



ANH: XUÂN TRƯỜNG

# SỬ DỤNG CÔNG CỤ PHÁI SINH NGOẠI TỆ ĐỂ BẢO HIỂM RỦI RO TỶ GIÁ CHO CÁC DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

TS. LÊ THỊ ANH ĐÀO  
ThS. TRẦN HỒNG HÀ

**K**ể từ ngày 04/01/2016, với Quyết định số 2730/QĐ-NHNN, NHNN đã thay đổi một trong những nhân tố quan trọng trong cơ chế điều hành tỷ giá, sử dụng tỷ giá trung tâm thay cho TGBQLNH được tính toán trên cơ sở bình quân của các giao dịch trên thị trường liên ngân hàng vào cuối ngày hôm trước như trước đây. Theo đó, tỷ giá trung tâm sẽ được xác định trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ. Với cách tính toán này, diễn biến tỷ giá các đồng tiền so với VND sẽ theo hướng linh hoạt hơn, sát với thị trường hơn và đặc biệt là cũng khó dự đoán hơn.

Trong xu hướng hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu và rộng với việc

thực thi những cam kết minh bạch, giảm các can thiệp thị trường đang được thực hiện theo lộ trình như Hiệp định thương mại tự do (TPP), diễn biến tỷ giá trên thị trường ngoại hối sẽ trở nên khó lường, có thể tăng, giảm và với mức độ biến động khó biết trước. Vì vậy, doanh nghiệp có những nguồn thu (chi) trong tương lai bằng ngoại tệ, có kế hoạch chuyển đổi sang một đồng tiền khác nên đặc biệt quan tâm đến rủi ro tỷ giá phát sinh. Để chủ động hơn trong hoạt động thương mại, đầu tư, hay đi vay ngoại tệ, doanh nghiệp có thể sử dụng các công cụ phái sinh trên thị trường ngoại hối để phòng ngừa trước những rủi ro do diễn biến khó lường của tỷ giá trong bối cảnh diễn biến phức tạp của thị trường quốc tế và những thay đổi trong cách thức điều hành tỷ giá trong nước.

**Rủi ro tỷ giá và các công cụ phái sinh ngoại tệ với mục tiêu phòng ngừa rủi ro tỷ giá**

Rủi ro tỷ giá là rủi ro phát sinh từ

những thay đổi của tỷ giá ảnh hưởng đến giá trị được kỳ vọng của dòng tiền trong tương lai. Rủi ro tỷ giá xuất hiện đối với doanh nghiệp có dòng tiền phát sinh bằng đồng tiền này nhưng có nhu cầu chuyển đổi sang đồng tiền khác, chủ yếu là các doanh nghiệp có hoạt động xuất nhập khẩu có giao dịch liên quan đến ngoại tệ.

Đối với những khoản tiền phát sinh trong tương lai, khi lo ngại biến động tỷ giá theo chiều hướng bất lợi ảnh hưởng đến chi phí/thu nhập cho những khoản phải trả/sẽ thu thì doanh nghiệp có thể cố định trước mức tỷ giá sẽ giao dịch trong tương lai khi chuyển đổi các đồng tiền bằng các công cụ phái sinh trên thị trường ngoại hối.

Với mục tiêu phòng ngừa rủi ro từ những biến động của tỷ giá, thị trường ngoại hối cung cấp cho các chủ thể tham gia thị trường các công cụ ngoại hối phái sinh, bao gồm hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi, hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền chọn tiền

tệ.

**Hợp đồng kỳ hạn** là hợp đồng được các doanh nghiệp có nhu cầu phòng ngừa rủi ro ký kết với ngân hàng để mua hoặc bán một số lượng đồng tiền nào đó trong tương lai tại một mức tỷ giá được xác định trước. Với hợp đồng kỳ hạn, các doanh nghiệp được bảo hiểm hoàn toàn rủi ro tỷ giá do được thiết lập hợp đồng có các điều khoản mua/bán chi tiết theo nhu cầu.

Tương tự như hợp đồng kỳ hạn, **hợp đồng tương lai** có thể được sử dụng với mục đích phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho các khoản ngoại tệ sẽ thu hoặc phải trả trong tương lai. Điểm khác biệt lớn của loại hợp đồng này là được giao dịch trên thị trường tập trung (ở các Sở giao dịch). Do đó, để sử dụng loại công cụ này, doanh nghiệp có nhu cầu phải là thành viên của Sở giao dịch, nếu không phải mua/bán thông qua nhà môi giới. Bên cạnh đó, những điều khoản của hợp đồng tương lai cũng phải được chuẩn hóa theo quy định của Sở giao dịch và để đảm bảo thực hiện nghĩa vụ của hợp đồng thì người mua/bán trong hợp đồng tương lai cần phải ký quỹ với công ty thanh toán bù trừ trực thuộc Sở giao dịch và tuân thủ quy trình thanh toán lãi/lỗ hàng ngày. Với quy trình thanh toán này giá trị của hợp đồng mua/bán ngoại tệ được thay đổi mỗi ngày, tùy thuộc vào sự biến động của tỷ giá thanh toán. Hơn nữa, khi sử dụng hợp đồng tương lai người mua/bán cũng dễ dàng thoát lui việc thực hiện hợp đồng vào bất cứ thời điểm nào mà không cần chờ đến ngày đáo hạn của hợp đồng, đây là một ưu điểm của hợp đồng tương lai so với hợp đồng kỳ hạn. Tuy nhiên, với những điều kiện tiêu chuẩn hóa về các điều khoản của hợp đồng, một mặt có ưu điểm là làm tăng tính thanh khoản trên thị trường, mặt khác lại chính là điểm làm cho hợp đồng tương lai không đáp ứng nhu cầu đa dạng về loại tiền, về số lượng và kỳ hạn của những doanh nghiệp xuất nhập khẩu cần bảo hiểm rủi ro tỷ giá cho ngoại tệ. Chính vì vậy, các chủ thể trên thị trường sử dụng hợp

đồng tương lai để phòng ngừa rủi ro tỷ giá với một tỷ lệ rất hạn chế.

Cùng là công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá hiện đại như hợp đồng tương lai, **hợp đồng quyền chọn tiền tệ** được xem là ưu việt nhất trong các công cụ phái sinh. Ưu việt ở sự đa dạng thị trường giao dịch (có thể giao dịch trên thị trường tập trung khi đáp ứng các điều kiện quy định trên Sở giao dịch, cũng có thể tham gia mua/bán trên thị trường không tập trung khi các chủ thể muốn được phòng ngừa rủi ro theo nhu cầu), sự ưu việt hơn nữa thể hiện ở độ linh hoạt về tỷ giá được sử dụng để mua/bán ngoại tệ tại các thời điểm thực hiện hợp đồng thanh toán ngoại tệ, các chủ thể sẽ quyết định có thực hiện quyền mua/bán theo tỷ giá quyền chọn hay tận dụng sự biến động thuận lợi của tỷ giá trên thị trường theo hướng có lợi nhất cho mình.

Quyền được từ bỏ hợp đồng để thực hiện theo phương án tốt nhất cho chủ thể tham gia chỉ duy nhất có được khi sử dụng công cụ là hợp đồng quyền chọn, là ưu điểm vượt trội của loại công cụ này. Để có được thể chủ động này, người mua quyền chọn sẽ trả cho người bán quyền một khoản phí, được gọi là phí mua quyền. Đây là khoản tiền được thanh toán ngay khi ký kết hợp đồng, hoặc có thể thỏa thuận trả chậm hơn vài ngày, nhưng phải trước ngày đáo hạn của hợp đồng quyền chọn. Đây cũng là một trong những điều khoản được các chủ thể quan tâm cân nhắc khi sử dụng các công cụ để đáp ứng nhu cầu phòng ngừa rủi ro tỷ giá của mình.

Bên cạnh các công cụ được sử dụng để đáp ứng nhu cầu phòng ngừa rủi ro tỷ giá với một chiều giao dịch (chỉ mua hoặc bán các đồng tiền), thị trường ngoại hối còn cung cấp một công cụ có thể đáp ứng những nhu cầu phức tạp hơn của các chủ thể tham gia trên thị trường, đó là công cụ **hoán đổi ngoại hối**. Với công cụ này, các doanh nghiệp xuất, nhập khẩu hoặc các nhà đầu tư nước ngoài, người có khoản vay ngoại tệ với những khoản tiền nhàn rỗi

ở hiện tại, thiếu hụt trong tương lai hoặc ngược lại, có thể vừa đáp ứng nhu cầu ở hiện tại và phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho các dòng tiền ở tương lai. Thay vì ký kết hai hợp đồng riêng lẻ để đáp ứng nhu cầu của mình, các chủ thể tham gia có thể sử dụng hợp đồng hoán đổi để kết hợp đáp ứng cả hai nhu cầu, đồng thời được hưởng lợi từ luồng tiền ròng phát sinh trong hợp đồng.

Tóm lại, thị trường ngoại hối đã cung cấp các công cụ phái sinh giúp các chủ thể tham gia trên thị trường có thể đáp ứng nhu cầu phòng ngừa rủi ro biến động tỷ giá cho những dòng tiền phát sinh trong tương lai, nhờ đó, các doanh nghiệp hoặc những nhà đầu tư có thể biết trước được chi phí hoặc số tiền thu về để chủ động lên kế hoạch kinh doanh và đảm bảo mức lợi nhuận như mong muốn. Mỗi công cụ phòng ngừa rủi ro có những ưu điểm và hạn chế riêng nên tùy từng tình huống và tùy nhu cầu mà các chủ thể cân nhắc để sử dụng phù hợp với kỳ vọng biến động tỷ giá, với mức độ chấp nhận rủi ro và mức chi phí tương ứng.

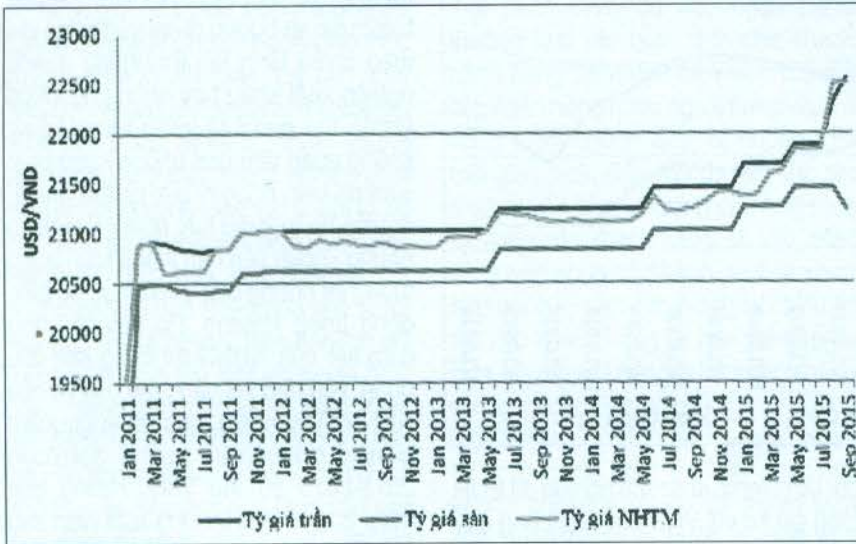
#### **Diễn biến tỷ giá VND với các ngoại tệ mạnh và sự thay đổi cách thức điều hành chính sách tỷ giá trong thời gian qua**

Xem xét diễn biến tỷ giá giữa VND và USD, giữa USD và hai đồng tiền được sử dụng rộng rãi trong thanh toán giữa các doanh nghiệp Việt Nam với bên ngoài là EUR và JPY có thể thấy, tỷ giá các đồng tiền này so với VND không đi theo một chiều tăng như với USD mà biến động có tăng, giảm rõ rệt. Tỷ giá EUR/VND và JPY/VND trước đây thường đi theo hai hướng ngược nhau, nhưng kể từ đầu năm 2015, các mức tỷ giá này đều theo một hướng tăng, VND mất giá so với cả ba đồng tiền là EUR, JPY và USD.

Điểm lại diễn biến tỷ giá và cách thức điều hành tỷ giá, bắt đầu với năm 2011 với điểm nhấn là sự điều chỉnh TGBQLNH tăng 9,3% vào ngày 09/02, mức tăng mạnh nhất trong lịch sử thị trường ngoại hối Việt Nam, đồng thời biến độ tỷ giá lại điều chỉnh giảm xuống

Hình 1: Diễn biến tỷ giá giai đoạn 2011 – 2015

Nguồn: International Monetary Fund (2015), Vietcombank (2015)



chỉ còn +/-1% cùng với nhiều biện pháp kiểm soát lại thị trường ngoại hối. Tỷ giá giao dịch trên thị trường liên tục áp sát trần trước đó như được giải phóng nhanh chóng bút khỏi mức 19,500VND/USD ngày 09 và 10/2 lao nhanh lên đến 20,890VND/USD vào ngày 11/02/2011, chỉ trong vòng 3 ngày, tỷ giá đã tăng hơn 7%. Sau đợt điều chỉnh mạnh tay lần này, tỷ giá được đưa về gần với mức kỳ vọng nên cung cầu trên thị trường dần đi vào ổn định. Tuy nhiên, tỷ giá chỉ tạm thời hạ nhiệt vào tháng 4 và sau đó lại bắt đầu theo chiều hướng tăng dần lên đến đỉnh điểm vào tháng 12, tỷ giá bán ra của NHTM chạm trần liên tiếp trong hai tháng.

Diễn biến tỷ giá kể từ năm 2012 tương đối ổn định, tỷ giá không tăng như những năm trước mà đã giảm gần 1% (theo số liệu của tổng cục Thống kê). Tỷ giá tiếp tục ổn định đến hết quý 1/2013, di chuyển trong biên độ +/-1% với TGBQLNH. Từ khi trên thị trường có những dấu hiệu các NHTM yết giá sát tỷ giá trần và chênh lệch khá cao với tỷ giá trên thị trường tự do gần 300VND/USD, NHNN đã điều chỉnh tăng TGBQLNH thêm 1% và vẫn giữ nguyên biên độ. Diễn biến tỷ giá sau đó

tiếp tục di chuyển nhẹ từ nửa cuối năm 2013 đến cuối tháng 5, đầu tháng 6 năm 2014, thị trường có dấu hiệu nóng lên và có những biến động khá mạnh, NHNN một lần nữa đã điều chỉnh tăng TGBQLNH thêm 1% và vẫn giữ nguyên biên độ vào chiều ngày 18/06/2014. Với ảnh hưởng của nhiều sự kiện lớn trên thế giới và sự thay đổi lớn trong điều hành chính sách tỷ giá của NHNN, năm 2015 tỷ giá VND và USD có những diễn biến khá phức tạp. Từ đầu năm, thực hiện mục tiêu điều hành kinh tế - xã hội cùng với diễn biến USD tăng giá trên thị trường quốc tế, NHNN cũng đã chủ động tăng TGBQLNH thêm 1% lên mức 21,458VND/USD, vẫn giữ nguyên biên độ. Sau đó, tỷ giá diễn biến giảm nhẹ so với trước, và bắt đầu tăng từ tháng 3 nhưng với mức tăng khá lớn, hơn 200 VND/USD so với tháng trước. Ngày 07/05/2015, NHNN một lần nữa đã phải điều chỉnh TGBQLNH từ 21,458VND/USD lên mức 21,673VND/USD và như thường lệ khi có quyết định tăng tỷ giá của NHNN, các NHTM đã đồng loạt nâng tỷ giá lên quanh mức 21,840VND/USD, tuy nhiên với mức tỷ giá mới, tỷ giá giao dịch mua bán ngoại tệ giữa NHTM và

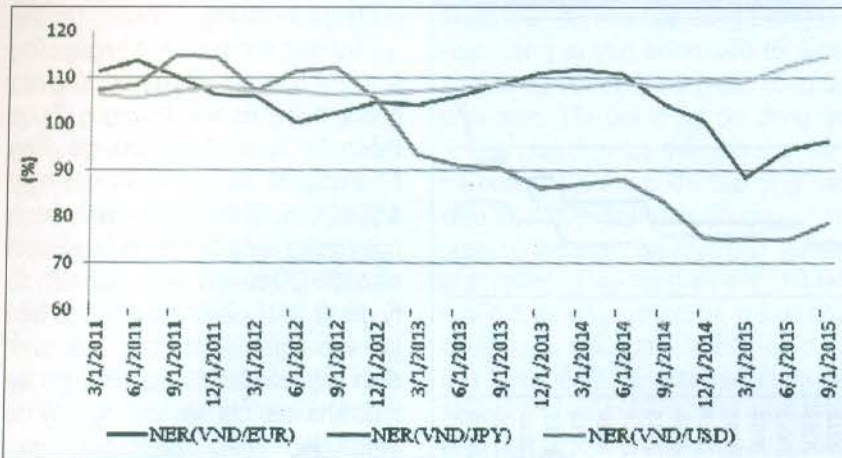
doanh nghiệp được linh hoạt hơn và cách khá xa mức trần cho phép, điều này cho thấy TGBQLNH đã phù hợp với tỷ giá thị trường.

Sự biến động của tỷ giá ngày càng linh hoạt bám sát với sự biến động của những thông tin trên thị trường. Trước thông tin Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ với mức kỷ lục vào ngày 11/08/2015, NHNN cũng nhanh chóng ngay trong ngày ban hành Quyết định số 1595/QĐ-NHNN điều chỉnh biên độ tỷ giá từ +/-1% lên mức +/-2% có hiệu lực vào ngày 12/08/2015. Sau quyết định này, các NHTM đã yết tỷ giá lên mức khá cao chỉ sau một ngày tỷ giá tăng lên sát mức trần mới 22,106VND/USD. Phản ứng lại biến động của thị trường, NHNN đã điều chỉnh tăng TGBQLNH lên 21,890VND/USD, đồng thời tiếp tục nới biên độ từ +/-2% lên +/-3%. Tỷ giá sau đó cũng có những lần tăng, giảm nhưng nhìn chung vẫn theo chiều hướng đi lên.

Tóm lại, với những diễn biến tỷ giá trên thị trường ngoại hối Việt Nam và cách thức điều hành của NHNN thời gian qua có thể thấy rằng: (i) tỷ giá giữa VND và USD nhìn chung trong khoảng thời gian dài thường theo xu hướng tăng với mức thay đổi không nhiều, nhưng trong những giai đoạn ngắn, theo tháng, vài tuần, thậm chí vài ngày thì tỷ giá lúc giảm, lúc tăng và tăng mạnh có lúc lên đến 200VND hay 125VND chỉ sau 1 ngày; (ii) tỷ giá giao dịch giữa NHTM và khách hàng hiếm khi đung sùn nhưng thường áp sát mức giá trần cho phép; (iii) NHNN đã thực hiện các biện pháp can thiệp tác động đến tỷ giá nhanh chóng và linh hoạt hơn so với những năm trước đây lúc tăng tỷ giá BQLNH, có lúc điều chỉnh biên độ và có lúc thực hiện cả hai biện pháp. Điều này cho thấy tỷ giá USD/VND ngày càng biến động theo những thay đổi của các yếu tố kinh tế chính trị xã hội trên thế giới, sự tác động của những yếu tố này lên tỷ giá VND/USD ngày càng nhanh chóng và rõ ràng hơn so với trước đây, và cũng

Hình 2: Tỷ giá danh nghĩa VND so với EUR, JPY và USD

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả



thấy rằng NHNN đang điều hành chính sách tỷ giá ngày càng linh hoạt phù hợp với cơ chế của thị trường hơn.

**Rủi ro tỷ giá và vấn đề sử dụng công cụ phái sinh ngoại tệ để phòng ngừa rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp thời gian qua**

VND giảm giá có lợi cho những doanh nghiệp có nguồn thu ngoại tệ, và sẽ là thiệt hại với các chủ thể có khoản ngoại tệ phải thanh toán như doanh nghiệp nhập khẩu hàng hóa hay những người đã đi vay ngoại tệ. Báo cáo tài chính của nhiều doanh nghiệp niêm yết đã cho thấy những khoản lỗ tỷ giá do ngoại tệ tăng giá so với VND, tập trung vào các doanh nghiệp có khoản vay nợ ngoại tệ lớn.

Chẳng hạn, với doanh nghiệp vay nợ lớn bằng USD như CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2), hay CTCP Vận tải biển Việt Nam (VOS), chi phí tài chính đã ghi nhận những khoản lỗ tỷ giá tăng đột biến cùng với tốc độ tăng của tỷ giá USD/VND trong quý 3/2015. Với số dư ngoại tệ lên đến 23,2 tỷ JPY thì CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) cũng đã ghi nhận khoản lỗ nặng nề 214 tỷ đồng, gấp 3 lần mức lỗ quý trước do chênh lệch tỷ giá. CTCP Xi măng Bỉm Sơn (BCC) và CTCP Xi măng Bút Sơn (BTS) với dư nợ ngoại tệ lớn bằng EUR đã cũng đã làm tăng chi

phí tài chính của doanh nghiệp do EUR tăng giá so với VND đặc biệt trong quý 3/2015...

Nhìn chung trong thời gian vừa qua, với nhiều biến động trên thị trường thế giới cùng với những phản ứng nhanh và mạnh của NHNN mà diễn biến tỷ giá trên thị trường có những thay đổi năm ngoài dự đoán của thị trường. Tất cả đã vẽ nên bức tranh tỷ giá tăng của các ngoại tệ so với VND. Cùng với sự mất giá của VND và tâm lý chưa quen sử dụng các công cụ bảo hiểm rủi ro tỷ giá nên nhiều doanh nghiệp đã ghi nhận những khoản lỗ lớn do biến động tỷ giá và điều này tác động không nhỏ đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Rủi ro tỷ giá mà doanh nghiệp gặp phải và những tổn thất đã ghi nhận xuất phát từ một số nguyên nhân chủ yếu sau:

*Thứ nhất*, xuất phát từ cơ chế tỷ giá linh hoạt có kiểm soát ở Việt Nam trong thời gian qua đã tạo nên tâm lý chủ quan cho các doanh nghiệp khi có những dòng tiền ngoại tệ xuất hiện trong tương lai. Tuy NHNN đã khá linh hoạt và chủ động trong việc điều hành hướng đi của tỷ giá theo những mục tiêu đề ra, nhưng hướng đi và mức độ can thiệp thì thị trường cũng phần nào đã được biết trước, thể hiện qua mục tiêu điều hành (chủ yếu vẫn tập trung kích thích xuất khẩu) hay những cam kết điều chỉnh tỷ giá với mức 1% hoặc

2% được đề ra ngay từ đầu năm. Đây là một trong những vấn đề then chốt cho thị trường các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá phát triển. Khi thị trường đã biết trước xu hướng di chuyển tỷ giá chỉ theo chiều tăng lên thì những doanh nghiệp xuất khẩu hay những người có khoản thu ngoại tệ trong tương lai sẽ không quan tâm đến những rủi ro phát sinh do biến động tỷ giá; những doanh nghiệp nhập khẩu hay những người có những khoản tiền cần thanh toán trong tương lai nhưng biết trước mức độ biến động trong khoảng 1% hay 2% như cam kết của NHNN thì cũng khá chủ quan, yên tâm với hàng rào bảo vệ của NHNN. Tuy nhiên, qua đánh giá diễn biến tỷ giá trên thị trường giai đoạn 2011-2015 có thể thấy, những can thiệp của NHNN thường xuất hiện sau những đợt căng thẳng cung cầu của thị trường. Do đó, tỷ giá nhìn cả năm vẫn được điều chỉnh trong mức đã được cam kết, nhưng có những thời điểm căng thẳng thì tỷ giá vẫn di chuyển rất nhanh, thậm chí chỉ sau một ngày hoặc một tuần đã điều chỉnh lên tới 200 – 300VND trên một USD là một mức biến động khá lớn. Mỗi một lần điều chỉnh tỷ giá cũng là những lần thị trường, các doanh nghiệp nhập khẩu và những người vay nợ ngoại tệ “thấp thỏm, lo lắng” với những diễn biến bất lợi của tỷ giá và những khoản lỗ phải “ngậm ngùi” chấp nhận.

*Thứ hai*, xuất phát từ tâm lý của các doanh nghiệp, khi có nhu cầu sử dụng ngoại tệ thì thường vay ngoại tệ hơn là giao dịch mua, bán. Điều này có thể xuất phát từ hai lý do, thứ nhất là do lãi suất vay ngoại tệ thấp hơn vay VND, doanh nghiệp thấy có lợi hơn khi vay ngoại tệ chuyển sang VND để đáp ứng nhu cầu về vốn. Thứ hai là doanh nghiệp có nguồn thu ngoại tệ trong tương lai nên sẽ sử dụng để thanh toán khi khoản tiền vay đến hạn trả. Đối với những doanh nghiệp vừa có nhu cầu sử dụng ngoại tệ ở hiện tại và có nguồn thu trong tương lai như vậy, việc sử dụng hình thức vay ngoại tệ để đáp ứng nhu cầu là hợp lý và cũng không cần

thiết sử dụng công cụ để bảo hiểm rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn phải chịu những khoản lỗ do biến động tỷ giá nếu như trong tương lai doanh nghiệp không có nguồn thu thực sự, bị chậm thanh toán hay sản xuất kinh doanh gặp khó khăn nên chưa tạo được nguồn thu để trả nợ, trong những tình huống như thế, doanh nghiệp phải mua ngoại tệ với tỷ giá thực tế bất lợi tại thời điểm đó để thanh toán khoản vay. Như vậy, điều này một mặt đã đặt doanh nghiệp vào tình trạng khó khăn cho việc lên kế hoạch dòng tiền thu chi và nguy cơ gặp tổn thất khi tỷ giá biến động mạnh trong tương lai, mặt khác, đây sẽ là những trường hợp góp phần tạo nên tình trạng căng thẳng của tỷ giá khi nhu cầu mua ngoại tệ tăng cao vào thời điểm đến hạn của khoản vay, và chính nó đã đẩy những lo ngại rủi ro tỷ giá trở thành hiện thực.

Thứ ba, các doanh nghiệp không mặn mà với các công cụ phòng ngừa rủi ro còn xuất phát từ chính lợi ích có được từ các sản phẩm phòng ngừa rủi ro do ngân hàng cung cấp. Mặc dù tính toán tỷ giá kỳ hạn để giao dịch với khách hàng, NHTM cũng dựa trên cơ sở chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền trong giao dịch, nhưng lãi suất NHTM sử dụng thường có chênh lệch khá rộng, thường cao hơn giá giao dịch trên thị trường. Khi đó, những doanh nghiệp có nhu cầu mua/bán ngoại tệ trong tương lai chọn cách mua/bán theo giá thị trường, vì nếu giá tăng như lo ngại thì cũng tốn chi phí nhiều hơn không bao nhiêu nhưng nếu tỷ giá không tăng mà còn giảm thì rõ ràng được lợi hơn so với chốt tỷ giá cứng nhắc theo hợp đồng kỳ hạn. Bên cạnh đó, việc sử dụng giao dịch kỳ hạn doanh nghiệp thường là mua kỳ hạn vì mục đích để có thể yên tâm về nguồn ngoại tệ trong tương lai hơn là mục đích bảo hiểm rủi ro tỷ giá. Còn với quyền chọn tiền tệ hiện nay, việc thực hiện quyền chọn ngoại tệ với ngoại tệ và doanh số giao dịch ngày càng giảm dần, mà nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ phí mua quyền chọn. Vì giao

dịch quyền chọn ở thị trường Việt Nam còn chưa được sử dụng phổ biến nên NHTM khó tìm đối tác để cân đối trạng thái phát sinh, do đó, ngân hàng thường tính phí giao dịch cho khách hàng bằng cách dựa trên mức phí mà các ngân hàng nước ngoài cung cấp và cộng thêm chênh lệch lợi nhuận trên mỗi giao dịch, điều này đã làm cho phí mua quyền chọn thường cao hơn mức kỳ vọng của khách hàng. Vì vậy, mặc dù quyền chọn có độ linh hoạt cao hơn hợp đồng kỳ hạn, tức mang lại nhiều lợi thế cho khách hàng để bảo hiểm rủi ro hơn, nhưng lại không được khách hàng sử dụng, đặc biệt tâm lý khi không thực hiện quyền chọn (do giao dịch với tỷ giá thị trường tốt hơn) thì vẫn phải mất khoản phí mua quyền đã thanh toán cho ngân hàng từ trước là điều khó chấp nhận.

#### Kiến nghị

Trong bối cảnh tình hình kinh tế thế giới với nhiều biến động khó lường, từ những bất ổn của các nền kinh tế do sự sụt giảm mạnh của giá dầu, tác động của chính sách điều chỉnh tăng lãi suất của Mỹ và việc giảm giá đồng nhân dân tệ của Trung Quốc cho thấy viễn cảnh diễn biến khó lường trên thị trường ngoại hối quốc tế. Trong bối cảnh đó, điều hành tỷ giá trong nước lại theo cơ chế mới (sử dụng tỷ giá trung

tâm được thay đổi hàng ngày thay cho TGBQLNH được giữ trong khoảng thời gian dài) thì rủi ro tỷ giá và việc sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro là vấn đề cần được quan tâm nhiều hơn. Để các công cụ phái sinh trở thành những giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá hữu hiệu cho doanh nghiệp đòi hỏi cần có sự quan tâm và thay đổi từ nhiều phía.

- **Đối với doanh nghiệp**, trước hết cần nhìn nhận đúng bản chất của các công cụ bảo hiểm rủi ro. Các công cụ phái sinh ngoại tệ có thể sử dụng để bảo hiểm rủi ro tỷ giá, giúp các doanh nghiệp phòng vệ trước những biến động bất lợi của tỷ giá. Tỷ giá được xác định trong giao dịch phái sinh là mức giá mong muốn của doanh nghiệp tại thời điểm ký kết, và dựa vào đó, doanh nghiệp đã chủ động lên kế hoạch dòng tiền để kinh doanh, đầu tư và thu lợi nhuận theo kỳ vọng, đó mới là mục tiêu cuối cùng, lớn nhất của doanh nghiệp và của công cụ phái sinh.

Thứ hai, khi còn e ngại về tính hiệu quả của công cụ phái sinh ngoại tệ, hoặc không chắc chắn với diễn biến tỷ giá trong tương lai, doanh nghiệp có thể ký kết hợp đồng bảo hiểm rủi ro theo một tỷ lệ nào đó trên tổng giá trị cần bảo hiểm, không nhất thiết phải bảo hiểm với toàn bộ giá trị của hợp đồng. Đó là khi muốn ký kết hợp đồng kỳ hạn



Các công cụ phái sinh ngoại tệ có thể sử dụng để bảo hiểm rủi ro tỷ giá, giúp các doanh nghiệp phòng vệ trước những biến động bất lợi của tỷ giá.

ANH XUÂN TRƯỜNG

để bảo hiểm rủi ro. Nếu không, doanh nghiệp có thể sử dụng quyền chọn tiền tệ để trong trường hợp tỷ giá thị trường tốt hơn, doanh nghiệp có quyền không mua/bán theo tỷ giá đã ký, thực hiện mua/bán theo giá thị trường có lợi hơn. Tuy nhiên, khi sử dụng công cụ này, doanh nghiệp cần chú ý đến mức phí quyền chọn, xem xét khả năng chấp nhận mức phí được đưa ra, tính toán so sánh xem có thật sự có lợi hơn khi để tỷ giá cứng nhắc như hợp đồng kỳ hạn hay không.

Thứ ba, trong quá trình thương thảo những hợp đồng xuất nhập khẩu hoặc đầu tư, doanh nghiệp nên đưa vấn đề bảo hiểm rủi ro như một trong những điều khoản bắt buộc như những công cụ bảo hiểm các rủi ro khác. Từ đó, hai bên đối tác có thể xem xét điều chỉnh các mức giá hàng hóa cho phù hợp. Điều này cũng khá quan trọng, đặc biệt trong thời kỳ hội nhập với tốc độ nhanh, sâu rộng như ngày nay, nhiều quốc gia khác sử dụng cách thức này.

Cuối cùng, để tăng hiệu quả sử dụng công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá, doanh nghiệp nên hoặc có đội ngũ phân tích tài chính chuyên về rủi ro tỷ giá một cách chuyên nghiệp, hoặc sử dụng thông tin từ những nguồn phân tích đáng tin cậy. Có như vậy, doanh nghiệp vừa có thể sử dụng hiệu quả công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá, mang lại hiệu quả hoạt động như mong muốn cho mình, đặc biệt có thể tiết giảm chi phí trong trường hợp phân tích thấy rằng không cần thiết sử dụng công cụ bảo hiểm rủi ro do tỷ giá diễn biến theo chiều hướng thuận lợi.

- **Đối với ngân hàng**, hiện nay tại các NHTM Việt Nam đã và đang cung cấp cho khách hàng các hợp đồng kỳ hạn, hoán đổi và quyền chọn để đáp ứng nhu cầu phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho những dòng tiền phát sinh trong tương lai của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chủ yếu doanh nghiệp vẫn ưa thích sử dụng hợp đồng kỳ hạn để phòng ngừa rủi ro hơn quyền chọn tiền tệ, và chủ yếu vẫn là các doanh nghiệp có những khoản phải thanh toán bằng ngoại tệ

quan tâm nhiều hơn do xu hướng diễn biến giảm giá của VND so với các đồng tiền chủ chốt. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp chưa thực sự quan tâm và cũng không mặn mà với các công cụ phòng ngừa rủi ro là do từ những chủ thể cung cấp các sản phẩm phái sinh này như đã phân tích. Vì vậy, trong thời gian tới, từ phía ngân hàng cần xem xét: (i) có thêm hướng dẫn và tư vấn đến những khách hàng có nguồn thu/chỉ ngoại tệ trong tương lai nắm rõ rủi ro liên quan đến biến động tỷ giá, từ đó giới thiệu các công cụ phòng ngừa rủi ro và giúp khách hàng xác định hiệu quả của việc sử dụng các công cụ tương ứng; (ii) lựa chọn các mức tỷ giá tốt nhất có thể từ thị trường trong nước và thị trường quốc tế, điều chỉnh kỳ vọng lợi nhuận để khi tính toán chào tỷ giá mua/bán kỳ hạn cho doanh nghiệp, vừa phòng ngừa rủi ro cho doanh nghiệp và vừa giúp doanh nghiệp có được mức giá có lợi thế hơn so với diễn biến của thị trường; (iii) khi hợp đồng quyền chọn (VND/ngoại tệ) được phép giao dịch lại, ngân hàng nên tìm kiếm những đối tác cung cấp mức phí tốt khi bảo hiểm lại, hoặc xem xét tự xác định phí quyền chọn trên cơ sở mô hình định giá quyền chọn để từ đó tính toán mức phí hấp dẫn cho khách hàng.

- **Đối với Ngân hàng Nhà nước**, nên xem xét từ 2 góc độ: (i) tạo môi trường cho các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá phát triển, và (ii) phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá.

Thứ nhất, các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá chỉ có thể phát huy tác dụng trong điều kiện tỷ giá biến động tự do. Khi đó diễn biến tỷ giá sẽ theo quan hệ cung cầu trên thị trường, và chủ thể có những dòng tiền ngoại tệ phát sinh trong tương lai khi phân tích được chính xác biến động tỷ giá thì sử dụng công cụ phòng ngừa rủi ro sẽ đem lại hiệu quả như mong muốn. Trong điều kiện hiện nay, quyết định điều hành sử dụng tỷ giá tham chiếu là tỷ giá trung tâm đã cho thấy NHNN điều hành linh hoạt hơn, và tỷ giá được dự báo sẽ diễn biến đa chiều hơn. Đây cũng là một bước đi

mang lại nhiều lợi ích cho công tác điều hành tỷ giá, cũng là nhân tố thúc đẩy thị trường phái sinh ngoại tệ phát triển. Ngoài ra, NHNN nên tuân thủ cách tính toán tỷ giá trung tâm như đã công bố để tạo nên một thị trường ngoại hối tự do hơn, các doanh nghiệp trở nên chủ động hơn và thị trường phái sinh có điều kiện phát triển hơn.

Thứ hai, các công cụ phái sinh hiện nay được NHTM cung cấp cho khách hàng còn hạn chế, một công cụ với nhiều tính năng ưu việt như quyền chọn tiền tệ (VND/ngoại tệ) thì chưa được sử dụng. Như vậy có nghĩa là, khi có nhu cầu một chiều, hoặc mua, hoặc bán ngoại tệ thì doanh nghiệp không có lựa chọn phòng ngừa rủi ro nào khác ngoài việc ký kết hợp đồng kỳ hạn, trong công cụ này có những hạn chế như đã phân tích.

Cùng với những thay đổi cách nhìn nhận từ phía người sử dụng là các doanh nghiệp có dòng tiền ngoại tệ phát sinh trong tương lai, những thay đổi để tăng tính hấp dẫn và hiệu quả sử dụng công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá từ phía NHTM, đặc biệt là vai trò tạo môi trường để các hợp đồng phái sinh có điều kiện được đón nhận và phát triển, hy vọng các công cụ phái sinh ngoại tệ trong tương lai sẽ trở thành những công cụ đặc lực bảo vệ doanh nghiệp trước rủi ro biến động tỷ giá trong bối cảnh hội nhập ngày càng sâu rộng của nền kinh tế đất nước và những diễn biến khó lường của nền kinh tế thế giới ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. International Monetary Fund (2015). IMF eLibrary Data. <http://data.imf.org/?sk=7CB6619C-CF87-48DC-9443-2973E161ABEB&slid=1420495322854&ss=1420495322854>.
2. Michael Papaioannou (2006). Exchange rate risk measurement and management: Issues and approaches for firms. IMF Working Paper – WP/06/255.
3. NHNN (2011, 2012, 2013, 2014). Báo cáo thường niên. <http://www.sbv.gov.vn>.
4. Oanda (2015). Historical Exchange Rates.
5. Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (2015).
6. Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hà Nội (2015).
7. VCB (2015). <http://www.vietcombank.com.vn>