

GIAO DỊCH CHÊNH LỆCH HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI CHỈ SỐ CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

● NGUYỄN THỊ THANH HIỀN

TÓM TẮT:

Kể từ khi ra đời đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những bước phát triển vượt trội. Cùng với sự phát triển đó là sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh vào tháng 8/2017. Sản phẩm đầu tiên của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam là hợp đồng tương lai chỉ số VN30. Các nhà đầu tư đã sử dụng hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán như một công cụ phòng ngừa rủi ro, công cụ dự báo thị trường chứng khoán cơ sở, đặc biệt là thu lời từ nghiệp vụ giao dịch chênh lệch. Bài viết bàn về việc đảm bảo lợi ích cho nhà đầu tư khi giao dịch chênh lệch hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán trên thị trường chứng khoán.

Từ khóa: giao dịch chênh lệch, thị trường chứng khoán cơ sở, thị trường chứng khoán phái sinh, hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán.

1. Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán

Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán là các thỏa thuận mua hoặc bán giá trị tiêu chuẩn của một chỉ số chứng khoán ở một mức giá xác định vào một ngày trong tương lai. Đối tượng mua bán là chỉ số chứng khoán, sử dụng các thay đổi của chỉ số chứng khoán làm tiêu chuẩn. Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán được thanh toán bù trừ chứ không phải bằng cách giao thực các cổ phiếu cơ bản. Chỉ số chứng khoán là sự phản ánh toàn diện biến động của thị trường, được sử dụng để phân tích và dự đoán biến động giá cổ phiếu trong tương lai cho các nhà đầu tư, hoặc để cung cấp cơ sở cho các quyết định đầu tư. Như vậy, đây

là loại hợp đồng tương lai đặc biệt bởi cách theo dõi giá trị của một chỉ số cơ bản.

Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán là một trong những công cụ đầu tư được sử dụng tích cực nhất trên toàn thế giới. Đặc điểm của hợp đồng tương lai là loại hợp đồng đã được chuẩn hóa (các điều khoản của hợp đồng đều được chuẩn hóa về điều khoản, giá trị, khối lượng của chỉ số chứng khoán), giúp giảm rủi ro và tăng tính thanh khoản.

Thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam chính thức được mở cửa ngày 10/8/2017, tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, khai trương phiên giao dịch đầu tiên vào lúc 8h45. Có 4 mã hợp đồng tương lai trên chỉ số VN30 được niêm yết, đó

là: VN30F1708, VN30F1709, VN30F1712, VN30F1803.

2. Giao dịch chênh lệch giá của hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán

Các chiến lược giao dịch trên thị trường tài chính dần được phong phú hóa với sự ra đời của hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán. Hợp đồng tương lai là sản phẩm phái sinh đơn giản nhất cho nhà đầu tư làm quen trong bối cảnh thị trường chứng khoán phái sinh là một thị trường mới. Với chỉ số cổ phiếu làm tài sản cơ sở, hợp đồng tương lai cho phép nhà đầu tư nắm giữ vị thế mua/bán với một rủi ro cổ phiếu thay vì từng loại cổ phiếu và khó nắm giữ đúng tỷ lệ từng mã chứng khoán tương tự như rủi ro cổ phiếu của chỉ số, nhờ đó cũng giảm thiểu các chi phí giao dịch phát sinh.

Trong thị trường vốn, các chiến lược giao dịch thường được chia thành các chiến lược thông tin, kỹ thuật và nhiễu. Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán có các chiến lược giao dịch độc đáo như phòng ngừa rủi ro và kinh doanh chênh lệch giá. Đối với các nhà đầu tư, các chiến lược giao dịch khác nhau tạo ra các lợi ích và chi phí khác nhau. Đồng thời, hành vi của nhà đầu tư cũng ảnh hưởng đến chỉ số thị trường và hoạt động chung của thị trường, từ đó ảnh hưởng đến lợi ích, chi phí và rủi ro liên quan đến chiến lược giao dịch.

Những người giao dịch chênh lệch giá hướng tới mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận mà không phải chịu những rủi ro có liên quan. Nghiệp vụ giao dịch chênh lệch (arbitrage) được coi là một chiến lược phi rủi ro, nếu bối cảnh thị trường cho phép mà không làm sai lệch các tham số giả định ban đầu. Nguyên tắc của chiến lược này là khai thác lỗi định giá giữa giá hợp đồng tương lai so với giá lý thuyết. Trong trường hợp giá hợp đồng tương lai

chỉ số VN30 Index cao hơn so với giá lý thuyết một mức nhất định, nhà đầu tư sẽ thực hiện Short (bán khống) hợp đồng tương lai, đồng thời mua rủi ro cổ phiếu tạo nên chỉ số VN30 Index và ngược lại.

Trong điều kiện các tham số giả định không bị sai lệch hay khi giao dịch được thực hiện hoàn hảo, thì lợi nhuận của giao dịch được cố định, bất kể là diễn biến của chỉ số VN30 Index hay giá hợp đồng tương lai sau đó đi theo hướng nào. Nhà đầu tư chỉ việc nắm giữ đến thời điểm đáo hạn để thu lợi nhuận, hoặc chốt lời ngay khi chênh lệch giảm xuống mức hợp lý. Thực tế, diễn biến giá hợp đồng tương lai chỉ số VN30 Index trên thị trường gần đây đều vượt quá xa mức định giá lý thuyết, do nhà đầu tư đặt kỳ vọng quá cao vào xu hướng tăng của thị trường cổ phiếu.

Đối với các giao dịch đầu cơ phái sinh thuần túy, kỳ vọng đó không sai, nhưng chênh lệch lớn này tạo điều kiện cho các giao dịch arbitrage. Nhà đầu tư thực hiện giao dịch này có thể sử dụng vốn vay vì chênh lệch đủ lớn để bù đắp cho cả lãi suất đi vay. Do nhà đầu tư mới tham gia thị trường phái sinh ngày càng nhiều và kỳ vọng quá lớn, nên chênh lệch giữa giá giao dịch hợp đồng tương lai với mức định giá hợp lý thường xuyên chênh lệch rất lớn, kích thích các giao dịch arbitrage. Giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán VN30 trong 4 tháng đầu năm được thể hiện trong Bảng 1 và Hình 1.

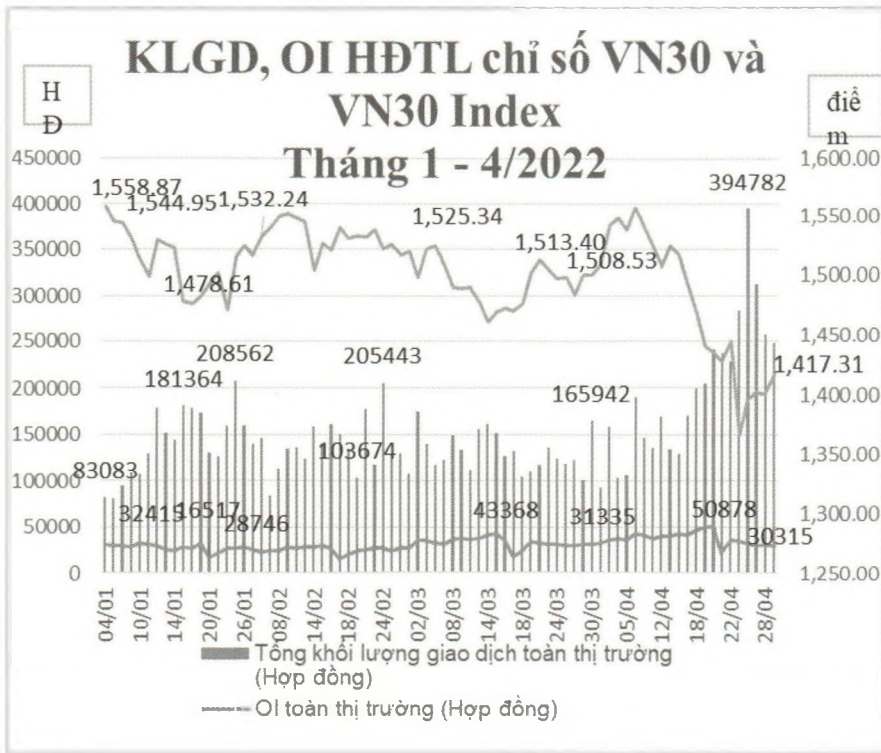
Tháng 4/2022, giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh tăng mạnh so với tháng trước. Tổng khối lượng giao dịch hợp đồng tương lai trong tháng đạt 4,053,391 hợp đồng, giá trị giao dịch theo danh nghĩa hợp đồng đạt 591 nghìn tỷ đồng. Tính bình quân, khối lượng giao dịch hợp đồng tương lai trong tháng đạt 202,670 hợp

Bảng 1. Tổng hợp giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 tháng 4/2022

TT	Chỉ tiêu	Đơn vị	Tháng 4/2022	Tháng 3/2022	Tăng/giảm(%)
1	Khối lượng giao dịch bình quân phiên	Hợp đồng	202.601	129.352	56,63%
2	Khối lượng OI (cuối kỳ)	Hợp đồng	30.315	31.965	-5,16%

(Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội)

Hình 1: Tổng hợp giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30 tháng 4/2022



(Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội)

đồng/phiên, tăng 56,68% so với tháng trước, giá trị giao dịch bình quân đạt 29,55 nghìn tỷ đồng, tăng 53,15% so với tháng trước.

Chỉ số VN30 tháng 4/2022 giảm 5,53% so với tháng trước đó và đạt 1.417,31 điểm tại thời điểm cuối tháng. Trong khi đó, giao dịch sản phẩm hợp đồng tương lai VN30 tăng mạnh, khối lượng giao dịch bình quân đạt 202.601 hợp đồng/phiên, tăng 56,63%, giá trị giao dịch theo danh nghĩa hợp đồng bình quân đạt 29.483 tỷ đồng, tăng 52,77% so với tháng trước. Phiên giao dịch ngày 26/4/2022 có khối lượng giao dịch lớn nhất, đạt 394.782 hợp đồng. Đây cũng là phiên có khối lượng giao dịch cao nhất kể từ đầu năm 2022.

Với khối lượng giao dịch lớn và tham vọng của nhà đầu tư cao có thể dẫn đến việc hệ thống của các sàn giao dịch quá tải. Hiệu quả hoạt động của hệ thống cũng sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến các nhà đầu tư. Trong chiều tăng, hệ thống giao dịch chậm không phải là vấn đề lớn, nhưng nếu thị trường sụt giảm, nhà đầu tư không bán được, sẽ

dẫn đến thua lỗ. Khi giao dịch chênh lệch, nhà đầu tư có thể không gặp nhiều rủi ro nội tại, nhưng nếu không có chiến lược đúng và phù hợp, cũng có thể dẫn đến giảm sút lợi nhuận và gặp rủi ro hệ thống trên thị trường.

3. Một số giải pháp đảm bảo lợi ích, giảm rủi ro trong giao dịch chênh lệch cho nhà đầu tư khi giao dịch chênh lệch trên thị trường chứng khoán

3.1. Về phía nhà đầu tư

Thứ nhất, cần đánh giá chiến lược cho từng giao dịch chênh lệch. Đánh giá chiến lược giao dịch cho thị trường tương lai chỉ số chứng khoán chủ yếu liên quan đến việc phân tích lợi ích, chi phí và rủi ro. Phân

tích chi phí bao gồm phân tích chiếm dụng vốn và phân tích chi phí tác động. Mỗi khía cạnh (tức là lợi ích, chi phí và rủi ro) có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của chiến lược giao dịch. Hiệu quả của chiến lược giao dịch là chỉ số cơ bản. Nếu các nhà đầu tư chỉ theo đuổi lợi nhuận cao mà không quan tâm đến rủi ro, chiếm dụng vốn và chi phí tác động, họ có khả năng phải đối mặt với rủi ro lớn và chi phí cao hơn. Trong khi đó, việc thiếu nhận thức và kỹ năng quản lý rủi ro có thể ảnh hưởng đến sự ổn định của thị trường và gây ra những biến động mạnh.

Thứ hai, nhà đầu tư cần xác định được rõ vị thế của mình trên thị trường dựa trên 2 yếu tố chính là quy mô thị trường và quy mô đầu tư của bản thân. Việc xác định được vị thế này sẽ giúp tránh được các rủi ro khi tổ chức kinh doanh chứng khoán từ chối các lệnh đặt vượt mức cho phép.

3.2. Về phía Ủy ban chứng khoán

Hoàn thiện các quy định về ký quỹ trên thị trường chứng khoán phái sinh. Các yêu cầu về ký

quỹ do các tổ chức thanh toán bù trừ áp dụng cho thành viên. Mức ký quỹ thường được xác định bằng cách dựa trên các phương pháp định lượng do các tổ chức thanh toán bù trừ đề nghị và được cơ quan quản lý phê duyệt. Hiện nay, các nước sử dụng phổ biến phương pháp VAR để xác định tỷ lệ ký quỹ cho các sản phẩm phái sinh, đặc biệt đối với hợp đồng tương lai chỉ số và trái phiếu chính phủ. Tỷ lệ ký quỹ của sàn giao dịch cần được điều chỉnh linh hoạt, cần phải thận trọng trong việc quy định tỷ lệ ký quỹ trong mỗi giai đoạn phát triển của thị trường, đặc biệt là trong giai đoạn thị trường có những biến động mạnh, nhằm đảm bảo an toàn trong hoạt động bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh, nâng cao khả năng phòng ngừa và xử lý rủi ro mất khả năng thanh toán của nhà đầu tư và thành viên bù trừ. Tỷ lệ ký quỹ không nên được cố định mà phải được điều chỉnh khi thị trường có biến động mạnh hoặc dành riêng một tỷ lệ ký quỹ cao hơn cho các tổ chức, cá nhân đầu cơ,...

Hoàn thiện quy trình xử lý về việc mất khả năng thanh toán. Về mất khả năng thanh toán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có thể áp dụng theo quy trình xử lý việc mất khả năng thanh toán của các nước khác với thứ tự ưu tiên như sau: (i) Thanh lý tài sản ký quỹ bằng tiền/chứng khoán để thực hiện nghĩa vụ; (ii) Sử dụng khoản đóng góp vào quỹ bù trừ của thành viên mất khả năng thanh toán; (iii) Sử dụng khoản đóng góp vào quỹ bù trừ của thành viên khác; (iv) Quỹ dự phòng rủi ro của tổ chức bù trừ thanh toán; (v) Vốn chủ sở hữu của tổ chức bù trừ thanh toán.

Tăng cường quản lý rủi ro cho các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Theo hướng dẫn của cơ quan quản lý, các tổ chức kinh doanh chứng khoán phái sinh (công ty chứng khoán) xây dựng quy trình quản trị rủi ro cho nhà đầu tư chứng khoán phái

sinh, trong đó có mức rủi ro tối đa (thông thường gấp 10 lần tổng số tiền ký quỹ, tức là tiền/tài sản được ký quỹ trên tài khoản). Khi vượt mức này, tổ chức kinh doanh chứng khoán phái sinh yêu cầu nhà đầu tư giảm mức rủi ro trong khoảng thời gian nhất định bằng cách thanh toán số lượng hợp đồng mở vượt quá thông qua giao dịch ngược.

Tăng cường giám sát trên thị trường OTC. Đối với thị trường phái sinh OTC, nhằm tăng cường công tác giám sát, các nước có thị trường này đều có một điểm chung là thiết lập cơ chế báo cáo thông tin chi tiết về nội dung hợp đồng, thông tin giao dịch, đối tác giao dịch cho một trung tâm dữ liệu giao dịch và có sự kết nối với cơ quan quản lý để có sự theo dõi, giám sát liên quan.

Xây dựng hệ thống chỉ số đánh giá hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán. Xây dựng được hệ thống các chỉ số đáng tin cậy, phản ánh đúng tình hình cung cầu của thị trường, để tham chiếu trong các giao dịch phái sinh. Về lâu dài, các sản phẩm chứng khoán phái sinh không chỉ giúp bảo vệ lợi nhuận của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, mà còn giúp phòng ngừa rủi ro đối với các sản phẩm khác, như: hàng hóa, lãi suất như thông lệ của các nước trên thế giới.

Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán, có những lợi thế riêng biệt và có thể được giao dịch theo nhiều cách, đóng một vai trò quan trọng trên thị trường vốn. Giao dịch chênh lệch hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán là giao dịch đem lại lợi ích cho nhà đầu tư mà chịu ít rủi ro, do vẫn có thể thực hiện giao dịch dù giá tài sản cơ sở tăng hay giảm. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần tìm hiểu rõ về các giao dịch trên thị trường, theo dõi biến động giá trên cả 2 thị trường cơ sở và thị trường phái sinh, nghiêm chỉnh chấp hành luật và quy định trên thị trường chứng khoán để giảm thiểu những rủi ro hệ thống ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Nguyễn Lê Cường, Hoàng Thị Bích Hà, (2017). *Giáo trình chứng khoán phái sinh*. NXB Tài chính.
2. Robert L. Mc Donald (Dịch giả: Vũ Thanh Tùng) (2017). *Cẩm nang chứng khoán phái sinh*. NXB Thanh niên.

3. Ủy ban Chứng khoán nhà nước (2020). Thị trường chứng khoán phái sinh phát huy vai trò trong thời kỳ Covid. *Tạp chí Chứng khoán online* 12/2020.

4. Website: www.hnx.vn, <http://hsx.vn>, www.ssc.gov.vn, www.vsd.vn, vietstock.vn

Ngày nhận bài: 4/5/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 22/5/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 10/6/2022

Thông tin tác giả:

NGUYỄN THỊ THANH HIỀN

Trường Đại học Công nghệ giao thông vận tải

DOING ARBITRAGE BASED ON THE DIFFERENCES BETWEEN STOCK INDEX FUTURES CONTRACTS

● **NGUYEN THI THANH HIEN**

University of Transport Technology

ABSTRACT:

Since its launch, Vietnam's stock market has made remarkable progress including the launch of the derivatives market in August 2017. The first product of Vietnamese derivatives market is the VN30 index futures contract. The index futures contract is used by investors to hedge against unfavorable price movements of the underlying assets, to forecast the development of underlying market and to gain profit from arbitrage. This paper discusses about ensuring the benefits for investors when they do arbitrage based on the differences between stock index futures contracts.

Keywords: arbitrage, underlying stock market, derivatives market, stock index futures.