

Bài 3: Đề nhà đầu tư hiểu hơn về sản phẩm chứng quyền có bảo đảm

1. Giao dịch CW – Sân chơi mới cho nhà đầu tư thích rủi ro

Như đã đề cập, chứng quyền là sản phẩm có tính đòn bẩy cùng khả năng sinh lời cao hơn so với cổ phiếu thông thường, hứa hẹn tạo ra thị trường hấp dẫn cho các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro cao. Tuy nhiên, như một tính chất luôn song hành, sản phẩm có tính đòn bẩy cao đồng thời là sản phẩm ẩn chứa nhiều rủi ro. Vì vậy, chứng quyền không phải là sản phẩm phù hợp với tất cả các loại hình nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro thấp.

Các lợi điểm của đầu tư chứng quyền.

Sự xuất hiện của chứng quyền giao dịch trên thị trường sẽ cung cấp cho các nhà đầu tư thêm một lựa chọn đầu tư với chi phí thấp so với cổ phiếu trong khi vẫn có thể tối ưu hóa lợi nhuận thu được từ biến động giá của chứng khoán cơ sở. Hiệu ứng đòn bẩy có thể mang lại cho nhà đầu tư một tỷ lệ lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn, trong khi mức phí tổn do lỗ vốn được khống chế tối đa bằng mức chi phí đầu tư ban đầu (phí mua chứng quyền).

Ví dụ: Cổ phiếu BBB đang được giao dịch trên HOSE với giá 120.000 VNĐ/cổ phiếu. Cùng lúc có chứng quyền mua BBBC0918 giao dịch trên thị trường với giá 11.000VNĐ/chứng quyền. Chứng quyền BBBC0918 kiểu Châu Âu, cung cấp quyền mua cổ phiếu BBB tại mức giá 140.000VNĐ/cổ phiếu, ngày đáo hạn 30/09/2018.

Nhà đầu tư A đầu tư mua 1000 cổ phiếu BBB. Tổng giá trị đầu tư = $1000 \times 120.000 = 120$ triệu VNĐ.

Nhà đầu tư B đầu tư mua 1000 chứng quyền BBBC0918, tổng giá trị đầu tư = $1000 \times 11.000 = 11$ triệu VNĐ.

Giả sử tại ngày đáo hạn (30/9/2018) giá của cổ phiếu BBB là 160.000 VNĐ/cổ phiếu. Theo đó:

Nhà đầu A có mức sinh lời = $1000 \times (160.000 - 120.000) = 40$ triệu VNĐ. Tỷ suất sinh lời = $40 \text{ triệu} / 120 \text{ triệu} = 33,33\%$.

Nhà đầu tư B có mức sinh lời = $1000 \times (160.000 - 140.000) - 11 \text{ triệu} = 9 \text{ triệu VNĐ}$. Tỷ suất sinh lời = $9 \text{ triệu} / 11 \text{ triệu} = 81,82\%$.

Bên cạnh lợi điểm từ bản chất của chứng quyền trong việc hạn chế mức lỗ tối đa, chi phí đầu tư thấp hơn so với đầu tư vào cổ phiếu, CW được ưa chuộng nhờ có đặc điểm lai giữa cổ phiếu và phái sinh, vừa được giao dịch như một loại cổ phiếu vừa là công cụ phòng vệ rủi ro cho nhà đầu tư trước những biến động của TTCK.

Ngoài ra chứng quyền còn có những lợi thế ưu đãi của sản phẩm mới trên thị trường. Theo Thông tư 107/2016/TT-BTC ngày 29/06/2016 Hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có bảo đảm, chứng quyền được cung cấp thanh khoản bởi tổ chức tạo lập thị trường. Theo đó, thanh khoản của chứng quyền được cải thiện đáng kể do sự chủ động của tổ chức tạo lập thị trường trong việc đặt lệnh và nghĩa vụ của tổ chức tạo lập thị trường trong điều kiện chỉ có lệnh một chiều, khoảng cách giữa lệnh mua và lệnh bán quá chênh lệch...

Đồng thời, nhà đầu tư còn có thể hưởng lợi thế của việc giảm phí giao dịch mà các công ty chứng khoán, chính sách pháp luật đối với sản phẩm mới trên thị trường.

Các rủi ro đi kèm

Bên cạnh sức hấp dẫn được tạo ra bởi yếu tố đòn bẩy, nhà đầu tư cần hiểu được các rủi ro đi kèm trong giao dịch chứng quyền đồng thời xác định được khẩu vị rủi ro của bản thân trước khi quyết định đầu tư.

Do tính chất đòn bẩy của chứng quyền, sự thay đổi của giá chứng khoán cơ sở tác động lên chứng quyền ở một tỷ lệ % lớn hơn. Nói cách khác, chứng quyền sẽ nhạy cảm hơn đối với các thông tin tốt, xấu của chứng khoán cơ sở và theo đó, mức sinh lời, rủi ro đối với chứng quyền cũng cao hơn.

Mặt khác, như đã đề cập ở bài trước, vì phương thức giao dịch CW hoàn toàn giống cổ phiếu nên nhà đầu tư nhiều lúc bỏ quên đặc tính sản phẩm là có vòng đời giới hạn. Thời gian tồn tại của CW do tổ chức phát hành quy định trước và công bố thông tin theo mỗi đợt phát hành. Thông thường thời gian tồn tại của CW là ngắn hạn từ 3 tháng đến 24 tháng (tối đa là 5 năm nhưng thời hạn này hiếm khi được phát hành). Sau thời hạn này, CW sẽ không được giao dịch hay thực hiện quyền nữa.

Với ví dụ trên, giả sử tại ngày đáo hạn (30/9/2018) giá của cổ phiếu BBB là 110.000 VNĐ/cổ phiếu. Theo đó, chứng quyền được xác định ở vị thế OTM, Nhà đầu tư B có mức lỗ chính bằng khoản đầu tư (11 triệu VNĐ).

Mặc dù khả năng thua lỗ xấu nhất đã được xác định tối đa bằng chi phí bỏ ra ban đầu để mua chứng quyền, việc mất toàn bộ số tiền đã đầu tư vẫn có thể là điều mới lạ đối với đa số các nhà đầu tư không chuyên tại Việt Nam vốn chỉ quen với việc đầu tư vào cổ phiếu, loại chứng khoán không có thời hạn và có quyền tự quyết đối với ngày chốt lời, cắt lỗ.

Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến rủi ro phát sinh khi nhà phát hành bị phá sản hoặc gặp khó khăn về tài chính dẫn đến không thể thực hiện nghĩa vụ thanh toán cho nhà đầu tư khi CW đến hạn. Chính vì vậy, trước khi mua CW, nhà đầu tư phải tìm hiểu kỹ về tình trạng tài chính của nhà phát hành và không nên giao dịch CW khi còn nghi ngờ về năng lực tài chính của họ.

2. Những điều lưu ý khác khi đầu tư CW

Ba trạng thái đầu tư của CW

Tương tự như quyền chọn, có ba trạng thái quan trọng của CW mà nhà đầu tư cần chú ý. Bởi vì nó không chỉ ảnh hưởng đến việc thực hiện quyền, mà còn ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị của một CW. Ba trạng thái đó bao gồm: ITM (in-the-money), ATM (at-the-money), OTM (out-of the-money). Cách xác định ba trạng thái này là khác nhau đối với chứng quyền mua hoặc chứng quyền bán.

* Đối với chứng quyền mua: Vào thời điểm đáo hạn hay trong bất cứ thời điểm nào khi CW còn hiệu lực, nếu giá chứng khoán cơ sở lớn hơn giá thực hiện ($S > X$), ta gọi CW mua đang ở trạng thái lời (ITM); nếu giá chứng khoán cơ sở nhỏ hơn giá thực hiện ($S < X$), ta gọi CW mua đang lỗ (OTM); còn nếu giá chứng khoán cơ sở bằng giá thực hiện ($S = X$), ta gọi CW mua đang ở trạng thái hòa vốn (ATM).

* Đối với chứng quyền bán: Vào thời điểm đáo hạn hay trong bất cứ thời điểm nào khi CW còn giá trị, nếu giá chứng khoán cơ sở lớn hơn giá thực hiện ($S > X$), ta gọi CW bán đang ở trạng thái lỗ (OTM); nếu giá chứng khoán cơ sở nhỏ hơn giá thực hiện ($S < X$), ta gọi CW bán đang lãi (ITM); còn nếu giá chứng khoán cơ sở bằng giá thực hiện ($S = X$), ta gọi CW bán là hòa vốn (ATM).

Giá trị của chứng quyền

Một trong những yếu tố quan trọng đối với nhà đầu tư khi tham gia đầu tư và giao dịch chứng quyền là phải hiểu được “giá CW” (premium) được xác định như thế nào. Đầu tiên, cần xác định rằng:

$$\text{Giá trị CW (premium)} = \text{Giá trị nội tại} + \text{Giá trị thời gian.}$$

Chúng ta sẽ cùng nhau làm rõ hơn về hai thành tố này: giá trị nội tại và giá trị thời gian như sau.

Trước tiên, Giá trị nội tại: Tức là giá trị tự bản thân của CW có, không bị mất đi theo thời gian. Giá trị này chỉ bị ảnh hưởng khi giá chứng khoán cơ sở thay đổi, và với các CW nào ở trạng thái (ITM) thì mới có giá trị nội tại. Tại các trạng thái OTM và ATM, CW không có giá trị nội tại mà chỉ có giá trị về thời gian.

Giá trị thời gian: Tức là giá trị từ lúc CW được phát hành cho đến khi CW đáo hạn. Điều đó có nghĩa là tất cả CW đều có giá trị thời gian bất kể trạng thái ITM, ATM hay OTM. Càng gần thời điểm đáo hạn, giá trị thời gian của CW sẽ giảm đi và trở về 0 khi CW đáo hạn.

Định giá CW

Khi được giao dịch trên thị trường thứ cấp, bên cạnh tác động của cung – cầu CW trên thị trường, giá của CW còn chịu tác động bởi các yếu tố đặc thù như:

- Giá của chứng khoán cơ sở: Đây là tham chiếu để xác định giá trị nội tại của CW.
- Thời gian đến khi đáo hạn, có nghĩa khoảng thời gian từ thời điểm xác định giá đến ngày đáo hạn của chứng quyền. Khoản thời gian càng dài thì CW càng có giá trị (thời gian) cao.
- Độ biến động của chứng khoán cơ sở: Độ biến động càng cao thì giá CW sẽ càng cao.
- Giá thực hiện (exercise price).
- Lãi suất phi rủi ro.

- Cổ tức.

Các yếu tố trên là các biến đầu vào của các mô hình định giá CW, được sử dụng tương tự như mô hình định giá quyền chọn: mô hình Black-Scholes hoặc mô hình nhị phân (binomial-model). Trong các nhân tố trên, độ biến động của chứng khoán cơ sở và lãi suất phi rủi ro là hai nhân tố quan trọng nhất và khó xác định nhất, phụ thuộc vào kinh nghiệm của nhà đầu tư và công ty chứng khoán trên thị trường.

3. Phân biệt CW với một số sản phẩm chứng khoán khác

Cùng với chứng quyền có bảo đảm, quyền chọn (option) và chứng quyền công ty (traditional/equity warrant) là những sản phẩm có một số đặc điểm tương đồng nhưng về bản chất đây là những sản phẩm khác nhau. Vậy, giữa các sản phẩm này có những điểm chung gì? Làm sao để phân biệt được các sản phẩm này trên thị trường chứng khoán?

Có thể nói điểm chung dễ thấy nhất đối với cả 03 sản phẩm trên là người sở hữu sẽ có quyền (mà không phải nghĩa vụ) được mua cổ phiếu cơ sở với mức giá được xác định trước tại một thời điểm đã được ấn định. Vậy, giữa chúng khác nhau như thế nào? Làm sao để phân biệt? Chúng ta sẽ xem xét những yếu tố chính dưới đây.

- *Tổ chức phát hành*: nếu như quyền chọn cổ phiếu là sản phẩm được **Sở Giao dịch Chứng khoán** thiết kế với các điều khoản được chuẩn hóa thì chứng quyền có bảo đảm chỉ được phát hành bởi các **tổ chức tài chính (mà thường là các công ty chứng khoán)**, trong khi đó chứng quyền công ty là sản phẩm thường được các **công ty niêm yết** phát hành và thường được phát hành kèm theo việc phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi. Bên cạnh đó, khi phát hành các sản phẩm, Sở Giao dịch không thu bất cứ khoản phí nào cho việc thiết kế và niêm yết quyền chọn cổ phiếu, trong khi đó tổ chức phát hành chứng quyền được khoản tiền từ việc bán CW.
- *Tài sản cơ sở*: Tài sản dùng làm cơ sở cho cả quyền chọn và chứng quyền có bảo đảm bao gồm nhiều loại như: cổ phiếu đơn lẻ, chỉ số chứng khoán, ETF, tiền tệ,... hay các loại hàng hóa khác. Trong khi đó, tài sản cơ sở cho chứng quyền công ty chỉ là cổ phiếu phổ thông của chính công ty đó.
- *Giá thực hiện*: Cả quyền chọn cổ phiếu và chứng quyền có bảo đảm đều có thể có nhiều mức giá thực hiện tùy thuộc vào từng điều kiện đã được xác lập trước đó cho mỗi đợt phát hành còn chứng quyền công ty chỉ có một mức giá thực hiện.

- *Vị thế giao dịch*: Khi niêm yết, đối với quyền chọn cổ phiếu nhà đầu tư có thể bán quyền chọn khi không sở hữu những quyền chọn này còn đối với chứng quyền có bảo đảm hay chứng quyền công ty, nhà đầu tư chỉ được bán chứng quyền có bảo đảm khi đã sở hữu nó.
- *Điều khoản của sản phẩm*: Điều khoản của quyền chọn cổ phiếu được các Sở Giao dịch Chứng khoán thiết kế dựa trên những điều khoản đã được chuẩn hóa về cấu trúc, quy mô, điều khoản về thực hiện quyền và chuyển giao tài sản cơ sở, trong khi đó đối với chứng quyền có bảo đảm và chứng quyền công ty, những điều khoản của sản phẩm sẽ do tổ chức phát hành (Công ty chứng khoán hay công ty) quy định, và những điều khoản này có thể sẽ khác nhau đối với từng sản phẩm mà họ phát hành.
- *Chuyển giao tài sản khi thực hiện quyền*: Quyền chọn cổ phiếu là hợp đồng giữa một bên là những cá nhân hay tổ chức tài chính sẵn sàng mua cổ phiếu với một bên là những cá nhân hay tổ chức tài chính cũng sẵn sàng bán cổ phiếu tại một mức giá cụ thể. Vì vậy, khi thực hiện quyền việc chuyển giao tài sản sẽ được thực hiện **bởi các nhà đầu tư**. Đối với Chứng quyền có bảo đảm, do tổ chức phát hành là các tổ chức tài chính (công ty chứng khoán) nên việc chuyển giao tài sản khi thực hiện quyền được thực hiện **bởi công ty chứng khoán với những người sở hữu chứng quyền có bảo đảm**. Đối với chứng quyền công ty, khi đến hạn, những người sở hữu chứng quyền muốn thực hiện quyền sẽ yêu cầu công ty phát hành thêm cổ phiếu mới và việc chuyển giao tài sản sẽ được thực hiện bởi công ty phát hành với nhà đầu tư. Một điểm khác biệt nữa giữa các sản phẩm này đó chính là khi thực hiện quyền bằng chuyển giao tài sản cơ sở, quyền chọn cổ phiếu và chứng quyền có bảo đảm **không làm gia tăng vốn đối với tổ chức phát hành tài sản cơ sở**, ngược lại **vốn của tổ chức phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư sở hữu chứng quyền công ty sẽ gia tăng**.

Sự phát triển của thị trường và sự ra đời của các sản phẩm mới cho phép nhà đầu tư có nhiều lựa chọn công cụ đầu tư mà chứng quyền có bảo đảm cũng không là ngoại lệ. Nhà đầu tư cần trang bị cho mình kiến thức tốt về sản phẩm, nắm bắt xu hướng thị trường đồng thời xác định được khẩu vị rủi ro của bản thân, từ đó tìm ra được các chiến lược đầu tư phù hợp nhất đối sản phẩm đầy hấp dẫn này.