

Nhận diện rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp

Nguyễn Văn Tiến

Trọng tài viên Trung tâm Trọng tài quốc tế Việt Nam (VIAC)
Trưởng Khoa Kinh doanh Quốc tế, Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 07/12/2020

Ngày nhận bản sửa: 15/12/2020

Ngày duyệt đăng: 21/12/2020

Đo lường và quản trị rủi ro tỷ giá luôn là mối quan tâm hàng đầu của các doanh nghiệp nhằm giảm thiểu tổn thất khi tỷ giá biến động mạnh. Thế giới và Việt Nam đã từng chứng kiến những sự kiện biến động của tỷ giá tác động đến hoạt động ngoại thương và nội thương, đầu tư trực tiếp và danh mục đầu tư gián tiếp nước ngoài, hoạt động đi vay và cho vay bằng ngoại tệ... Tác động của rủi ro tỷ giá đến nền kinh tế thường kéo dài, làm giảm sức cạnh tranh quốc tế của ngành kinh tế, và cuối cùng là đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Để có những biện pháp phòng ngừa kịp thời và hiệu quả, thì công việc đầu tiên, không thể thiếu, làm cơ sở cho các biện pháp tiếp theo, đó là nhận diện các loại rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp. Dựa trên đúc kết kinh nghiệm cá nhân, Bài viết tổng hợp các tình huống rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp trong hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu, đầu tư trực tiếp nước ngoài, đầu tư gián tiếp nước ngoài và tín dụng quốc tế. Đây cũng được xem là cơ sở cho việc thiết lập khung quản trị và sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp.

Identifying exchange rate risk for businesses

Abstract: Measuring and managing exchange rate risk exposure is of utmost importance for reducing a firm's vulnerabilities from major exchange rate movements. The world and Vietnam have witnessed constant currency fluctuations which affected the market adversely, causing it to become volatile, affecting both domestic and foreign trade, foreign direct investment, portfolio investment, currency lending and borrowing. This caused a drag on the economy over the long term, as entire industries are rendered noncompetitive and operations of economic agents are detrimentally affected.

Selecting the appropriate timely and effective exchange rate risk prevention measures is often a daunting task and therefore there is a demand of identifying different types of exchange rate risks for businesses. This will also act as the basis for exchange rate risk management and various hedging approaches for firms.

Keywords: Exchange rate risk, Identification of exchange rate risk, Foreign exchange position.

Tien Van Nguyen

Email: tienvn@hvn.edu.vn

Arbitrator of Vietnam Int'l Arbitration Centre (VIAC)

Dean of Int'l Business of Banking Academy of Vietnam

Từ khóa: Rủi ro tỷ giá, nhận diện rủi ro tỷ giá, trạng thái ngoại tệ.

1. Giới thiệu và tổng quan nghiên cứu

Sau khi Hệ thống tiền tệ thế giới Bretton Woods sụp đổ vào năm 1971 và sự chấm dứt neo đồng USD với vàng năm 1973, tỷ giá các đồng tiền mạnh (GBP, DEM, FRF, JPY,...) cũng được thả nổi với USD. Cùng với thương mại quốc tế tăng trưởng mạnh, làm cho nhu cầu quản lý ngoại hối nói chung, với trọng tâm là quản lý tỷ giá và rủi ro tỷ giá đã trở nên cấp thiết.

Trong hầu hết các sách kinh điển về lĩnh vực Tài chính quốc tế, Quản trị Tài chính quốc tế, Quản trị tài chính công ty đa quốc gia, thường dành phần lớn nội dung viết về quản trị rủi ro tỷ giá. Điển hình trong số này gồm có: Paul Bishop & Don Dixon (1992), Foreign Exchange Handbook- Managing Risk & Opportunity in Global Currency Markets; Steve Anthony (2002), Foreign Exchange in Practice; Alan C. Shapiro & Paul Hanouna (2019), Multinational Financial Management và Nguyễn Văn Tiên (2002), Thị trường ngoại hối Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế

Trong các công bố gần đây về quản lý ngoại hối và quản trị rủi ro tỷ giá, các công trình khoa học đã tập trung nhiều vào việc nhận diện, phân loại, đo lường và quản trị rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên, nội dung “*nhận diện*” mới chỉ dừng lại ở một số ví dụ giản đơn mà chưa thực sự gắn với các hoạt động đặc thù của từng loại hình kinh doanh của doanh nghiệp. Hơn nữa, hầu hết các công bố thường chỉ tập trung vào khâu phân tích và ứng dụng các chiến lược phòng ngừa như hợp đồng ngoại hối kỳ hạn, hoán đổi, tương lai và quyền chọn, mà thường bỏ qua khâu nhận diện và đo lường rủi ro. Điển hình trong các công bố này gồm: Đo lường

và quản trị rủi ro tỷ giá: Các vấn đề đặt ra và cách tiếp cận đối với doanh nghiệp (Papaioannou, M. G., (2006)); Phân tích rủi ro tỷ giá và các chiến lược phòng ngừa (Allen, 2003); Thị trường ngoại hối và Quản trị hối đoái trong kinh doanh (Nguyễn Văn Tiên và Phạm Thị Hoàng Anh, 2015); Cách nào để giảm nguy cơ rủi ro tỷ giá đối với các doanh nghiệp? (Đặng Ngọc Biên, 2020); Tạo thói quen quản trị rủi ro tỷ giá (Nguyễn Thị Kim Thanh, 2016).

Từ các công trình khoa học đã công bố cho thấy, nội hàm “*nhận diện*” rủi ro tỷ giá chưa được quan tâm đúng mức, nhất là việc nhận diện gắn liền với từng lĩnh vực hoạt động kinh doanh đặc thù của doanh nghiệp như: hoạt động xuất nhập khẩu, đi vay và đầu tư bằng ngoại tệ, đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài. Đây là khoảng trống nghiên cứu mà bài viết hướng tới góp phần giải quyết một phần nào đó.

2. Khái quát về rủi ro tỷ giá

2.1. Khái niệm rủi ro tỷ giá

Về học thuật, rủi ro tồn tại ở cả hai vế “*tiêu cực*” và “*tích cực*”, nói cách khác, rủi ro được xem là độ lệch giữa kết quả đạt được thực tế so với kỳ vọng.

Do tác động của rủi ro tỷ giá được nhìn nhận từ hai phía là tích cực và tiêu cực, nên rủi ro tỷ giá được định nghĩa như sau: *Rủi ro tỷ giá là khả năng biến động thu nhập ròng ngoài dự kiến khi tỷ giá thay đổi tác động đến các khoản phải thu và các khoản phải trả bằng ngoại tệ.*

Ví dụ, nhà nhập khẩu Việt Nam lập kế hoạch kinh doanh tại mức tỷ giá 1USD = 23.450VND, theo đó tỷ suất lợi nhuận của

thương vụ nhập khẩu là 15%. Tuy nhiên, tại thời điểm thanh toán, nếu tỷ giá tăng 3% so với kế hoạch, thì tỷ giá đã tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh, khiến cho tỷ suất lợi nhuận giảm từ 15% xuống còn 12%. Ngược lại, nếu tại thời điểm thanh toán, tỷ giá giảm 3% so với kế hoạch, thì tỷ giá đã tác động tích cực đến kết quả kinh doanh, khiến cho tỷ suất lợi nhuận tăng từ 15% lên 18%.

2.2. Sự cần thiết phải phòng ngừa rủi ro tỷ giá

Theo quan điểm của tác giả, các doanh nghiệp có liên quan đến rủi ro tỷ giá nên chủ động và tích cực phòng ngừa rủi ro, điều này là vì:

Thứ nhất, nhà kinh doanh là doanh nghiệp không phải là chuyên gia tài chính- tiền tệ, nên độ tin cậy trong dự báo tỷ giá là rất thấp.

Thứ hai, bản thân tỷ giá là một con ngựa bất kham, nên việc dự báo biến động tỷ giá trở nên vô cùng khó khăn với bất kỳ ai.

Thứ ba, năng lực tài chính của doanh nghiệp là yếu ớt hơn nhiều so với các định chế tài chính, do đó, rủi ro tỷ giá có thể khiến cho doanh nghiệp trở nên lao đao và có thể dẫn tới phá sản nhanh chóng.

Thứ tư, doanh nghiệp là những chuyên gia về thương mại, do đó, hãy phát huy sở trường kinh doanh, nỗ lực tạo lợi nhuận chắc chắn từ hoạt động kinh doanh thương mại. Hãy chuyển các loại rủi ro tài chính cho các định chế tài chính bằng các hợp đồng tài chính phái sinh.

2.3. Nguyên nhân rủi ro tỷ giá

Ngày nay, các định chế tài chính, các công ty đa quốc gia và các doanh nghiệp xuất nhập khẩu (XNK) thường xuyên có các dòng tiền thu và chi bằng các ngoại tệ khác nhau. Khi “*Tài sản*” (*Assets- A*) và “*Nợ*

phải trả” (*Liabilities- L*) của một ngoại tệ là không bằng nhau, thì chênh lệch giữa chúng được gọi là “*Trạng thái ngoại tệ mở*” (*open exchange position*). Khi duy trì trạng thái ngoại tệ mở (dương hoặc âm), thì rủi ro tỷ giá sẽ phát sinh. Như vậy, việc tạo ra và duy trì trạng thái ngoại tệ mở là nguyên nhân chính gây nên rủi ro tỷ giá.

Để hiểu bản chất rủi ro tỷ giá, chúng ta bắt đầu nghiên cứu các hoạt động của một định chế tài chính, theo đó trạng thái ngoại tệ mở được tạo ra, là cội nguồn làm phát sinh rủi ro tỷ giá. Ví dụ, Ngân hàng Việt Nam có bảng cân đối giản đơn như sau.

Kịch bản 1: Ngân hàng chỉ kinh doanh thuần túy bằng nội tệ (đơn vị tính: tỷ VND, và triệu USD)

Trong đó, *A* = Tài sản (*Assets*), *L* = Nợ phải trả (*Liabilities*), *E* = Vốn chủ sở hữu (*Equity*).

Nhận xét: Ngân hàng có trạng thái ngoại tệ bằng 0 (*square exchange position*), nên không chịu rủi ro tỷ giá. Tức cho dù tỷ giá E(USD/VND) biến động theo hướng nào thì cũng không tác động đến kết quả kinh doanh của Ngân hàng.

Kịch bản 2: Ngân hàng dùng 200 tỷ VND để mua USD kinh doanh tại mức tỷ giá 1USD = 24.000VND

Nhận xét: Ngân hàng có trạng thái ngoại tệ trường (*long exchange position*) là 8,333

| (A) | (VND) | (E + L) |
|---------------------------------|-------|--------------------|
| A = 1.000 | | E = 100 L = 900 |
| 1.000 | | 1.000 |
| $[A - (E + L)] = 0 \text{ VND}$ | | |

| (A) | (USD) | (L) |
|---|-------|----------------|
| A = 0 | | E = 0 L = 0 |
| 0 | | 0 |
| $(A - L) = 0 \text{ USD}$ (square exchange position) | | |

USD, nên chịu rủi ro tỷ giá. Nếu USD lên giá (tỷ giá tăng), ngân hàng sẽ thu được lãi do tỷ giá tăng; nếu USD giảm giá, ngân hàng sẽ chịu lỗ do tỷ giá giảm.

Kịch bản 3: Ngân hàng huy động và cho vay bằng USD nhưng không phát sinh mua bán USD

Nhận xét: Ngân hàng có trạng thái ngoại tệ USD bằng 0 (square exchange position), nên không chịu rủi ro tỷ giá.

Kịch bản 4: Ngân hàng huy động vốn bằng USD và bán 2 USD lấy VND để kinh doanh tại tỷ giá 1USD = 24.000VND

Nhận xét: Ngân hàng có trạng thái ngoại tệ

| (A) | (VND) | (E + L) |
|---------|--------------------|---------|
| A = 800 | E = 100 L = 900 | |
| 800 | 1.000 | |

$$[A - (E + L)] = -200 \text{ VND}$$

| (A) | (USD) | (L) |
|-----------|----------------|-----|
| A = 8,333 | E = 0 L = 0 | |
| 8,333 | 0 | |

$$(A - L) = +8,333 \text{ USD}$$

(long exchange position)

đoản (short exchange position) là \$2, nên chịu rủi ro tỷ giá. Nếu USD lên giá (tỷ giá tăng), ngân hàng sẽ bị lỗ do tỷ giá tăng; nếu USD giảm giá, ngân hàng sẽ có lãi do tỷ giá giảm.

Ngày nay, các định chế tài chính, các công ty đa quốc gia và các doanh nghiệp kinh doanh XNK thường xuyên có các khoản phải thu và phải trả bằng ngoại tệ, tức thường xuyên tạo ra các trạng thái ngoại tệ

| (A) | (VND) | (E + L) |
|-----------|--------------------|---------|
| A = 1.000 | E = 100 L = 900 | |
| 1.000 | 1.000 | |

$$[A - (E + L)] = 0 \text{ VND}$$

| (A) | (USD) | (L) |
|--------|-----------------|-----|
| A = 10 | E = 0 L = 10 | |
| 10 | 10 | |

$$(A - L) = 0 \text{ USD}$$

(square exchange position)

mở. Đây là nguyên nhân chính làm cho rủi ro tỷ giá phát sinh.

2.4. Xác định trạng thái ngoại tệ

Trạng thái ngoại tệ là chênh lệch giữa Tài sản (A) và Nợ phải trả (L) của một ngoại

| (A) | (VND) | (E + L) |
|-----------|--------------------|---------|
| A = 1.048 | E = 100 L = 900 | |
| 1.048 | 1.000 | |

$$[A - (E + L)] = +48 \text{ VND}$$

| (A) | (USD) | (L) |
|-------|-----------------|-----|
| A = 8 | E = 0 L = 10 | |
| 8 | 10 | |

$$(A - L) = -2 \text{ USD}$$

(short exchange position)

tệ tại một thời điểm. Công thức xác định như sau:

$$EP_f = A_f - L_f$$

Bởi vì, Tài sản và Nợ phải trả bao gồm cả nội bảng và ngoại bảng, nên công thức trên được viết đầy đủ như sau:

$$EP_f = (A_{on} - L_{on})_f + (A_{off} - L_{off})_f$$

Trong đó, EP = Exchange position; A = Assets; L = Liabilities; f = Foreign currency; on = On Balance Sheet; off = Off Balance Sheet.

Trạng thái ngoại tệ với rủi ro tỷ giá:

Nếu, $EP_f = 0$, gọi là “square exchange position”, không phát sinh rủi ro tỷ giá.

Nếu, $EP_f \neq 0$, gọi là “open exchange position”, phát sinh rủi ro tỷ giá.

Nếu, $EP_t > 0$, gọi là “*long (or positive) exchange position*”. Nếu ngoại tệ lên giá, lãi sẽ phát sinh; nếu ngoại tệ giảm giá, lỗ sẽ phát sinh.

Nếu, $EP_t < 0$, gọi là “*short (or negative) exchange position*”. Nếu ngoại tệ lên giá, lỗ sẽ phát sinh; nếu ngoại tệ giảm giá, lãi sẽ phát sinh.

3. Nhận diện rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp

Trong điều kiện kinh tế mở cửa, hoạt động kinh doanh phát triển, dẫn đến rủi ro tỷ giá ngày càng hiện hữu đối với các doanh nghiệp. Về lý thuyết, doanh nghiệp có thể loại bỏ hoàn toàn rủi ro tỷ giá nếu hợp đồng ngoại thương được thanh toán bằng đồng nội tệ; hoặc đồng thời thực hiện hai hợp đồng vừa xuất khẩu vừa nhập khẩu, có cùng giá trị, cùng một loại ngoại tệ và có thời hạn trùng khớp với nhau. Tuy nhiên, các tình huống như vậy thường không phát sinh. Sau đây là các tình huống phổ biến doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro tỷ giá.

3.1. Đối với hoạt động xuất nhập khẩu

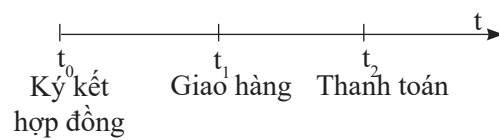
a. Đối với hoạt động xuất khẩu

Trong ngoại thương, thời điểm giao hàng thường sau một thời gian nhất định kể từ ngày ký hết hợp đồng và thời điểm thanh toán thường sau một thời gian nhất định kể từ ngày giao hàng.

Trong thực tế, các hợp đồng XNK thường được thanh toán từ 01 đến 06 tháng kể từ ngày ký hợp đồng ngoại thương. Tại thời điểm ký kết hợp đồng, các bên đều biết rõ về giá trị thanh toán, đồng tiền thanh toán, tỷ giá giao ngay hiện hành và thời điểm thanh toán. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh cuối cùng bằng đồng nội tệ là bao nhiêu lại phụ thuộc vào mức tỷ giá tại thời điểm thanh toán, mà tỷ giá này là bao nhiêu lại

phụ thuộc vào sự biến động của thị trường, do đó, doanh nghiệp chịu rủi ro biến động tỷ giá.

Ví dụ, ngày 22/02/2020, công ty Việt Nam ký được một hợp đồng xuất khẩu cho đối tác châu Âu. Hợp đồng có giá trị 100.000EUR thanh toán bằng L/C trả chậm 3 tháng (L/C đến hạn thanh toán ngày 22/5/2020). Căn cứ tỷ giá giao ngay hiện tại là 28.000VND/



EUR, mức lãi suất của VND là 6% và của EUR là 2%, công ty dự tính mức tỷ giá giao ngay sau 3 tháng là 28.280VND/EUR và thu nhập từ hợp đồng XK sẽ là 2.828.000.000 VND. Tuy nhiên, tỷ giá là một biến số biến động khó lường làm cho thu nhập bằng VND có thể tăng hoặc giảm. Nếu tỷ giá tăng trên mức 28.280VND/EUR thì công ty thu được lãi không những từ hợp đồng ngoại thương mà còn thu lãi bổ sung do tỷ giá tăng. Ngược lại, nếu tỷ giá giảm xuống dưới mức 28.280VND/EUR thì thu nhập bằng VND từ xuất khẩu sẽ thấp hơn thu nhập kỳ vọng. Nếu tỷ giá giảm quá mức, công ty có thể không những không thu được lãi mà còn có thể phải chịu lỗ kinh doanh xuất khẩu.

b. Đối với hoạt động nhập khẩu

Ví dụ, ngày 22/02/2020, công ty Việt Nam ký được một hợp đồng nhập khẩu từ đối tác châu Âu. Hợp đồng có giá trị 100.000EUR thanh toán bằng L/C trả chậm 3 tháng (L/C đến hạn thanh toán ngày 22/5/2020). Căn cứ tỷ giá giao ngay hiện tại là 28.000VND/EUR, mức lãi suất của VND là 6% và của EUR là 2%, công ty dự tính mức tỷ giá giao ngay sau 3 tháng là 28.280VND/EUR và chi phí cho hợp đồng nhập khẩu sẽ là 2.828.000.000

VND. Tuy nhiên, tỷ giá là một biến số biến động khó lường làm cho chi phí nhập khẩu bằng VND có thể tăng hoặc giảm. Nếu tỷ giá giảm dưới mức 28.280VND/EUR thì công ty thu được lãi không những từ hợp đồng ngoại thương mà còn thu lãi bổ sung do tỷ giá biến động giảm. Ngược lại, nếu tỷ giá tăng trên mức 28.280VND/EUR thì chi phí bằng VND để thanh toán hợp đồng nhập khẩu sẽ cao hơn chi phí kỳ vọng. Nếu tỷ giá tăng quá cao, công ty có thể không những không thu được lãi mà còn phải chịu lỗ kinh doanh nhập khẩu.

3.2. Đối với hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Xu hướng các quốc gia ngày càng mở cửa và hội nhập kinh tế quốc tế đã khiến cho các dòng vốn đầu tư trực tiếp tăng lên đáng kể. Việc đầu tư trực tiếp vào các quốc gia khác nhau làm phát sinh các khoản thu và chi bằng các đồng tiền khác nhau khiến cho rủi ro tỷ giá phát sinh. Mức độ rủi ro tỷ giá là nhiều hay ít phụ thuộc vào quy mô các dòng tiền thu/chi phát sinh và tính đa dạng của các đồng tiền. Ví dụ, một công ty Mỹ đầu tư trực tiếp vào Việt Nam, rủi ro tỷ giá sẽ không phát sinh nếu không phát sinh các khoản thu/chi bằng VND. Nếu phát sinh các khoản thu/chi bằng VND thì công ty Mỹ sẽ chịu rủi ro tỷ giá khi quy đổi giá trị VND sang USD, tuy nhiên, quy mô phát sinh rủi ro tỷ giá phụ thuộc vào trạng thái dòng tiền ròng của VND (chênh lệch dòng tiền vào và dòng tiền ra). Trạng thái dòng tiền ròng của VND càng lớn thì quy mô rủi ro tỷ giá bộc lộ càng cao.

Kịch bản 1: Trạng thái dòng tiền ròng VND bằng 0, rủi ro tỷ giá không phát sinh. Giả sử, công ty Mỹ đầu tư trực tiếp vào Việt Nam theo kịch bản tại Bảng 1.

Kịch bản 1 cho thấy, công ty chỉ có dòng tiền phát sinh bằng USD và trạng thái dòng

tiền ròng USD là +3 triệu USD. Trong khi đó, công ty không phát sinh bất kỳ khoản thu/chi nào bằng VND, nên trạng thái dòng tiền ròng VND = 0. Do đó, cho dù tỷ giá E(USD/VND) biến động thế nào cũng không làm thay đổi trạng thái dòng tiền ròng bằng USD là +3 triệu USD. Hay nói cách khác, do công ty Mỹ có trạng thái dòng tiền ròng VND bằng 0 nên không chịu rủi ro biến động tỷ giá E(USD/VND). Ví dụ này chỉ tồn tại về mặt lý thuyết, trong thực tế, các công ty đầu tư trực tiếp vào Việt Nam đều phải có thu chi bằng VND.

Kịch bản 2: Trạng thái dòng tiền ròng VND là dương, công ty Mỹ chịu rủi ro khi tỷ giá E(USD/VND) tăng. Giả sử, công ty Mỹ đầu tư trực tiếp vào Việt Nam theo kịch bản tại Bảng 2.

Kịch bản 2 cho thấy, công ty Mỹ có các khoản thu/chi phát sinh bằng USD và trạng thái dòng tiền ròng USD là -5 triệu USD. Trong khi đó, công ty cũng phát sinh các khoản thu/chi bằng VND và trạng thái dòng tiền ròng VND là +165 tỷ. Giá trị USD mà công ty thu được là bao nhiêu khi quy đổi 165 tỷ đồng VND sang USD sẽ phụ thuộc vào sự biến động tỷ giá. Nếu tỷ giá E(USD/VND) tăng, thì số USD thu được sẽ giảm; ngược lại, nếu tỷ giá E(USD/VND) giảm, thì số USD thu được sẽ tăng. Như vậy, do công ty Mỹ có trạng thái dòng tiền ròng bằng VND là khác 0 nên công ty này đã phải chịu rủi ro biến động tỷ giá.

Kịch bản 3: Trạng thái dòng tiền ròng VND là âm, công ty Mỹ chịu rủi ro khi tỷ giá E(USD/VND) giảm theo kịch bản tại Bảng 3.

Kịch bản 3 cho thấy, công ty Mỹ có các khoản thu/chi phát sinh bằng USD và trạng thái dòng tiền ròng USD là +6 triệu USD. Trong khi đó, công ty cũng phát sinh các khoản thu/chi bằng VND và trạng thái dòng tiền ròng VND là -98 tỷ. Giá trị USD mà công ty Mỹ phải chi ra là bao nhiêu khi

Bảng 1. Rủi ro tỷ giá không phát sinh do có trạng thái ngoại tệ bằng 0

| Dòng tiền ra | | | Dòng tiền vào | | |
|---|------------|----------|--|------------|----------|
| | USD(tr) | VND (tỷ) | | USD (tr) | VND (tỷ) |
| Nhập khẩu toàn bộ máy móc thiết bị và nguyên vật liệu đầu vào | -10 | 0 | Toàn bộ sản phẩm làm ra được xuất khẩu | +15 | 0 |
| Thuê toàn bộ chuyên gia và người lao động là người nước ngoài | -2 | 0 | | | |
| Các khoản thuế phải nộp(*) | 0 | 0 | | | |
| Cộng | -12 | 0 | Cộng | +15 | 0 |
| Dòng tiền ròng USD: (+15) + (-12) = +3 Dòng tiền ròng VND: (+0) + (-0) = 0 | | | | | |

(*): Công ty trong thời kỳ ưu đãi nên được miễn tiền thuế đất và thuế kinh doanh tại Việt Nam

Bảng 2. Rủi ro tỷ giá phát sinh do có trạng thái ngoại tệ dương

| Dòng tiền ra | | | Dòng tiền vào | | |
|---|-----------|------------|-----------------------|-----------|-------------|
| | USD (tr.) | VND (tỷ) | | USD (tr.) | VND (tỷ) |
| NK máy móc thiết bị | -5 | | Xuất khẩu thành phẩm | +4 | |
| NK nguyên vật liệu | -3 | | Bán thành phẩm tại VN | | +240 |
| Mua nguyên vật liệu tại VN | | -46 | Thu khác | | +5 |
| Thuê chuyên gia nước ngoài | -1 | | | | |
| Thuê lao động Việt Nam | | -23 | | | |
| Các khoản thuế phải nộp | | -5 | | | |
| Chi khác | | -2 | | | |
| Cộng | -9 | -76 | Cộng | +4 | +245 |
| Dòng tiền ròng USD: (+4) + (-9) = -5 Dòng tiền ròng VND: (+245) + (-76) = +169 | | | | | |

quy đổi -98 tỷ đồng VND sang USD sẽ phụ thuộc vào sự biến động tỷ giá. Nếu tỷ giá E(USD/VND) giảm, thì số USD phải chi ra sẽ tăng; ngược lại, nếu tỷ giá E(USD/VND) tăng, thì số USD phải chi ra sẽ giảm. Như vậy, do công ty có trạng thái dòng tiền ròng bằng VND là khác 0 nên công ty đã phải chịu rủi ro biến động tỷ giá.

3.3. Đối với hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII)

Ngày nay, khi mà công nghệ thông tin phát triển, chính phủ các nước luôn kêu gọi thu hút đầu tư nước ngoài, các thị trường chứng khoán (TTCK) trở nên liên kết với nhau, đã tạo ra môi trường đầu tư toàn cầu cho những nhà đầu tư chuyên nghiệp, giúp họ tìm kiếm cơ hội sinh lời không những trên TTCK nội địa mà còn mở rộng cơ hội đầu tư trên thị trường quốc tế.

Chúng ta sẽ nghiên cứu tác động của biến động tỷ giá E (USD/VND) đến kết quả đầu tư của nhà đầu tư Mỹ vào thị trường cổ

Bảng 3. Rủi ro tỷ giá phát sinh do có trạng thái ngoại tệ âm

| Dòng tiền ra | | | Dòng tiền vào | | |
|--|-----------|-------------|-----------------------|------------|------------|
| | USD (tr.) | VND (tỷ) | | USD (tr.) | VND (tỷ) |
| Nhập khẩu máy móc thiết bị | -5 | | Xuất khẩu thành phẩm | +14 | |
| Nhập khẩu nguyên vật liệu | -3 | | Bán thành phẩm tại VN | | +50 |
| Mua nguyên vật liệu tại VN | | -69 | Thu khác | | +5 |
| Thuê chuyên gia VN | | -23 | | | |
| Thuê lao động Việt Nam | | -46 | | | |
| Các khoản thuế phải nộp | | -10 | | | |
| Chi khác | | -5 | | | |
| Cộng | -8 | -153 | Cộng | +14 | +55 |
| Dòng tiền ròng USD: (+14) + (-8) = +6 Dòng tiền ròng VND: (+55) + (-153) = -98 | | | | | |

Bảng 4. Các thông số thị trường hiện hành

| Hôm nay (đầu năm) | | | |
|-------------------------------|-------------------|-----------------------------|---------------------------------|
| Đầu tư mua cổ phiếu (tr. USD) | Spot rate USD/VND | Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu) | Số lượng cổ phiếu nắm giữ (tr.) |
| -10 | 23.000 | 25.000 | 9,2 |

phiếu Việt Nam. Giả sử, hôm nay nhà đầu tư Mỹ quyết định đầu tư 10 triệu USD vào cổ phiếu ABC trên thị trường cổ phiếu Việt Nam. Các thông số thị trường hiện hành được thể hiện tại Bảng 4.

Kịch bản 1: Hòa vốn (không lãi và cũng không lỗ)

Giả sử, tại thời điểm cuối năm: Giá cổ phiếu tăng 4%, cổ tức được chia 2% (trên thị giá đầu năm), tỷ giá tăng 6%. Kết quả kinh doanh của nhà đầu tư Mỹ được thể hiện tại Bảng 5.

Chú giải:

$$(1) 26.500 = 25.000(1 + 4\% + 2\%)$$

$$(2) 243.800 = 9,2 * 26.500$$

$$(3) 24.380 = 23.000(1 + 6\%)$$

$$(4) +10 = 243.800 / 24.380$$

$$(5) 0 = 10 - 10$$

Nhận xét: Nếu tỷ lệ % tăng (giảm) của tỷ giá đúng bằng tỷ lệ % tăng (giảm) giá cổ phiếu cộng với % cổ tức được chia thì nhà đầu tư sẽ hòa vốn.

Kịch bản 2: Phát sinh lãi đầu tư

Giả sử, tại thời điểm cuối năm: Giá cổ phiếu tăng 4%, cổ tức được chia 2% (trên thị giá đầu năm), tỷ giá tăng 3%. Kết quả kinh doanh của nhà đầu tư Mỹ được thể hiện tại Bảng 6.

Chú giải:

$$(1) 26.500 = 25.000(1 + 4\% + 2\%)$$

$$(2) 243.800 = 9,2 * 26.500$$

$$(3) 23.690 = 23.000(1 + 3\%)$$

$$(4) 10,291 = 243.800 / 23.690$$

$$(5) +0,291 = 10,291 - 10$$

Nhận xét: Nếu tỷ lệ % tăng (giảm) của tỷ giá thấp hơn tỷ lệ % tăng (giảm) giá cổ phiếu cộng với % cổ tức được chia thì nhà đầu tư mới có lãi.

Kịch bản 3: Phát sinh lỗ đầu tư

Giả sử, tại thời điểm cuối năm: Giá cổ phiếu tăng 4%, cổ tức được chia 2% (trên thị giá đầu năm), tỷ giá tăng 7%. Kết quả kinh doanh của nhà đầu tư Mỹ được thể hiện tại Bảng 7.

Bảng 5. Nhà đầu tư không có lãi cũng không bị lỗ (hòa vốn)

| Tại thời điểm cuối năm | | | | |
|---------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|
| Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu) (1) | Số tiền VND thu được (tr.) (2) | Spot rate USD/VND (3) | Số USD thu về (tr.) (4) | Lãi/lỗ đầu tư (tr. USD) (5) |
| 26.500 | 243.800 | 24.380 | +10 | 0 |

Chú giải:

(1) $26.500 = 25.000(1+4\%+2\%)$

(2) $243.800 = 9,2 \times 26.500$

(3) $24.610 = 23.000(1+7\%)$

(4) $9,907 = 243.800/24.610$

(5) $-0,093 = 9,907 - 10$

Nhận xét: Nếu tỷ lệ % tăng (giảm) của tỷ giá **cao hơn** tỷ lệ % tăng (giảm) giá cổ phiếu cộng với % cổ tức được chia thì nhà đầu tư sẽ bị lỗ.

Qua phân tích các kịch bản tác động của biến động tỷ giá đến kết quả đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp nước ngoài cho thấy, ngoài việc tạo lập môi trường đầu tư hấp dẫn, thì việc duy trì tỷ giá ổn định là không kém phần quan trọng. Cũng từ kết quả phân tích cho ta câu trả lời rằng, tại sao vấn đề rủi ro tỷ giá lại luôn được quan tâm bởi các nhà đầu tư và tại sao nhu cầu phòng ngừa rủi ro tỷ giá bởi các công cụ phái sinh ngày càng phát triển.

3.4. Đối với tín dụng quốc tế

Khi thiếu vốn, ngoài việc đi vay đồng nội tệ, doanh nghiệp có nhiều cơ hội tiếp cận các nguồn vốn ngoại tệ được chào mời với mức lãi suất hấp dẫn. Thoạt nhìn, mức lãi suất của ngoại tệ là rất thấp nên đã thu hút được các doanh nghiệp mà không cần quan tâm đến rủi ro tỷ giá. Thực tế cho thấy, một khoản nợ bằng ngoại tệ có thể trở nên vô cùng đắt đỏ khi hoàn trả khoản gốc nợ vay cùng với lãi vay nếu ngoại tệ lên giá mạnh so với nội tệ.

Ví dụ, doanh nghiệp đi vay USD nhập khẩu máy móc thiết bị để mở rộng sản xuất kinh doanh. Tại thời điểm đi vay, các thông số thị trường như sau: Lãi suất VND = 7,25%/năm; lãi suất USD = 2,75%/năm; tỷ giá USD/VND dự kiến tăng 3%/năm.

Doanh nghiệp thấy rằng, nếu đi vay bằng USD thì có lợi thế hơn đi vay bằng VND là 1,5% (7,25% - 2,75 - 3%). Tuy nhiên, lợi thế 1,5% chỉ là kỳ vọng! Nếu tại thời điểm hoàn trả khoản gốc nợ vay và trả lãi vay mà USD lên giá mạnh, thì chi phí bằng VND

Bảng 6. Nhà đầu tư có lãi

| Tại thời điểm cuối năm | | | | |
|---------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|
| Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu) (1) | Số tiền VND thu được (tr.) (2) | Spot rate USD/VND (3) | Số USD thu về (tr.) (4) | Lãi/lỗ đầu tư (tr. USD) (5) |
| 26.500 | 243.800 | 23.690 | 10,291 | +0,291 |

Bảng 7. Nhà đầu tư bị lỗ

| Một năm sau | | | | |
|---------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|
| Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu) (1) | Số tiền VND thu được (tr.) (2) | Spot rate USD/VND (3) | Số USD thu về (tr.) (4) | Lãi/lỗ đầu tư (tr. USD) (5) |
| 26.500 | 243.800 | 24.610 | 9,907 | -0,093 |

để trả nợ sẽ tăng cao. Giả sử, tỷ giá sau một năm tại thời điểm hoàn trả nợ vay tăng 4,5%, thì lợi thế so sánh vay USD so với VND sẽ triệt tiêu hoàn toàn. Và nếu tỷ giá tăng trên mức 4,5% thì việc đi vay USD trở nên bất lợi hơn so với đi vay bằng VND.

4. Kết luận

Tỷ giá đã và sẽ là một rủi ro hiện hữu, gắn liền với kinh tế thị trường mà các doanh nghiệp phải tốn nhiều công sức để xem xét phòng ngừa. Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, thực tế trước đây và ngày nay cho thấy biến động tỷ giá ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh, đặc biệt là các doanh nghiệp XNK và các khoản nợ vay bằng ngoại tệ. Trước khi sử dụng các biện pháp phòng ngừa rủi ro như trích lập dự phòng, sử dụng các công cụ ngoại hối phái sinh như các hợp đồng kỳ hạn, hoán đổi, tương lai và quyền chọn, thì các doanh nghiệp cần được trang bị kiến thức cơ bản để nhận biết nguyên nhân và qua đó nhận

diện đầy đủ rủi ro tỷ giá phát sinh trong các hoạt động kinh doanh của mình.

Bài viết được đúc rút từ kinh nghiệm và kiến thức của bản thân tác giả nên chắc chắn sẽ còn nhiều hạn chế và thiếu sót, mong bạn đọc tham gia cùng trao đổi về một chủ đề phức tạp, vừa mang tính học thuật vừa mang tính thực tiễn này ■

Tài liệu tham khảo

- Alan C. Shapiro & Paul Hanouna (2019), *Multinational Financial Management*, John Wiley & Sons.
- Allen, S. L. (2003), *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*, Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons.
- Đặng Ngọc Biên (2020), *Cách nào để giảm nguy cơ rủi ro tỷ giá đối với các doanh nghiệp?*, Tạp chí Tài chính, Kỳ 2 tháng 7.
- Heinz Riehl & Rita M. Rodriguez (1995), *Foreign Exchange and Money Markets - Managing Foreign and Domestic Currency Operations*, McGraw-Hill.
- Nguyễn Văn Tiến (2002), *Thị trường ngoại hối Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế*, NXB Thống kê.
- Nguyễn Văn Tiến và Phạm Thị Hoàng Anh (2015), *Giáo trình thị trường ngoại hối và quản trị hối đoái trong kinh doanh*, NXB Lao động, 2015
- Nguyễn Thị Kim Thanh (2016), *Tạo thói quen quản trị rủi ro tỷ giá*, Tạp chí Tài chính- Tiền tệ.
- Nguyễn Văn Tiến và Phạm Thị Hoàng Anh (2015), *Giáo trình Thị trường ngoại hối và Quản trị hối đoái trong kinh doanh*, NXB Lao động.
- Nguyễn Văn Tiến (2017), *Tài chính quốc tế hiện đại*, NXB Lao Động.
- Nguyễn Văn Tiến và Nguyễn Mạnh Hùng (2017), *Cẩm nang Quản trị rủi ro trong kinh doanh ngân hàng*. NXB Lao Động.
- Nguyễn Văn Tiến (2019), *Thị trường tài chính & Quản trị rủi ro tài chính*, NXB Hồng Đức.
- Paul Bishop & Don Dixon (1992), *Foreign Exchange Handbook- Managing Risk & Opportunity in Global Currency Markets*. McGraw-Hill, Inc.
- Papaioannou, M. G., (2006), "Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms", *South Eastern Europe Journal of Economics*, Vol. 2, 129-146.
- Steve Anthony (2002), *Foreign Exchange in Practice*, Palgrave Macmillan UK.