lãi hoặc không có lỗ lũy kế; không trong tình trạng bị cảnh báo, kiểm soát, kiểm soát đặc biệt, tạm ngừng giao dịch.

Với những tiêu chuẩn khắt khe như trên, trước thời điểm CW lần đầu tiên được niêm yết, theo thông báo của HOSE, có 26 mã cổ phiếu đủ

điều kiện làm chứng khoán cơ sở cho sản phẩm CW. Trong đợt phát hành đầu tiên, chỉ có 6 mã cổ phiếu được chọn làm CKCS để phát hành CW là FPT, HPG, MBB, MWG, PNJ và VNM. Đến cuối tháng 3 năm 2020, trong số 383 mã cổ phiếu đang niêm yết trên HOSE, chỉ có 22 mã đủ điều kiện làm CKCS để phát hành CW, trong đó chiếm ưu thế là cổ phiếu của các ngân hàng thương mại (NHTM).

Bảng 2: Danh sách cổ phiếu đáp ứng điều kiện là chứng khoán cơ sở của CW
(Áp dụng từ ngày 27/3/2020)

STT	Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	STT	Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp
1	CTD	Công ty cổ phần (CTCP) xây dựng CONTECCONS	12	ROS	CTCP Xây dựng FLC FAROS
2	EIB	NHTM cổ phần Xuất Nhập khẩu Việt Nam	13	SBT	CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa
3	FPT	Công ty cổ phần FPT	14	SSI	CTCP Chứng khoán SSI
4	HDB	NHTM cổ phần Phát triển TP.Hồ Chí Minh	15	STB	NHTM cổ phần Sài Gòn Thương Tín
5	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	16	TCB	NHTM cổ phần Kỹ thương Việt Nam
6	MBB	NHTM cổ phần Quân đội	17	VHM	CTCP Vinhomes
7	MSN	CTCP Tập đoàn MaSan	18	VIC	Tập đoàn Vingroup - CTCP
8	MWG	CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	19	VJC	CTCP Hàng không VietJet
9	NVL	CTCP Tập đoàn đầu tư địa ốc No Va	20	VNM	CTCP Sữa Việt Nam
10	PNJ	CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	21	VPB	NHTM cổ phần Việt Nam Thịnh Vượng
11	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	22	VRE	CTCP Vincom Retail

Trong số 22 mã cổ phiếu đủ điều kiện làm CKCS của CW theo bảng trên, hiện có 20 mã có CW đang giao dịch, 2 mã cổ phiếu không có CW đang giao dịch là CTD và EIB. Các cổ phiếu được lựa chọn làm CKCS để phát hành CW đều là các cổ phiếu được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng tốt, đã được sàng lọc trong số các cổ phiếu đang niêm yết. Chính điều này khiến nhà đầu tư yên tâm hơn khi đầu tư vào CW.

4.2.3. Quy mô giao dịch

Ngày 28 tháng 6 năm 2019, CW đã chính thức được niêm yết và giao dịch trên HOSE. Kết

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
thức ngày giao dịch đầu tiên, tổng khối lượng giao dịch đạt hơn 2,94 triệu CW, tổng giá trị giao dịch đạt hơn 5,6 tỷ đồng với 7.616 lệnh đặt mua và 5.045 lệnh đặt bán.

Việc đưa CW vào giao dịch đã đánh dấu cột mốc quan trọng đối với HOSE cũng như TTCK Việt Nam. Sự xuất hiện của CW giúp đa dạng hóa các lựa chọn đầu tư, tăng tính thanh khoản, hỗ trợ thị trường chứng khoán phát triển ổn định và góp phần làm phong phú các sản phẩm, hàng hóa trên thị trường chứng khoán.

Bảng 3: Quy mô giao dịch CW (Tính đến 31/3/2020)

Tháng	Khối lượng giao dịch			Giá trị giao dịch		
	Khối lượng (CW)	So với tháng trước	Tỷ trọng trên HOSE	Số tiền (Triệu đồng)	So với tháng trước	Tỷ trọng trên HOSE
6/2019	2.942.210			5.660		
7/2019	45.850.680	1458,4%	1,2%	140.125	2375,9%	0,15%
8/2019	40.105.790	-12,5%	1,0%	157.627	12,5%	0,16%
9/2019	43.508.850	8,5%	1,2%	140.287	-11,0%	0,17%
10/2019	68.041.640	56,4%	1,6%	161.043	14,8%	0,17%
11/2019	98.384.890	44,6%	2,2%	221.109	37,3%	0,22%
12/2019	80.212.780	-18,5%	1,6%	121.916	-44,9%	0,12%
1/2020	48.632.780	-39,4%	1,5%	99.566	-18,3%	0,15%
2/2020	115.396.330	137,3%	2,8%	150.463	51,1%	0,2%
3/2020	153.707.800	33,2%	2,6%	64.034	-57,4%	0,07%
Tổng	696.783.750			1.261.829		

Nguồn: Tổng hợp từ hsx.vn

Qua bảng thống kê quy mô giao dịch CW trên cho thấy khối lượng và giá trị giao dịch CW ngày càng tăng. Tháng 2 năm 2020 ghi nhận sự sôi động của thị trường CW với khối lượng giao dịch bình quân phiên đạt hơn 5,77 triệu CW (chiếm 2,8% tổng khối lượng giao dịch tại HOSE), cao nhất trong các tháng kể từ khi CW bắt đầu giao dịch trên sàn. Giá trị giao dịch đạt 7,52 tỷ đồng/phiên (chiếm 0,2% tổng giá trị giao dịch tại HOSE). Tháng 3 năm 2020, do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đã làm cho thị trường chứng khoán lao dốc, hầu hết giá các cổ phiếu trên sàn đều giảm mạnh, trong đó có các mã là CKCS của các CW đang lưu hành. Diễn hình như, thống kê đến ngày 31/3/2020 cho thấy so với thời điểm ngày 6/3/2020 – thời điểm thị trường chứng khoán bắt đầu lao dốc, giá cổ phiếu HPG giảm 24%, VRE giảm 32%, MBB giảm 34%, VPB giảm 38%, ROS giảm 55%. Điều này đã kéo theo giá CW giảm sâu, nhiều mã CW giảm giá trên 50%, các nhà đầu tư cũng bán tháo CW để cắt lỗ làm cho giá trị giao dịch CW trong tháng 3 chỉ đạt 2,91 tỷ đồng/phiên, giảm hơn 50% so với tháng 2 trong khi khối lượng giao dịch đạt

mức cao kỷ lục với gần 6,99 triệu CW/phiên, tăng 21,1% so với tháng 2.

Cũng theo số liệu thống kê từ HOSE cho thấy, tỷ trọng về khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch CW so với toàn sàn HOSE còn khá khiêm tốn nhưng có xu hướng tăng qua các tháng.

CW với đặc điểm là có tính đòn bẩy cao, có thể làm gia tăng nhiều lần suất sinh lời so với đầu tư vào cổ phiếu, quy mô vốn đầu tư ban đầu bỏ ra thấp hơn nhiều so với đầu tư vào cổ phiếu. Tuy nhiên, thực tế cho thấy đây cũng không phải là công cụ đầu tư dễ kiếm lời. Trong 44 mã CW đã đáo hạn tính đến cuối tháng 3/2020, chỉ có 18 mã có lãi. Mã CW có lãi cao nhất là CMWG1904 do SSI phát hành với mức lãi 22.600 đồng/CW. Kết quả trên cũng có thể dự báo được vì trong hiện tại, Việt Nam chỉ triển khai CW mua và để nhà đầu tư kiếm lời bằng việc “đầu cơ” hoặc nắm giữ CW tới ngày đáo hạn có lãi thì giá CKCS phải vận động theo chiều tăng. Điều này là rất khó xảy ra với một thị trường còn nhiều biến động bất thường như TTCK Việt Nam. Khi giá CKCS giảm, giá CW sẽ giảm theo và nhà đầu tư gặp nhiều rủi ro, thậm chí mất trắng vốn đầu tư ban đầu.

Bảng 4: Top 5 mã CW lãi nhiều nhất trong các mã CW đã đáo hạn (Tính đến 31/3/2020)

STT	Mã CW	Tổ chức phát hành	Ngày đáo hạn	Giá thực hiện (Đồng)	Tỷ lệ chuyển đổi	Giá thanh toán (Đồng)	Lãi nhận/CW (Đồng)
1	CMWG1904	SSI	30/12/2019	90.000	1:1	112.600	22.600
2	CFPT1902	SSI	30/09/2019	45.135	0,9812:1	57.260	12.357
3	CFPT1903	SSI	30/12/2019	46.000	1:1	57.000	11.000
4	CVPB1901	VND	5/03/2020	18.000	1:1	27.350	9.350
5	CMWG1901	BSC	9/9/2019	88.300	4:1	117.120	7.205

Nguồn: Tổng hợp từ vietstock.vn

Việc đưa CW vào niêm yết và giao dịch trên HOSE không chỉ thu hút nhà đầu tư trong nước mà còn thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài. Theo thống kê của HOSE, đến cuối tháng 3/2020, các nhà đầu tư nước ngoài đã tham gia mua hơn 97,12 triệu CW, chiếm 13,94% khối lượng giao dịch toàn thị trường và bán ra hơn 158 triệu CW, chiếm 22,68% tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường. Theo quy định hiện hành của Việt Nam, đối với công ty đại chúng hoạt động trong ngành, nghề đầu tư kinh doanh có điều kiện áp dụng đối với nhà đầu tư nước ngoài mà chưa có quy định cụ thể về sở hữu nước ngoài, thì tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa là 49%; đối với ngành ngân hàng là 30%. Như vậy khi nhà đầu tư nước ngoài đã mua hết tỷ lệ cho phép thì dòng vốn ngoại sẽ không thể đổ vào TTCK được nữa. Điều đó sẽ ảnh hưởng đến giao dịch trên thị trường cổ phiếu. Tuy nhiên, đối với CW, Việt Nam không giới hạn tỷ lệ sở hữu đối với nhà đầu tư nước ngoài. Do đó phát triển CW sẽ giải quyết được vấn đề hạn chế tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với CKCS, từ đó thu hút được nguồn vốn ngoại và góp phần nâng cao thanh khoản cho thị trường.

4.2. Đánh giá về thực trạng phát triển chứng quyền có bảo đảm ở Việt Nam

4.2.1. Những kết quả đạt được

Thứ nhất, số lượng mã CW đưa vào giao dịch đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Điều này đã góp phần làm đa dạng hóa sản phẩm đầu tư, mang đến cho các nhà đầu tư cơ hội được giao dịch với sản phẩm có tỷ lệ đòn bẩy cao. Thời hạn CW cũng được kéo dài hơn, có chứng quyền thời hạn lên đến 11 tháng.

Thứ hai, khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch CW ngày càng tăng. Đây là một tín hiệu tốt đối với TTCK Việt Nam. Việc TCPH phải thực hiện phòng ngừa rủi ro theo quy định bằng cách mua hoặc bán CKCS theo phương án phòng ngừa rủi ro của mình đã góp phần làm tăng tính thanh khoản cho thị trường cổ phiếu, hỗ trợ thị TTCK phát triển ổn định.

Thứ ba, nhà đầu tư nước ngoài không bị giới hạn tỷ lệ sở hữu đối với CW. Đây vừa là cơ hội để thu hút nguồn vốn ngoại, vừa gia tăng mức độ mở cửa cho nhà đầu tư nước ngoài, góp phần giúp TTCK Việt Nam thỏa mãn các tiêu chí để được thăng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp theo tiêu chuẩn của Tổ chức cung cấp chỉ số chứng khoán toàn cầu FTSE Russell.

Thứ tư, việc phát hành CW góp phần làm đa dạng các nghiệp vụ hoạt động của công ty chứng khoán, đa dạng nguồn thu, góp phần nâng cao năng lực hoạt động cho các công ty này.

4.2.2. Hạn chế

Thứ nhất, số lượng TCPH còn ít. Số lượng công ty chứng khoán đủ điều kiện phát hành CW chiếm tỷ trọng thấp so với tổng số công ty chứng khoán đang hoạt động trên TTCK Việt Nam.

Thứ hai, kết quả các đợt phát hành chưa đồng đều. Bên cạnh những đợt chào bán sôi nổi thì vẫn còn những đợt phát hành mà TCPH bán được rất ít, thậm chí có mã chứng quyền không bán được đơn vị nào. Một trong những nguyên nhân của tình trạng này là do giá hòa vốn của CW cao hơn nhiều so với thị giá CKCS.

Thứ ba, số lượng cổ phiếu đủ điều kiện làm CKCS còn ít, chỉ chiếm 5,7% trong tổng số cổ phiếu đang niêm yết trên HOSE. Điều này cũng gây khó khăn cho các TCPH trong việc lựa chọn CKCS để phát hành CW.

Thứ tư, tỷ trọng về khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch CW so với khối lượng và giá trị giao dịch của toàn sàn HOSE còn khá khiêm tốn. Nhà đầu tư còn e ngại và giao dịch mang tính thăm dò đối với sản phẩm mới này.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Thông qua các phương pháp thu thập số liệu, phương pháp thống kê mô tả, phân tích và tổng hợp, tác giả đã phân tích thực trạng phát triển CW ở Việt Nam thời gian qua. Kết quả nghiên cứu cho thấy thực trạng phát triển thị trường CW ở Việt Nam thời gian qua đã có những bước phát triển đáng ghi nhận như các mã CW niêm yết ngày càng phong phú, giá trị phát hành và giá trị giao dịch ngày càng tăng, thu hút được nguồn vốn ngoại vào TTCK... Bên cạnh đó, thực trạng phát triển sản phẩm này cũng còn những hạn chế nhất định như việc giao dịch chưa thật sự sôi động, một số mã CW chưa thu hút được nhà đầu tư... Trên cơ sở đó, tác giả cũng đã đề xuất một số khuyến nghị nhằm phát triển CW ở Việt Nam trong thời gian tới.

5.2. Khuyến nghị

Qua phân tích trên cho thấy thời gian qua CW ở Việt Nam đã có những bước phát triển đáng ghi nhận. Bên cạnh đó, thực trạng phát triển sản phẩm này cũng còn những hạn chế nhất định. Phát triển CW là cần thiết cho thị trường chứng khoán Việt Nam và phù hợp với xu thế hội nhập quốc tế. Vì lý do đó, tác giả đề xuất một số khuyến nghị nhằm góp phần phát triển thị trường CW trong thời gian sắp tới như sau:

Thứ nhất, CW là sản phẩm có tỷ suất sinh lời cao tuy nhiên nó cũng được đánh giá là rủi ro cao đối với nhà đầu tư. Vì vậy, trước khi tham gia giao dịch, nhà đầu tư cần tìm hiểu và trang bị cho mình những kiến thức cần thiết về CW, về tổ chức phát

hành, đồng thời theo dõi thông tin giao dịch trên thị trường và lựa chọn sử dụng dịch vụ của những CTCK đáng tin cậy.

Thứ hai, giá CW gắn với giá CKCS và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, vì vậy để lựa chọn được CW tốt với giá hợp lý thì nhà đầu tư phải xem xét triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp, khả năng tăng giá của cổ phiếu doanh nghiệp đó trong tương lai. Nhà đầu tư cần tham khảo báo cáo tài chính của doanh nghiệp, báo cáo phân tích của các công ty chứng khoán về CKCS để lựa chọn những CW dựa trên các mã có khả năng sinh lời tốt.

Thứ ba, bên cạnh thông tin về tổ chức phát hành, CKCS, nhà đầu tư cần quan tâm đến thời hạn của CW. CW không có giá trị vĩnh viễn như

CKCS, càng gần đến ngày đáo hạn giá trị CW càng giảm và có thể về 0 tại ngày đáo hạn. Vì vậy nhà đầu tư cần cân nhắc giữa giá mua CW và thời hạn còn lại của CW để tránh nguy cơ bị lỗ.

Thứ tư, để thu hút nhà đầu tư mua CW, các tổ chức phát hành cần lựa chọn CKCS là các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, có tiềm năng tăng trưởng tốt, được các nhà đầu tư quan tâm và tính toán mức giá hòa vốn sao cho phù hợp với giá CKCS đang giao dịch.

Thứ năm, Ủy ban chứng khoán Nhà nước và HOSE cần thường xuyên giám sát các tổ chức phát hành và các sản phẩm CW để kịp thời phát hiện các giao dịch bất thường về giá, khối lượng giao dịch, ngăn chặn tối đa các hiện tượng làm giá, thao túng giá.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abad, D., and Nieto, B. (2007). *The Unavoidable Task of Understanding Warrants Pricing*, Working paper.
- [2]. Nhã An. (2019). *Được mất mùa kinh doanh chứng quyền đầu tiên*, Báo điện tử truy cập tại: <https://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/duoc-mat-mua-kinh-doanh-chung-quyen-dau-tien-278753.html>.
- [3]. Bộ Tài chính. (2016). *Thông tư Số 107/2016/TT-BTC hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có đảm bảo*.
- [4]. Chan, C.Y., De Peretti, C., Qiao, Z., and Wong, W.K. (2010). Empirical Test of the Efficiency of UK Covered Warrants Market: Stochastic Dominance and Likelihood Ratio Test Approach, *Laboratoire de Sciences Actuarielle et Financière*.
- [5]. Chính phủ. (2015). *Nghị định số 60/2015/NĐ-CP về sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20 tháng 7 năm 2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và luật sửa đổi, bổ sung một số điều của luật chứng khoán*.
- [6]. Horst, J., and Veld, C. (2003). *Behavioral Preferences for Individual Securities: The Case for Call Warrants and Call Options*, Working paper, University of Tilburg.
- [7]. Kui, L.Y. (2008). *Do warrants lead the underlying stocks and index futures?*. Doctoral dissertation, Singapore Management University.
- [8]. Mai Hiên. (2019). *Thị trường chứng quyền trên thế giới – Kinh nghiệm dành cho thị trường Việt Nam*, Báo điện tử truy cập tại: <http://thitruongtaichinhthiente.vn/thi-truong-chung-quyen-tren-the-gioi-kinh-nghiem-danh-cho-thi-truong-viet-nam-23481.html>.
- [9]. Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh: <https://www.hsx.vn>
- [10]. Tác động của chứng quyền có đảm bảo đối với thị trường chứng khoán (2018), Tạp chí Tài chính điện tử, truy cập tại: <http://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/tac-dong-cua-chung-quyen-co-bao-dam-doi-voi-thi-truong-chung-khoan-142785.html>
- [11]. Ủy ban chứng khoán Nhà nước (2018), *Quyết định số 72/QĐ-UBCK về việc ban hành quy chế hướng dẫn chào bán và phòng ngừa rủi ro CW*.

Thông tin tác giả:

1. Nguyễn Thị Anh Trâm

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Tài chính – Kế toán
- Địa chỉ email: nguyenthianhtram@tckt.edu.vn

Ngày nhận bài: 06/05/2020

Ngày nhận bản sửa: 25/06/2020

Ngày duyệt đăng: 30/06/2020