



PHÒNG NGỪA RỦI RO BẰNG HỢP ĐỒNG GIAO SAU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH

PGS.,TS. NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO - Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Hợp đồng giao sau hay còn gọi là hợp đồng tương lai đã trở thành một công cụ để phòng ngừa rủi ro hữu hiệu và phổ biến trên thị trường tài chính thế giới hiện nay. Bài viết trình bày các chiến lược sử dụng hợp đồng giao sau chỉ số, hợp đồng giao sau trái phiếu chính phủ và hợp đồng giao sau tiền tệ để phòng ngừa rủi ro giá cổ phiếu, rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá. Bên cạnh đó, một số khuyến nghị và giải pháp cũng được đề xuất để đảm bảo triển khai thành công chứng khoán phái sinh ở Việt Nam nói chung và hợp đồng giao sau nói riêng cũng như làm cho công cụ này trở nên hữu ích cho những người tham gia thị trường.

Từ khóa: Hợp đồng giao sau, sản phẩm phái sinh, phòng ngừa rủi ro, nhà đầu tư

Forward contract or future contract has become an effective tool to prevent risks on the financial market. This article demonstrates the strategies on index forward contracts, government bond forward contracts and monetary forward contracts to prevent risks of stock price, interest rate and exchange rate. In addition, proposals and solutions are also recommended to ensure successful operation of derivative market in Vietnam in general and forward contract in particular as well as making this tool beneficial to the market stakeholders.

Keywords: forward contract, derivative products, risk avoidance, investors

Ngày nhận bài: 3/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 5/3/2017

Ngày nhận phản biện: 20/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 22/3/2017

Đặc tính phòng ngừa rủi ro và đầu cơ của hợp đồng giao sau

Hợp đồng giao sau hay còn gọi là hợp đồng tương lai là sản phẩm phái sinh được tiêu chuẩn hóa để có thể giao dịch trên một sàn giao dịch tập trung thường được gọi là sàn giao dịch giao sau.

Bản chất của việc đầu tư vào một hợp đồng giao sau là nhà đầu tư (NĐT) đang mô phỏng theo một danh mục hay tài sản cơ sở nào đó. Ví dụ, một NĐT

dự báo trong tương lai cổ phiếu của công ty A sẽ tăng giá và muốn đầu tư vào cổ phiếu A. Thay vì phải bỏ ra một số tiền đáng kể để mua cổ phiếu và chưa chắc giao dịch đã thành công đi liền với rủi ro thanh khoản hoặc các thủ tục phức tạp thì NĐT có thể yêu cầu người bán sản phẩm phái sinh thiết kế một hợp đồng giao sau có giá trị đáo hạn hoặc dòng tiền giống hệt như dòng tiền của cổ phiếu A.

Như vậy, hợp đồng giao sau cho phép các NĐT tìm kiếm lợi nhuận dựa trên các trạng thái, không nhất thiết phải nắm giữ tài sản vật chất. Điều này giúp NĐT tiết kiệm các chi phí liên quan đến giao dịch, lưu trữ và chi phí cơ hội, hoặc có thể vượt qua các rào cản về vốn. Hơn nữa, hợp đồng giao sau còn có các đặc tính hấp dẫn như tỷ lệ đòn bẩy cao, tính thanh khoản tốt và các tiện ích giao dịch hầu như rất hiện đại làm cho việc giao dịch trở nên vô cùng dễ dàng và nhanh chóng.

Dựa trên các đặc tính này, hợp đồng giao sau đã trở thành một công cụ để phòng ngừa rủi ro phổ biến trên thị trường tài chính thế giới hiện nay.

Phòng ngừa rủi ro danh mục đầu tư cổ phiếu bằng hợp đồng giao sau chỉ số chứng khoán

Giả sử vào ngày 15/6, NĐT đang sở hữu một danh mục đầu tư gồm 4 cổ phiếu nằm trong danh mục HNX30 (Bảng 1) nhưng lo ngại biến động giá cổ phiếu thị trường vào tháng 7 và tháng 8 sẽ ảnh hưởng xấu đến tỷ suất sinh lợi của danh mục này. Vì vậy, NĐT này muốn sử dụng hợp đồng giao sau chỉ số HNX30 để xây dựng một chiến lược phòng ngừa rủi ro cho danh mục đầu tư trên.

Với thông tin trong Bảng 1, chúng ta tính được



BẢNG 1: GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG, SỐ LƯỢNG VÀ BETA CỦA CỔ PHIẾU TRONG DANH MỤC ĐẦU TƯ NGÀY 15/06 (đồng)

Cổ phiếu	Giá (15/06)	SL cổ phiếu	Giá thị trường	Tỷ trọng	Beta
A	28.000	12.000	336.000.000	0,32	1,4
B	24.000	10.000	240.000.000	0,23	0,90
C	6.000	8.000	48.000.000	0,05	0,80
D	17.000	25.000	425.000.000	0,40	1,2
			1.049.000.000		

Nguồn: Tác giả tổng hợp

BẢNG 2: GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA DANH MỤC ĐẦU TƯ NGÀY 31/08 (đồng)

Cổ phiếu	Giá (31/08)	SL cổ phiếu	Giá thị trường
A	27.500	12.000	210.000.000
B	19.500	10.000	195.000.000
C	9.000	8.000	72.000.000
D	18.000	25.000	450.000.000
			927.000.000

Nguồn: Tác giả tổng hợp

beta của danh mục: $0,32 \times 1,4 + 0,23 \times 0,9 + 0,05 \times 0,8 + 0,4 \times 1,2 = 1.18$

Vào ngày 15/06, hợp đồng giao sau chỉ số HNX30 tháng 9 (giá định có beta bằng 1.0) có giá là 94,15, số nhân là: 1.000.000 đồng. Vì vậy, giá trị của mỗi hợp đồng giao sau chỉ số HNX30 đáo hạn tháng 9 là: $1.000.000 \times 94,15 = 94.150.000$ đồng

Để phòng ngừa rủi ro biến động giá cổ phiếu cho danh mục đầu tư có tổng giá trị thị trường là 1.049.000.000 đồng, NĐT cần bán một khối lượng hợp đồng giao sau là:

$$N_f = 1,18 \times 1.049.000.000 \cdot \frac{000}{94} \cdot 150.000 = 13,14$$

Như vậy, NĐT này sẽ bán 13 hợp đồng giao sau chỉ số HNX30 tháng 9 vào ngày 15/6 để phòng ngừa cho danh mục đầu tư cổ phiếu.

Giá sử đến ngày 31/8, diễn biến giá cổ phiếu và danh mục đầu tư được thể hiện như sau:

Ngày 31/8, hợp đồng giao sau chỉ số HNX30 tháng 9 giảm giá còn 88,75. Giá trị của một hợp đồng giao sau chỉ số HNX30 tháng 9 sẽ là: $1.000.000 \times 88,75 = 88.750.000$ đồng

NĐT sẽ tất toán trạng thái bán giao sau này bằng cách mua lại 13 hợp đồng giao sau chỉ số HNX30, lợi nhuận của trạng thái này sẽ lãi một khoản là: $(94.150.000 - 88.750.000) \times 13 = 70.200.000$ đồng

Ngược lại, giá trị thị trường của danh mục bị lỗ một khoản là 122.000.000 đồng ($= 1.049.000.000 - 927.000.000$).

Như vậy, tính tổng cộng chiến lược phòng ngừa rủi ro này đã giúp NĐT giảm khoản lỗ danh mục từ 122 triệu đồng xuống chỉ còn 51,8 triệu đồng, vì có chiến lược bán giao sau chỉ số đã bù đắp cho NĐT là 70,2 triệu đồng.

Phòng ngừa rủi ro lãi suất bằng hợp đồng giao sau trái phiếu chính phủ

Một NĐT nắm giữ trái phiếu chính phủ với mệnh giá 1 tỷ đồng, thời gian đáo hạn là 30 năm. Vào ngày

30/3, trái phiếu được định giá là 101, có vòng đời điều chỉnh là 7,83. NĐT này định sẽ bán trái phiếu vào ngày 20/5. Tuy nhiên NĐT lo lắng sắp tới lãi suất sẽ tăng và làm giảm giá trái phiếu nếu bám vào tháng 5. NĐT này muốn sử dụng hợp đồng giao sau để phòng ngừa cho rủi ro bằng việc thực hiện một chiến lược như sau: Vào ngày 30/3, giá trị thị trường của danh mục trái phiếu này là $1.000.000.000 \times 1,01 = 1.010.000.000$ đồng.

Hợp đồng giao sau trái phiếu chính phủ tháng 6 có giá là 80,5. Giá trị của mỗi hợp đồng giao sau là: $1.000.000 \times 80,5 = 80.500.000$ đồng. Giá giao sau này của trái phiếu và các đặc điểm khác của trái phiếu được giao dịch hàm ý một vòng đời điều chỉnh là 7,2. Vì vậy, số lượng hợp đồng giao sau thích hợp cho chiến lược phòng ngừa rủi ro này là:

$$N_f = \left(7,83 \cdot 20 \right) \left(1.010 \cdot \frac{000000}{80} \cdot 500.000 \right) = 13,64$$

Như vậy, NĐT này sẽ bán 14 hợp đồng giao sau trái phiếu chính phủ tháng 6 để phòng ngừa cho danh mục đầu tư vào trái phiếu mà mình đang nắm giữ để chống lại rủi ro lãi suất tăng trong khoảng thời gian trước khi ông ta tất toán danh mục đầu tư vào tháng 5.

Nếu đúng như dự đoán, đến thời điểm tháng 5 khi NĐT chuẩn bị bán trái phiếu ra thì lãi suất tăng và do đó làm giá trái phiếu giảm xuống chỉ còn 95,40. Lúc này giá trị danh mục đầu tư chỉ còn 954.000.000 đồng ($1.000.000.000 \times 95,4$). Khoản lỗ do rủi ro lãi suất là 56 triệu đồng ($1.010.000.000 - 954.000.000$). Tuy nhiên, giá trái phiếu giảm cũng sẽ làm cho giá hợp đồng giao sau trái phiếu giảm. Hợp đồng giao sau trái phiếu chính phủ tháng 6 chỉ còn 76,15. Giá trị của một hợp đồng là: 76.100.000 đồng. Cùng với đó, NĐT cũng sẽ tất toán trạng thái bán giao sau 14 hợp đồng giao sau trái phiếu chính phủ tháng 6 bằng cách mua lại 14 hợp đồng này với giá bán hiện tại là 76.100.000 đồng. Điều này sẽ mang lại cho NĐT một khoản lợi nhuận là: $(80.500.000 -$



$76.100.000) \times 14 = 61.600.000$ đồng.

Như vậy, lãi ròng của cả chiến lược phòng ngừa rủi ro này là: $61.600.000 - 56.000.000 = 5.600.000$ đồng.

Chiến lược phòng ngừa rủi ro này vừa giúp cho NĐT này tránh được khoản lỗ do rủi ro lãi suất vừa mang lại một khoản lãi ròng là 5,6 triệu đồng.

Chiến lược sử dụng hợp đồng giao sau tiền tệ để phòng ngừa rủi ro tỷ giá hối đoái

Hợp đồng giao sau tiền tệ với các đặc điểm như có tính thanh khoản cao, linh hoạt và không ràng buộc quá nhiều về nguồn vốn cho người giao dịch đã trở thành một công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá hối đoái phổ biến cho các khoản phải thu hoặc phải trả bằng ngoại tệ.

Ví dụ: vào ngày 1/6, một DN kinh doanh thuốc bảo vệ thực vật cần nhập khẩu một lượng thuốc trừ sâu có giá trị là 500.000 USD và cần phải thanh toán khoản tiền này cho đối tác vào thời điểm ngày 15/10. Tỷ giá giao ngay ngày 1/6 là 22.150 VND/USD. DN này cho rằng vào thời điểm cuối năm có khả năng giá USD sẽ tăng lên mức 22.500 VND/USD, do đó khoản tiền dành cho nhập khẩu thuốc trừ sâu được công ty này chuẩn bị là: $500.000 \times 22.500 = 11.250.000.000$ đồng.

Tuy nhiên, công ty không chắc chắn về mức tỷ giá hối đoái kỳ vọng cũng như muốn phòng ngừa cho rủi ro tỷ giá hối đoái VND/USD đến cuối năm bằng cách sử dụng hợp đồng giao sau tiền tệ. Vào ngày 01/6 hợp đồng giao sau USD tháng 12 được định giá là 21.950 VND/USD. Thông thường trên các sàn giao dịch giao sau tiền tệ thì một đơn vị hợp đồng giao sau USD thường được quy định là 100.000 USD. Giá trị một hợp đồng giao sau USD tháng 12 có giá trị là 2.195.000.000 đồng (100.000×21.950). Công ty này cần tổng cộng 500.000 USD vào thời điểm tháng 10 nên công ty cần mua 5 hợp đồng giao sau USD tháng 12.

Đến ngày 15/10, tỷ giá giao ngay là 22.850 VND/USD, số tiền mà công ty này thực cần để có thể chi trả cho đối tác là: $500.000 \times 22.850 = 11.425.000.000$ đồng.

So với số tiền dự kiến ban đầu, công ty bị thiếu hụt một khoản là: $11.425.000.000 - 11.250.000.000 = 175.000.000$ đồng.

Tuy nhiên, do tỷ giá giao ngay của USD tăng cũng sẽ làm cho hợp đồng giao sau USD tăng giá. Vào ngày 15/10, giá giao sau của VND/USD tháng 12 là 22.530 đồng. Vì vậy, một hợp đồng giao sau USD tháng 12 tại thời điểm này sẽ có giá trị là 2.253.000.000 đồng. Và công ty này sẽ tất toán trạng thái giao sau bằng cách bán ra 5 hợp đồng đã mua trước đó (với giá 2.195.000.000 đồng). Vì vậy, khoản lợi nhuận được tạo

ra từ giao dịch này là: $(2.253.000.000 - 2.195.000.000) \times 5 = 290.000.000$ đồng.

Như vậy, với khoản lãi trên thị trường giao sau là 290 triệu đồng, công ty này đã bù đắp được một khoản lỗ trên thị trường giao ngay là 175 triệu đồng và công ty còn lãi ròng một khoản là: $290.000.000 - 175.000.000 = 115.000.000$ đồng.

Kết luận và một số khuyến nghị

Để đảm bảo thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam nói chung và các hợp đồng giao sau nói riêng triển khai thành công, cần triển khai các giải pháp sau:

Thứ nhất, khi các sản phẩm phái sinh bắt đầu được đưa ra giao dịch thì điều quan trọng nhất phải được đảm bảo là tính thanh khoản của thị trường.

Thứ hai, tạo lập hành lang pháp lý và các cơ chế giám sát cần thiết để đảm bảo các rủi ro và khuyết tật của thị trường sản phẩm phái sinh sẽ được quản trị và kiểm soát ở một mức độ hợp lý.

Thứ ba, tăng cường tính kỷ luật của thị trường để hạn chế tối đa việc hình thành các động cơ sai lầm khi NĐT giao dịch hợp đồng giao sau. Mặc dù, rất khó để xác định và phân biệt rõ giữa động cơ đầu cơ và phòng ngừa rủi ro của giao dịch giao sau, tuy nhiên nếu thực sự các nhà hoạch định chính sách có thể thiết lập được một cơ chế như vậy ngay từ lúc triển khai hợp đồng giao sau thì sẽ đảm bảo cho mọi giao dịch nằm trong tầm kiểm soát.

Thứ tư, cần có cơ chế giám sát tốt để đảm bảo các định chế tài chính và các nhà tạo lập thị trường thiết kế và định giá các sản phẩm phái sinh theo nguyên tắc trung lập. Một tính năng cần thiết của cơ chế giám sát này là vấn đề đảm bảo lợi ích của NĐT và xử lý các tranh chấp phát sinh dựa trên các chuẩn mực và thông lệ quốc tế về giao dịch phái sinh. Nếu vấn đề này được đảm bảo sẽ tạo ra một diện mạo an toàn, minh bạch cho thị trường phái sinh và điều này dễ dàng tạo được niềm tin của NĐT. Hơn nữa, các quy định về hạch toán kế toán và soạn thảo báo cáo tài chính liên quan đến các giao dịch phái sinh cũng cần được nghiên cứu kỹ lưỡng và ban hành ngay khi thị trường đi vào vận hành.

Tài liệu tham khảo:

1. Don M. Chance & Robert Brooks (2015), *An introduction to derivatives and risk management (9th edition)*, Cengage Learning;
2. Jonh C. Hull (2014), *Options, Futures, and Other Derivatives (9th Edition)*, Prentice Hall;
3. GS.,TS. Trần Ngọc Thơ, PGS.,TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang và PGS.,TS. Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2015), *giáo trình Quản trị rủi ro tài chính*, NXB Kinh Tế TP. Hồ Chí Minh năm 2015.