

Ảnh Hòa Tấn



Biến động tạo ra các cơ hội từ những bất ổn trong tỷ giá

PGS.TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997, nguy cơ tổn thất từ biến động tỷ giá (gọi là độ nhạy cảm tỷ giá) là một chủ đề được đề cập rất nhiều tại châu Á. Do tính chất không ổn định của tiền tệ mà khu vực này đã trải qua đã khiến nhiều người nhận thức sâu sắc về rủi ro có nguy cơ xảy ra từ những biến động trên thị trường ngoại hối. Để cung cấp hiểu biết rõ ràng về rủi ro tỷ giá có khả năng gây thiệt hại gì đến các doanh nghiệp khi VN ngày càng hội nhập sâu rộng vào thị trường tài chính quốc tế. Bài viết này bàn luận về nguồn gốc của nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá; miêu tả ngắn gọn về các phương tiện được sử dụng để quản lý rủi ro; cách lựa chọn những phương tiện này cũng như làm thế nào để thực hiện một chiến lược quản trị rủi ro thích hợp đối với những nguy cơ đó.

1. Nguồn gốc của nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá

Nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá có thể xảy ra cho bất kỳ doanh nghiệp nào, thậm chí xảy ra với cả những doanh nghiệp mà tất cả các hoạt động kinh doanh của họ không liên quan gì đến bất cứ một loại ngoại tệ nào. Vậy nguồn gốc của rủi ro tỷ giá xuất phát từ đâu?

• Nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá bắt nguồn từ các giao dịch thương mại

Đây là loại nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá phổ biến nhất mà các doanh nghiệp gặp phải do hoặc phải trả tiền cho người cung cấp hoặc bán hàng và thu về một đồng tiền khác với đồng tiền nước mình, thông qua các giao dịch như: mua nguyên vật liệu cho sản xuất kinh doanh trả tiền bằng ngoại tệ, hoặc bán sản phẩm thu tiền bằng ngoại tệ.

Nguy cơ rủi ro kiểu này là rất quan trọng bởi vì những biến động ngoại hối có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Nguy cơ rủi ro này có thể định lượng được và do vậy doanh nghiệp thường hiểu rất rõ về nó.

Để minh họa tác động tiềm ẩn của độ nhạy cảm giao dịch đối với rủi ro tỷ giá, hãy xem các nhà xuất khẩu Mỹ đã bị tác động như thế nào bởi độ nhạy cảm giao dịch khi bán sản phẩm cho các nước châu Á trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính 1997 (một vài đồng tiền các nước châu Á giảm giá khoảng 80%). Nếu các nhà xuất khẩu thu tiền bằng tiền của các nước châu Á, thì dòng tiền của họ có thể ít hơn 80% so với dự định. Còn nếu như các nhà xuất khẩu thu tiền bằng đô la Mỹ họ sẽ không phải gánh chịu nhạy cảm giao dịch đối với rủi ro tỷ giá. Trong trường hợp này, các công ty nhập khẩu ở các nước châu

Á lại gánh chịu rủi ro này. Tác động của sự thay đổi lớn trong giá trị tiền tệ có thể tàn phá các công ty kinh doanh trên phạm vi quốc tế.

• Nguy cơ độ nhạy cảm từ giá từ các chi nhánh tại nước ngoài

Nếu một công ty có một công ty con (chi nhánh) tại nước ngoài, thì công ty đó phải đối mặt với một nguy cơ rủi ro đối với đồng tiền tại nước mà chi nhánh của nó đang hoạt động. Nguy cơ loại này được thể hiện thông qua hai dạng đặc trưng là chuyển lợi nhuận và nguy cơ từ bảng cân đối kế toán:

- Chuyển lợi nhuận:

Giá trị tiền tệ của công ty mẹ về một dòng lưu chuyển lợi nhuận không đổi từ công ty con sẽ thay đổi cùng với bất kỳ sự thay đổi nào về tỷ giá giữa hai nước. Do vậy nó sẽ tác động đến báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất của công ty đó.

- Nguy cơ từ bảng cân đối kế toán:

Giá trị bảng cân đối kế toán của công ty con tính theo đồng tiền của công ty mẹ sẽ biến động theo tỷ giá. Biến động đó không ảnh hưởng tới báo cáo kết quả kinh doanh của công ty nhưng nó có thể làm thay đổi các tỷ số tài chính quan trọng như các tỷ số đòn bẩy tài chính (sử dụng nợ). Tương tự, nguy cơ rủi ro có thể cảm nhận được rất rõ ràng nếu công ty mẹ quyết định bán công ty con đi bởi vì giá trị của khoản tiền thu được đối với công ty mẹ sẽ thay đổi theo tỷ giá hối đoái.

Loại nguy cơ rủi ro này là loại mà chính công ty con không gặp phải nhưng lại ảnh hưởng tới các tài khoản của công ty mẹ. Có thể có những dự đoán tương đối hợp lý về quy mô của những nguy cơ rủi ro kiểu này.

Bây giờ chúng ta thử minh họa trong thực tiễn cuộc khủng hoảng tài chính châu Á tác động như thế nào đến độ nhạy cảm chuyển đổi đối với rủi ro tỷ giá. Thu nhập hợp nhất của công ty Black & Decker, công ty Coca-Cola cũng như những công ty khác của Mỹ rất nhạy cảm đối với tỷ giá hối đoái, bởi vì hơn 1/3 tài sản và

doanh số của các công ty này là ở nước ngoài. Khi các đồng ngoại tệ giảm giá so với đô la thì thu nhập của các công ty mẹ cũng giảm theo. Trong giai đoạn từ 1985 – 1988 khi đồng đô la yếu thì thu nhập của các công ty mẹ tại Mỹ gặp thuận lợi do tác động đồng đô la yếu bởi vì các khoản thu nhập từ nước ngoài chuyển về Mỹ được tính theo tỷ giá cao hơn.

Trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, đồng tiền của các quốc gia này giảm giá hơn 50% so với đồng đô la, làm cho ngoại tệ của các công ty con đặt tại châu Á chuyển sang đô la ít hơn phân nửa so với dự kiến trước đây. Tác động của khủng hoảng này cũng ảnh hưởng dây chuyền đến đồng yên Nhật làm cho đồng yên yếu đi. Kết quả là thu nhập của các công ty con Mỹ đang hoạt động tại Nhật khi chuyển sang đô la cũng giảm đáng kể.

Theo đánh giá của tổ chức tư vấn nghiên cứu thế giới (WRA), tổng cộng thu nhập các công ty giảm khoảng 20 tỷ đô la trong quý 3/1998 chỉ với lý do đồng tiền các nước châu Á giảm giá so với đô la.

• Nguy cơ độ nhạy cảm từ giá từ các khoản vay bằng ngoại tệ

Thông thường các doanh nghiệp có nhiều khả năng tiếp cận với các nguồn vốn bằng các loại ngoại tệ khác với đồng nội tệ của nước mình với các mức lãi suất rất cạnh tranh. Sở dĩ như thế là do ngày càng có nhiều những lời chào mời cho vay cạnh tranh hơn bằng các đồng tiền khác, hay đơn giản bởi vì các mức lãi suất tuyệt đối của các đồng tiền khác là thấp hơn. Các khoản vay như vậy đã đẩy công ty tới nguy cơ rủi ro về độ nhạy cảm tỷ giá khi phải thanh toán lãi vay, nhưng quan trọng hơn là lúc hoàn trả khoản vốn vay cuối cùng. Nhiều công ty ở các nước châu Á đã thấm thía như thế nào khi chứng kiến thảm cảnh chi phí cho việc dùng đồng nội tệ để hoàn trả các khoản vay mà họ đã vay bằng đồng USD đến ngày trả nợ lại tăng lên đáng kể.

Nguy cơ rủi ro loại này thường là

do công ty tự nguyện lâm vào và cũng dễ định lượng.

• Nguy cơ độ nhạy cảm từ các chiến lược

Loại nguy cơ này thường là rất không rõ ràng, nhưng tiếp theo những bất ổn tiền tệ mà chúng ta đã từng chứng kiến trong khoảng một thập niên nay, thì nhiều công ty sẽ vô cùng cay đắng để nhận thức ra sự thật phũ phàng này.

Thí dụ, một công ty VDEC chẳng hạn, có thể cho rằng mình không gặp phải nguy cơ rủi ro ngoại tệ nào bởi vì công ty đó không có các chi nhánh ở nước ngoài, không tiếp nhận các khoản vay bằng ngoại tệ. Công ty đó sử dụng các nguồn nguyên vật liệu phục vụ sản xuất trong nước và chỉ bán hàng cho những khách hàng tại chính nước đó. Tuy nhiên, nếu một đối thủ cạnh tranh nước ngoài, chẳng hạn là công ty TNT, sản xuất tại nước của công ty đó nhưng lại bán sản phẩm tại nước của công ty VDEC, khi đó công ty VDEC sẽ bị ảnh hưởng bởi sự mất giá của đồng nội tệ tại nước của công ty TNT. Sự mất giá sẽ khiến cho sản phẩm của công ty TNT rẻ hơn sản phẩm của công ty VDEC.

Loại nguy cơ rủi ro này có thể tác động đáng kể đến khả năng cạnh tranh và do vậy ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của một công ty. Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, tỷ giá hối đoái giữa các quốc gia trong khu vực đã thay đổi đột ngột và do vậy khả năng cạnh tranh tương đối của các công ty sản xuất những sản phẩm tương tự nhau ở các quốc gia khác nhau cũng đã thay đổi.

2. Các doanh nghiệp VN cần đối phó với nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá ra sao?

• Nhận diện đầy đủ nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá

Không nằm ngoài quy luật, các doanh nghiệp nước ta hiện nay luôn phải đương đầu với các nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá tác động từ nhiều phía như đã phân tích trên đây. Vấn

đề quan trọng đầu tiên là các doanh nghiệp cần nhận diện ra được mình đang gặp những nguy cơ nào? Từ trước đến nay, hầu như các doanh nghiệp chưa có cách nhìn nhận và đánh giá một cách đầy đủ những tổn thất mà doanh nghiệp phải gánh chịu khi có biến động tỷ giá xảy ra. Có chăng thì các doanh nghiệp chỉ thấy được độ nhạy cảm giao dịch tác động đến các khoản phải thu hay khoản phải trả của doanh nghiệp có quan hệ mua bán với nước ngoài mà thôi. Thường thì các doanh nghiệp nội địa thuận tụy luôn tự cho mình “quyền được miễn trừ” khỏi những bất ổn tỷ giá. Trong trường hợp như thế, khả năng rơi vào thua lỗ khi có biến động tỷ giá là điều không tránh khỏi. Nguy cơ độ nhạy cảm từ các chiến lược là loại mà các doanh nghiệp VN hiện nay cần phải lưu ý trong khi ra các quyết định tài chính cho doanh nghiệp mình. Kể từ sau khi gia nhập WTO, hàng hóa nhập khẩu có nhiều cơ hội tràn vào thị trường VN do các cắt giảm thuế suất theo lộ trình. Đặc biệt, nông nghiệp là ngành có nguy cơ gặp độ nhạy cảm chiến lược này nhiều nhất do giá cả của hàng hóa nông nghiệp vốn rất nhạy cảm với các biến động trên thị trường quốc tế. Trong thời gian qua đồng VN được các chuyên gia phân tích cho là liên tục lên giá do dòng vốn quốc tế chảy vào ô ạt dưới nhiều kênh khác nhau, đặc biệt là kênh đầu tư gián tiếp. Với sự biến động như thế, nguy cơ về độ nhạy cảm chiến lược là không thể tránh khỏi. Đồng VN tăng giá làm giá cả của hàng hóa VN trở nên kém cạnh tranh hơn trong bối cảnh mức độ tự do hóa thương mại ngày càng cao, tổn thất về phía doanh nghiệp VN trong trường hợp này thật vô cùng khó lường.

• **Do lường các tổn thất khi có biến động tỷ giá xảy ra**

Nhận diện nguy cơ là quan trọng nhưng tiếp theo doanh nghiệp cần phải đo lường mức độ tác động của biến động tỷ giá đến doanh nghiệp

mình ra sao. Có nhiều phương pháp đo lường các độ nhạy cảm này tùy thuộc vào bản chất của từng loại.

Chẳng hạn như đối với độ nhạy cảm từ các giao dịch thương mại, doanh nghiệp có thể xác định dòng tiền vào và ra bằng ngoại tệ và xác định rủi ro tổng thể của độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá của các dòng tiền này. Trong những năm gần đây, phương pháp giá trị có rủi ro VAR (Value at Risk) đo lường độ nhạy cảm đối với các tài sản tài chính đã được triển khai bởi các công ty tư vấn nổi tiếng trên thế giới như J.P. Morgan. Phương pháp VAR kết hợp tính bất ổn và hệ số tương quan để xác định các khoản lỗ có khả năng xảy ra tối đa của một ngày cụ thể nào đó trên giá trị các vị thế mà công ty gặp phải do chịu tác động của sự nhạy cảm giao dịch đối với rủi ro tỷ giá.

Đối với độ nhạy cảm tỷ giá từ các chiến lược, doanh nghiệp nên phân loại dòng tiền theo các khoản mục thu nhập khác nhau và dự đoán mỗi khoản mục thu nhập trên cơ sở dự báo tỷ giá. Các kịch bản tỷ giá khác nhau sẽ được cân nhắc và các dự báo cho các khoản mục trên báo cáo thu nhập đã điều chỉnh. Bằng cách phân tích dự báo thu nhập trong báo cáo thu nhập thay đổi tương ứng với mỗi kịch bản tỷ giá khác nhau, công ty có thể đánh giá ảnh hưởng của những biến động tỷ giá lên thu nhập và dòng tiền.

Nói chung các kỹ thuật đo lường VAR ngày nay đã được áp dụng khá phổ biến ở các doanh nghiệp và các định chế tài chính như ngân hàng. Tùy theo trình độ và các phương tiện công nghệ thông tin có sẵn mà các doanh nghiệp có thể áp dụng để đo lường trong một chừng mực nhất định các tổn thất có thể xảy ra khi có biến động trong tỷ giá.

• **Quản trị năng động các nguy cơ độ nhạy cảm tỷ giá**

Quản trị rủi ro không phải là loại bỏ tất cả các rủi ro có thể tác động đến doanh nghiệp. Quản trị rủi ro chỉ là quá trình điều chỉnh rủi ro thị trường

cho phù hợp với mức rủi ro kỳ vọng của doanh nghiệp mà thôi. Có những rủi ro mà doanh nghiệp cần phải đương đầu nhưng cũng có những rủi ro cần phải né tránh bằng cách chuyển rủi ro đó cho một bên khác thông qua các công cụ tài chính phái sinh. Ngày nay, các doanh nghiệp thường chọn cách phòng ngừa rủi ro năng động, có nghĩa là phòng ngừa năng động không đảm bảo chắc chắn dòng tiền mặt tính bằng nội tệ từ các khoản đầu tư ra nước ngoài nhận được trong tương lai. Chiến thuật này thực chất là phòng ngừa tuần hoàn, theo đó việc phòng ngừa được thực hiện khi có một kỳ vọng về sự mất giá của các loại tiền mà công ty đang nắm giữ và chuyển sang một trạng thái khác khi các loại tiền mà công ty nắm giữ dự kiến sẽ tăng giá. Về bản chất, “mục tiêu của phòng ngừa năng động là phòng ngừa rủi ro tỷ giá trong khi vẫn nhận được những lợi ích từ những biến động tỷ giá có lợi cho nhà đầu tư”.

Thực tế quản trị rủi ro của các công ty và định chế tài chính trên thế giới cho thấy khó khăn của những nhà quản trị rủi ro là chi phí cho các công cụ tài chính phái sinh thường cao, nên khó thuyết phục được các ông chủ tư nhân cũng như nhà nước. Vì thế kinh nghiệm cho thấy trước khi đưa ra một chương trình quản trị rủi ro cần phải đánh giá “chi phí của hoạt động quản trị rủi ro trên phương diện chi phí phát sinh do không thực hiện hoạt động quản trị rủi ro”. Mặt khác, doanh nghiệp cũng nên kết hợp việc thực hiện các quyết định kinh doanh và tài trợ để ứng phó những biến động tỷ giá với việc sử dụng các công cụ tài chính phái sinh.

Ngạn ngữ có câu “Sự rối loạn tạo ra các cơ hội”, vì vậy, bằng sự am hiểu sâu sắc và nhận dạng được rủi ro có thể tác động đến doanh nghiệp, các nhà quản trị có thể tận dụng cơ hội để không những giúp doanh nghiệp thoát khỏi những nguy hiểm rình rập mà còn có khả năng làm gia tăng giá trị doanh nghiệp nữa ■