

RỦI RO HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH TRONG CÔNG TY CỔ PHẦN PHI TÀI CHÍNH TRÊN SÀN HOSE

TS. TRẦN THỊ THÙY LINH* & NGUYỄN THU HUYỀN**

Thị trường chứng khoán (TTCK) VN đã trải qua những khó khăn và thử thách do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu và những khó khăn nội tại. Hiện tại, nền kinh tế VN đã có dấu hiệu khả quan hơn, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2009 của cả nước đạt 5,32%, vượt mục tiêu đề ra và đứng vào hàng các nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng cao của khu vực và trên thế giới. Theo số liệu của Trung tâm lưu ký chứng khoán (CK), đến 30/04/2010 đã có hơn 76.303 tài khoản mở tại các công ty CK, trong đó có 283 tài khoản của các tổ chức tài chính trong và ngoài nước. Mặc dù thị trường có điều chỉnh nhưng đến nay, một số tập đoàn tài chính toàn cầu vẫn lựa chọn đầu tư trực tiếp vào TTCK VN như Credit Swiss, JP Morgan, Citigroup... Theo Đại sứ Nhật, tỷ lệ nợ công của VN vẫn ở mức an toàn và không có gì đáng lo ngại nếu VN vẫn duy trì mức tăng trưởng GDP từ 7%-8%.

Năm 2009, TTCK đã có sự điều chỉnh sâu và chỉ số VN-Index xuống 235,5 điểm, thị trường cũng bị tác động khá mạnh bởi các tin đồn. Trong đó, các doanh nghiệp (DN) niêm yết là đối tượng đầu tiên phải hứng chịu những thất thiệt từ tin đồn. Hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư chịu tác động lớn bởi hành vi bầy đàn. Ngoài ra, còn nhiều tin đồn gây ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư, gây mất ổn định cho thị trường.

1. Rủi ro hoạt động đầu tư tài chính (ĐTTC) trong công ty cổ phần phi tài chính

1.1 Đầu tư tài chính

Hoạt động đầu tư luôn phức tạp và tiềm ẩn nhiều rủi ro, chúng ta có thể hiểu đầu tư như sau:

Đầu tư là cam kết về số tiền ở hiện tại trong một khoảng thời gian nhất định để nhận được một khoản chi trả trong tương lai để bù đắp cho nhà đầu tư, do: (1) Thời gian đầu tư; (2) tỷ lệ lạm phát mong đợi; và (3) việc không chắc chắn về khoản chi trả tương lai.

Định nghĩa này bao gồm tất cả các loại hình đầu tư: Đầu tư của DN vào phân xưởng, thiết bị; đầu tư của DN và cá nhân vào cổ phiếu, trái phiếu,

hàng hóa hay bất động sản.

ĐTTC là hoạt động đầu tư phổ biến khi TTCK của quốc gia phát triển.

Có nhiều khái niệm ĐTTC, như:

- ĐTTC là việc DN đem tài sản hoặc tiền vốn đầu tư vào DN hoặc tổ chức kinh tế nhằm thu lợi nhuận.

- ĐTTC ở DN là hoạt động dùng tiền vốn để mua cổ phiếu, trái phiếu với mục đích hưởng lãi hoặc bỏ vốn vào các DN khác dưới hình thức góp vốn liên doanh, mua cổ phần, góp vốn với tư cách là một thành viên tham gia quản lý và điều hành công ty liên doanh, công ty cổ phần nhằm chia sẻ lợi ích và trách nhiệm với DN khác.

Theo quy định của chuẩn mực kế toán VN: ĐTTC được phân thành ĐTTC ngắn hạn và ĐTTC dài hạn.

Công ty phi tài chính là các công ty lấy sản xuất kinh doanh hàng hoá, dịch vụ thông thường làm hoạt động kinh doanh chính. Trong các công ty phi tài chính, để tối đa hóa lợi nhuận và sử dụng hiệu quả tất cả các nguồn vốn kinh doanh của mình thì ngoài việc bỏ phần lớn vốn kinh doanh đầu tư vào ngành nghề sản xuất kinh doanh chính, các công ty còn tiến hành đầu tư vốn vào các lĩnh vực kinh doanh khác. Các lĩnh vực kinh doanh “khác” này được gọi là hoạt động ĐTTC.

1.2 Rủi ro ĐTTC

Trong công ty phi tài chính, ĐTTC là tiến hành đầu tư ra ngoài lĩnh vực kinh doanh chính của công ty, sẽ tăng lợi nhuận cho công ty; nhưng song song với những lợi ích nhận được, công ty có thể sẽ gặp phải rủi ro.

Theo Hội đồng các tổ chức tài trợ Ủy ban Treadway (COSO), quản lý rủi ro DN được định nghĩa “Là một quy trình được thiết lập bởi hội đồng quản trị, ban quản lý và các cán bộ có liên quan khác, áp dụng trong quá trình xây dựng chiến lược. DN thực hiện xác định những sự vụ có khả năng xảy ra, gây ảnh hưởng đến DN, đồng

*: Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

** : Trường Cao đẳng Kinh tế TP.HCM

thời quản lý rủi ro trong phạm vi cho phép nhằm đưa ra mức độ đảm bảo trong việc đạt được mục tiêu của DN”.

Dù có sự khác biệt trong việc định nghĩa rủi ro và sự không chắc chắn. Trong hầu hết các lý thuyết về tài chính thì hai thuật ngữ này được sử dụng hoán đổi cho nhau. Rủi ro có thể hiểu là “Sự không chắc chắn về tác động của tương lai”.

Quản lý rủi ro DN ngày nay được coi như là một bộ phận không thể tách rời với chiến lược DN.

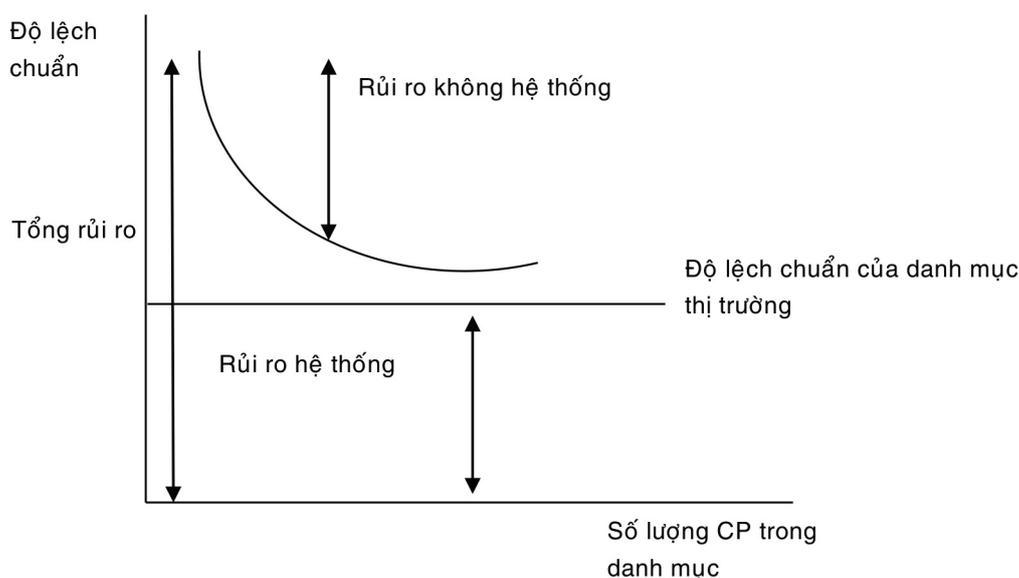
Rủi ro trong hoạt động ĐTTC bị tác động bởi nhiều yếu tố vĩ mô và vi mô nên có thể phân thành hai loại: rủi ro phi hệ thống và rủi ro hệ thống.

Rủi ro phi hệ thống (Unsystematic Risk): Rủi ro xảy ra đối với một công ty hay một ngành kinh doanh nào đó. Mỗi DN hoạt động có đặc thù kinh doanh khác nhau nên rủi ro phi hệ thống xảy ra đối với từng DN cụ thể và không ảnh hưởng tới các DN khác, như: rủi ro kinh doanh, rủi ro tài

tác động từ chính trị, tình hình nền kinh tế, chính sách kinh tế, biến động kinh tế thế giới... Rủi ro hệ thống được đo lường bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường, có thể thay đổi theo thời gian khi có những thay đổi kinh tế vĩ mô mà nó tác động đến tất cả các tài sản rủi ro, ví dụ sự thay đổi kinh tế vĩ mô làm thay đổi tốc độ tăng cung tiền, biến động của lãi suất và biến động trong các nhân tố như sản xuất công nghiệp, thu nhập và dòng tiền của các công ty. Đây là loại rủi ro chung cho tất cả các loại tài sản và không thể giảm được khi đa dạng hoá danh mục đầu tư. Loại rủi ro này còn được gọi là rủi ro thị trường (Market Risk).

β được xem như là một thước đo tiêu chuẩn hóa của rủi ro hệ thống. Nếu β của tài sản lớn hơn 1 thì tài sản này có rủi ro hệ thống lớn hơn thị trường, có nghĩa là tài sản đó có tính khả biến hơn danh mục thị trường và ngược lại.

Mối tương quan giữa rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống khi đa dạng hóa danh mục đầu tư:



Hình 1. Số lượng CP trong một danh mục và độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi danh mục

chính...; và bị tác động bởi nhiều yếu tố: khả năng cạnh tranh, thị trường tiêu thụ, sự biến động các yếu tố chi phí hoạt động kinh doanh... Rủi ro phi hệ thống sẽ được giảm thiểu bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Rủi ro hệ thống (Systematic Risk): Được định nghĩa như là tính khả biến trong tất cả các tài sản rủi ro do tác động của các biến kinh tế vĩ mô,

Một nghiên cứu William Sharpe, Liner & Mossin cho thấy các lợi ích do rủi ro thấp hơn từ việc đa dạng hóa danh mục do đưa vào danh mục nhiều CK hơn. Nghiên cứu này đã kết luận rằng một danh mục cổ phiếu được đa dạng hóa tốt phải có ít nhất 30 cổ phiếu đối với một nhà đầu tư đi vay và 40 cổ phiếu đối với một nhà đầu tư cho vay.

2. Thực trạng rủi ro hoạt động ĐTTC trong công ty cổ phần phi tài chính trên sàn HOSE

Trong phạm vi nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ phân tích hoạt động ĐTTC trong công ty cổ phần phi tài chính niêm yết.

2.1 Hoạt động ĐTTC của một số tập đoàn kinh tế lớn trên thế giới

Tập đoàn Ford, Honda là hai tập đoàn sản xuất xe hơi lớn nhất tại Mỹ và Nhật, tổng nguồn vốn kinh doanh của hai tập đoàn này lên đến hàng trăm tỷ USD. Ngoài việc tập trung vốn vào hoạt động sản xuất xe hơi, các tập đoàn này còn dành ra một số vốn đáng kể đầu tư vào hoạt động tài chính; chủ yếu là thành lập các công ty tài chính chuyên cung cấp các dịch vụ có liên quan đến hoạt động tiêu thụ xe hơi của mình như: Cung cấp các dịch vụ bảo hiểm xe, cho vay tiền để mua xe trả góp, cho thuê xe... (Bảng 1). Thu nhập từ các dịch vụ tài chính này tăng theo từng năm (thu nhập hoạt động tài chính của Honda năm 2007 là 410 tỷ Yen, năm 2008 là 534 tỷ Yen, năm 2009 là 582 tỷ Yen; của Ford năm 2006 là 15,378 tỷ USD, năm 2007 là 16,716 tỷ USD, năm 2008 là 16,417 tỷ USD)

Tập đoàn Coca - Cola và tập đoàn Microsoft là hai tập đoàn kinh tế lớn của Mỹ, hoạt động trên hai lĩnh vực kinh tế khác nhau đó là sản xuất nước giải khát không cồn và sản xuất công nghiệp máy tính đa quốc gia. Hoạt động ĐTTC của hai tập đoàn này chủ yếu là góp vốn, liên doanh, liên kết với các công ty có liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của mình.

Trong năm 2007, công ty Coca - Cola đã lại mua công ty đóng chai của Philippines tháng 2/2007 trị giá 590 triệu USD; trong tháng 3, Coca - Cola cũng mua công ty đồ uống Fuze Beverage (hãng chuyên các sản phẩm đồ uống trái cây, trà và nước tăng lực; đến tháng 5/2007, công ty đã công bố việc mua lại nhà sản xuất loại nước uống vitamine

tăng lực Glaceau với giá 4,1 tỷ USD. Còn Microsoft thì kết hợp với LG để cùng hợp tác nghiên cứu và phát triển (R&D), marketing, ứng dụng và triển khai các dịch vụ mới trên thị trường điện thoại thông minh (Smartphone); hay kết hợp với Yahoo, Microsoft sẽ cung cấp công nghệ tìm kiếm trên các trang web của Yahoo...

2.2 Hoạt động ĐTTC của các công ty cổ phần phi tài chính trên sàn HOSE

Theo số liệu tổng hợp được từ Sở Giao dịch CK (SGDCK) TP.HCM tổng giá trị ĐTTC của các công ty niêm yết trên sàn HOSE năm 2006 là 11.324,562 tỷ VND (chiếm 12,457% tổng nguồn vốn); năm 2007, tổng giá trị ĐTTC là 37.672,391 tỷ VND (chiếm 22,133% tổng nguồn vốn); năm 2008, tổng giá trị ĐTTC là 34.817,225 tỷ VND (chiếm 17,232% tổng nguồn vốn); năm 2009, tổng giá trị ĐTTC là 61.635,546 tỷ VND (chiếm

Bảng 1. Tình hình ĐTTC của Ford, Coca - Cola, Honda và Microsoft
ĐVT: Tỷ USD

Công ty	Chỉ tiêu	2006	2007	2008
Ford	Tổng nguồn vốn	278,554	279,264	218,328
	ĐTTC ngắn hạn	0	0	0
	ĐTTC dài hạn	136,378	160,676	112,487
	Tổng ĐTTC	136,378	160,676	112,487
	Tỷ lệ ĐTTC/ Tổng vốn	48,96%	57,54%	51,52%
Coca - Cola	Tổng nguồn vốn	29,963	43,269	40,519
	ĐTTC ngắn hạn	150	215	278
	ĐTTC dài hạn	6,783	7,777	5,779
	Tổng ĐTTC	6,933	7,992	6,057
	Tỷ lệ ĐTTC/ Tổng vốn	23,14%	18,47%	14,95%
Honda	Tổng nguồn vốn	89,644	101,821	124,645
	ĐTTC ngắn hạn	0	0	0
	ĐTTC dài hạn	31,481	32,147	35,145
	Tổng ĐTTC	31,481	32,147	35,145
	Tỷ lệ ĐTTC/ Tổng vốn	35,12%	31,42%	27,58%
Microsoft	Tổng nguồn vốn	63,171	72,793	77,888
	ĐTTC ngắn hạn	17,300	13,323	25,371
	ĐTTC dài hạn	10,117	6,588	4,933
	Tổng ĐTTC	27,417	19,911	30,304
	Tỷ lệ ĐTTC/ Tổng vốn	43,40%	27,35%	38,91%

Nguồn: Yahoo! Finance

Bảng 2. Tỷ trọng ĐTTC trong tổng nguồn vốn

ĐVT: Triệu VND

Năm	ĐTTC	Tổng nguồn vốn	Tỷ trọng/ Vốn KD	Chênh lệch	
				+/-	%
2005	4.024.590	26.865.580	14,980%	-	-
2006	11.324.562	90.907.105	12,457%	-2,523%	-16,843%
2007	37.672.391	170.205.736	22,133%	9,676%	77,675%
2008	34.817.225	202.055.149	17,232%	-4,902%	-22,147%
2009	61.635.546	296.902.955	20,759%	3,528%	20,474%

Bảng 3. Tỷ trọng ĐTTC ngắn hạn – dài hạn trong tổng vốn kinh doanh

Năm	ĐTTC ngắn hạn		ĐTTC dài hạn		Vốn kinh doanh
	Tỷ trọng	Chênh lệch	Tỷ trọng	Chênh lệch	
2005	2,24%	-	12,740%	-	-
2006	6,18%	3,94%	6,280%	-6,46%	100%
2007	8,93%	2,75%	13,200%	6,93%	100%
2008	5,62%	-3,31%	11,610%	-1,60%	100%
2009	6,15%	0,53%	14,608%	3,00%	100%

Nguồn: Số liệu được tác giả tổng hợp từ website: www.cophieu68.com và www.vss.com.vn

20,759% tổng nguồn vốn). Các công ty đã quan tâm đến hoạt động này nhằm nâng cao lợi nhuận sau thuế nhưng mục tiêu cuối cùng để tăng thu nhập cổ phần - EPS, tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Giá trị ĐTTC của các công ty tăng cả về đầu tư ngắn hạn và dài hạn theo số liệu đánh giá chi tiết theo như Bảng 2 và 3.

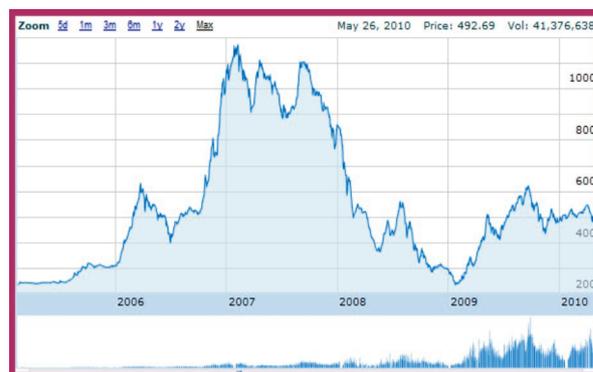
Nếu như trong các năm 2005-2006 và 3 tháng đầu năm 2007, ĐTTC là một lĩnh vực được coi là hiệu quả, hay "siêu lợi nhuận" của không ít công ty cổ phần nhờ TTCK, giá cổ phiếu liên tục tăng cao, thì từ cuối năm 2007 đến quý I/2009, tình hình lại diễn ra ngược lại, khiến hàng loạt DN thua lỗ nặng trong mảng đầu tư này. Điển hình là Công ty cổ phần Cơ điện lạnh (REE), nếu trong các năm 2005-2006 và 3 tháng đầu năm 2007 đã thu lãi hàng trăm tỷ VND, năm 2008 đã công bố số lỗ hơn 100 tỷ VND do đầu tư vào lĩnh vực tài chính và bị đưa vào diện kiểm soát. Công ty GMD năm 2008 lỗ 168,726 tỷ VND nguyên nhân chủ yếu là do hoạt động ĐTTC (giá CK trên thị trường giảm - theo báo cáo của Ban quản trị công ty GMD).

Tính tới tháng 6/2009, HOSE đã đưa 18 mã cổ phiếu vào diện bị kiểm soát. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến việc các DN bị đưa vào diện kiểm soát là lợi nhuận trước thuế của các DN này trong năm 2008 bị âm (Bảng 4). Có đến 10 DN bị lỗ là do phải thực hiện trích lập hàng chục tỷ đồng đến hàng trăm tỷ đồng dự phòng giảm giá ĐTTC. Sang năm 2009, nhiều công ty đã cơ cấu lại danh mục ĐTTC và tỷ trọng đầu tư nhưng giá trị trích lập dự phòng cũng còn rất lớn. Số liệu trích dự phòng giảm giá CK của 10 công ty được thể hiện trong Bảng 5.

2.3 Nguyên nhân dẫn đến sự thua lỗ trong hoạt động ĐTTC của các công ty cổ phần phi tài chính

Sự sụt giảm giá CK trên thị trường VN dẫn đến sự thua lỗ của các công ty do ĐTTC trong năm 2008 là do các nguyên nhân sau:

- Sự thay đổi của các chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ.



Hình 2. Diễn biến chỉ số VN-Index trong các năm qua

Nguồn: Website Công ty chứng khoán ngân hàng Sài Gòn Thương Tín: <http://www.sbsc.com.vn>

Năm 2007, thị trường tiền tệ nóng lên; lãi suất của hệ thống ngân hàng tăng cao; Ngân hàng Nhà nước (NHNN) điều hành chính sách tiền tệ thắt chặt. NHNN đã ra quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN, công bố quyết định phát hành 20.300 tỷ VND trái phiếu bắt buộc, nhưng không được sử dụng vay tái cấp vốn. Để chủ động có đủ vốn mua tín phiếu NHNN bắt buộc vào thời điểm đó thì các ngân hàng thương mại (NHTM) phải đẩy mạnh huy động vốn trên thị trường, bởi vì muốn có đủ 20.300 tỷ VND mua tín phiếu NHNN thì phải huy động ít nhất là 23.000 tỷ VND vì phải nộp dự trữ

NGHIÊN CỨU & TRAO ĐỔI

Bảng 4. Công ty niêm yết trên Sàn HOSE có lợi nhuận trước thuế năm 2008 âm

ĐVT: Triệu VND

Tên công ty	Mã cổ phiếu	2006	2007	2008	Tăng giảm 2008/2007	Tỷ lệ % tăng giảm 2008/2007
Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết (BBT)	BBT	2.428	-6.810	-10.641	-3.831	56,26%
Công ty cổ phần Đường Biên Hòa	BHS	51.528	53.633	-43.122	-96.755	-180,40%
Công ty cổ phần Full Power	FPC	36.645	81.069	-82.528	-163.597	-201,80%
Công ty cổ phần Đại lý Liên hiệp Vận chuyển Gemadept	GMD	180.448	259.683	-163.299	-422.982	-162,88%
Công ty cổ phần Hapaco	HAP	19.630	97.629	-67.055	-164.684	-168,68%
Công ty cổ phần tập đoàn Hoa Sen	HSG	108.892	0	-116.183	-116.183	
Công ty cổ phần Thực phẩm Quốc tế	IFS	73.916	72.248	-223.412	-295.660	-409,23%
Công ty cổ phần Kinh Đô	KDC	170.031	216.692	-61.689	-278.381	-128,47%
Công ty cổ phần Thủy hải sản Minh Phú	MPC	88.408	211.017	-31.786	-242.803	-115,06%
Công ty cổ phần MT GAS	MTG	4.330	709	-16.020	-16.729	-2.359,52%
Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại	PPC	965.432	777.822	-468.053	-1.245.875	-160,17%
Công ty cổ phần Cơ điện lạnh	REE	305.840	392.040	-141.659	-533.699	-136,13%
Công ty cổ phần Cấp và Vật liệu viễn thông	SAM	220.180	221.892	-75.898	-297.790	-134,20%
Công ty cổ phần Nhựa Đại Hưng	TPC	4.623	7.904	-61.614	-69.518	-879,53%
Công ty cổ phần Nước giải khát Tribeco	TRI	12.011	21.297	-144.989	-166.286	-780,80%
Công ty cổ phần Dây và Cáp điện Taya VN	TYA	33.421	7.254	-112.931	-120.185	-1656,1%
Công ty cổ phần Đầu tư và Sản xuất Việt Hàn	VHG	63.441	86.248	-17.419	-103.667	-120,20%
Tổng công ty cổ phần Xây dựng điện VN	VNE	52.656	63.340	-4.579	-67.919	-107,23%
Công ty cổ phần Vitaly	VTA	2.370	9.389	-4.714	-14.103	-150,21%

Nguồn: wall street security

bắt buộc 11%. Do đó, TTCK đã có phản ứng tức thì bằng việc gần 23.000 tỷ VND bị rút khỏi lưu thông; kết hợp chỉ thị 3 của NHNN VN về việc giảm dư nợ cho vay đầu tư CK xuống 3% tổng dư nợ, hàng loạt NHTM hạn chế cho vay vốn nói chung, vay vốn đầu tư CK lại càng không thể. Chỉ số VN-Index bắt đầu những chuỗi ngày sụt giảm nghiêm trọng, giá của các loại CK trên thị trường đều giảm mạnh. Sự sụt giảm chỉ số VN-Index mạnh nhất năm 2008, được thể hiện cụ thể trong Hình 2 mặc dù giá trị điều chỉnh sâu nhất là tháng 2/2009.

- Tác động từ các chấn động thị trường - khủng hoảng tài chính Mỹ.

Bảng 5. Trích lập dự phòng giảm giá ĐTTC

ĐVT: Triệu VND

Mã CK	2006	2007	2008	2009
BHS	0,000	0,000	44,300	26,492
GMD	0,457	31,389	272,382	41,799
HAP	0,000	11,322	76,762	17,870
KDC	0,000	4,931	255,629	57,425
MPC	0,000	24,963	167,520	11,137
MTG	0,000	1,859	18,812	0,918
REE	0,000	48,685	467,130	306,837
SAM	0,000	0,000	255,303	64,529
TPC	0,000	16,313	44,051	44,050
TRI	0,000	0,000	13,597	5,374

Nguồn: Số liệu được tác giả tổng hợp từ SGDCK TP.HCM

Kinh tế Mỹ nói riêng và thế giới nói chung cũng chịu tác động nghiêm trọng từ việc “bong bóng” thị trường bất động sản Mỹ “xi hơi”, với rủi ro lan tỏa từ Mỹ sang các nước phát triển và toàn cầu, với hệ quả là sự đổ vỡ dây chuyền của một hệ thống tài chính lớn. Sự đổ vỡ và tan rã của hệ thống ngân hàng đầu tư ở Phố Wall là sự thay đổi mang tính chất lịch sử của ngành tài chính thế giới, khi các tên tuổi uy tín như Lehman Brothers bị phá sản, Bear Stearns và Merrill Lynch bị thu tóm, Morgan Stanley và Goldman Sachs phải chuyển đổi sang mô hình ngân hàng tổng hợp (Bank Holding Company).

Châu Á cũng không tránh khỏi cơn bão. Đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân Trung Quốc, VN, Ấn Độ, với các khoản tiết kiệm tích góp nhiều năm và được đưa vào một TTCK còn chưa hoàn chỉnh, nơi yếu tố may rủi vẫn được cho là nhân tố quan trọng của “chiến thắng”. Sự sụt giảm của chỉ số VN-Index vào thời điểm 30/12/2008 so với 31/12/2007 cho thấy VN là nước có mức độ giảm cao nhất 65,95%, kế đến là Trung Quốc giảm 56,16%, tiếp đó là Ấn Độ giảm 52,52%.

- Sự thay đổi về lãi suất tiền vay.

Sau nhiều năm liên tục đạt mức tăng trưởng kinh tế cao từ 7%-8%, năm 2007 đạt 8,48%, nhưng chỉ số giá tiêu dùng đã tăng lên 2 chữ số 12,63%, do nới lỏng chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa và đầu tư công kém hiệu quả. Bước sang năm 2008, nền kinh tế VN không những phải đối mặt với nhiều khó khăn nội tại như lạm phát tăng mạnh, thâm hụt cán cân thương mại mà còn phải đối mặt với những diễn biến khó lường của nền kinh tế thế giới. Trước bối cảnh trên, Chính phủ đã điều chỉnh mục tiêu tăng trưởng cao sang mục tiêu kiềm chế lạm phát là ưu tiên hàng đầu và tăng trưởng duy trì ở mức độ hợp lý. Chính sách thắt chặt tiền tệ được thực hiện dẫn đến lãi suất huy động và cho vay của các NHTM tăng lên rất cao, mức lãi suất huy động có những thời điểm trong năm 2008 lên đến 19,2%/ năm, mức lãi suất cho vay cao nhất đến 21%/năm. Điều này tác động mạnh đến chi phí ĐTTC của các DN.

- Năng lực của nhà quản lý của các DN.

Do năng lực của các nhà quản lý tại các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn còn hạn chế và thiếu kinh nghiệm trong lĩnh vực ĐTTC (đây là lĩnh vực đầu tư ngoài lĩnh vực đầu tư truyền thống) đã dẫn tới thua lỗ rất nhiều ở các công ty phi tài chính trong năm 2008. Điển hình như trường hợp

Bà Nguyễn Thị Mai Thanh - Tổng giám đốc công ty Cơ điện lạnh REE đã thẳng thắn thừa nhận sai lầm trong hoạt động ĐTTC của công ty “Tôi không biết phải nói thế nào về thất bại của REE trong hoạt động đầu tư vừa qua vì đó là lỗi của Ban điều hành...”.

Hầu hết các DN không xây dựng cho mình một quy trình quản trị rủi ro chuyên nghiệp; không xây dựng chính sách quản lý rủi ro, quy trình quản lý rủi ro một cách cụ thể. Do đó, DN không xác định, không dự báo được những rủi ro mà họ có thể phải đối mặt, nên các DN này thường lúng túng và không thực hiện những nỗ lực để ngăn chặn những rủi ro.

- Tỷ lệ ĐTTC quá lớn ở các công ty phi tài chính và chưa sử dụng công cụ quản trị rủi ro.

Trong năm 2007, 2008, 2009, tỷ trọng ĐTTC của các DN quá lớn, có những DN có tỷ trọng ĐTTC trong tổng nguồn vốn kinh doanh năm 2008 lên tới 61% như Công ty cổ phần điện lạnh REE, 50% như Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC), 47,32% như Công ty cổ phần Cáp và Vật liệu viễn thông. Các DN ĐTTC tràn lan, đầu tư vào các lĩnh vực không có quan hệ đến ngành nghề chính của DN. Tỷ trọng ĐTTC của các công ty lỗ do trích lập dự phòng theo số liệu sau:

Bảng 6. Tỷ trọng ĐTTC của các công ty lỗ do trích lập dự phòng

Tên Công ty	Tỷ trọng ĐTTC/ Tổng vốn kinh doanh			
	2006	2007	2008	2009
BHS	0,26%	28,93%	11,31%	3,88%
GMD	16,43%	31,27%	27,76%	34,40%
HAP	14,14%	34,26%	42,36%	27,62%
KDC	28,93%	43,19%	50,72%	39,23%
MPC	2,13%	23,26%	28,29%	19,62%
MTG	0,00%	25,87%	47,76%	13,28%
REE	30,08%	51,44%	61,82%	49,36%
SAM	15,12%	33,33%	47,32%	37,62%
TPC	0,00%	35,27%	30,66%	30,78%
TRI	18,00%	0,00%	17,35%	23,07%

Nguồn: Wall Street Security

Hầu như các DN chưa sử dụng các công cụ quản trị rủi ro như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn.... trong công tác quản trị rủi ro tài chính tại DN và chưa có TTCK phái

sinh chính thức do Chính phủ, Bộ Tài chính, Ủy ban CK Nhà nước thành lập để góp phần ổn định thị trường cơ sở.

3. Giải pháp nhằm hạn chế rủi ro trong hoạt động ĐTTC của các công ty phi tài chính

Để nhằm hoàn thiện công tác quản trị rủi ro, nhóm tác giả đề xuất hai nhóm giải pháp cơ bản bao gồm nhóm giải pháp: (1) từ phía Nhà nước và (2) từ phía các cơ quan chức năng

Thứ nhất, xây dựng và hoàn thiện quy định pháp lý về TTCK, TTCK phái sinh. Các công cụ tài chính phái sinh là các công cụ quản trị rủi ro rất hiệu quả. Tại VN, thị trường các công cụ tài chính phái sinh chưa phát triển, các DN còn chưa vận dụng tốt và sử dụng hiệu quả trong công tác phòng chống rủi ro của hoạt động ĐTTC. Do đó, NHNN, Bộ Tài chính, Ủy ban CK Nhà nước (UBCKNN) cần cùng nhau phối hợp xây dựng, điều chỉnh, hoàn thiện khung pháp lý cho TTCK phái sinh, cho phép các DN hạch toán chi phí sử dụng phái sinh vào chi phí hợp lý của DN, miễn thuế đối với các khoản thu nhập từ các công cụ phái sinh (trong trường hợp sử dụng công cụ phái sinh để quản trị rủi ro) để có thể bước đầu định hình và phát triển thị trường này trong tương lai giúp các DN hiểu rõ và tiếp cận dễ dàng hơn các công cụ quản trị rủi ro tài chính phái sinh từ đó nâng cao hiệu quả quản trị rủi ro cho DN.

Thứ hai, Bộ Tài chính, UBCKNN cần mở cửa TTCK phái sinh, hỗ trợ, phối hợp với các tổ chức tài chính tín dụng, SGDCK cung cấp dịch vụ, hàng hóa phái sinh cho thị trường. Từ đó giúp đa dạng hàng hóa, giảm chi phí sử dụng công cụ phái sinh; đề ra chiến lược phát triển thị trường này, dần dần tiến tới chuyên nghiệp hóa các giao dịch các hợp đồng phái sinh, làm cho các công cụ tài chính này trở thành những hàng hóa giao dịch quen thuộc và phổ biến trong cộng đồng DN, giới đầu tư. Đồng thời, tổ chức các lớp nâng cao trình độ và nhận thức của các đối tượng có nhu cầu sử dụng công cụ phái sinh (nhà đầu tư, nhà xuất nhập khẩu, DN...) cần được thực hiện thường xuyên, có trọng tâm, mục đích rõ ràng. Tuyên truyền, phổ biến cho các DN nhận thức một cách đầy đủ và chính xác tính hữu ích của các công cụ CK phái sinh trong việc quản trị rủi ro với những ảnh hưởng do biến động tỷ giá, giá cả, lãi suất, tình hình kinh tế thế giới... gây ra thông qua các kênh thông tin như báo chí, truyền hình, Internet...

Thứ ba, nâng cao hiệu quả thị trường thông qua việc minh bạch hóa thông tin: Bộ Tài chính cần tiếp tục ban hành các quy chế, thông tư, hướng dẫn... chi tiết hơn việc công bố thông tin ra thị trường cũng như các hình thức xử phạt, mức phạt cụ thể nghiêm khắc cho từng trường hợp vi phạm về việc công bố thông tin.

Thứ tư, SGDCK cần kết hợp với công ty kiểm toán xây dựng tổ chức độc lập chuyên đánh giá mức tín nhiệm của các công ty niêm yết, công ty CK trong hoạt động cũng như trong việc minh bạch hóa thông tin. Sở giao dịch CK nên thành lập các tổ chức chuyên nghiên cứu phát triển các công cụ dự báo giá và công bố kết quả dự báo giá cả, đặc biệt là giá của một số mặt hàng quan trọng như ngoại tệ, cổ phiếu, vàng, xăng dầu... qua các phương tiện thông tin đại chúng hoặc qua các tạp chí chuyên ngành để các nhà đầu tư có cơ sở phân tích, đánh giá xu hướng biến động kinh tế trong tương lai.

Nhóm giải pháp từ phía các công ty cổ phần phi tài chính

Các công ty cần phải xác định quản trị rủi ro ĐTTC có vai trò đặc biệt quan trọng tới sự tồn tại và phát triển của DN và cũng cần phải xác định rõ mục tiêu của việc quản trị rủi ro là “Bảo vệ tài sản-nguồn vốn hiện có của DN, đồng thời góp phần tăng thêm giá trị của DN”.

Thứ nhất, xây dựng chiến lược kinh doanh và đầu tư phù hợp mục tiêu phát triển công ty, có kế hoạch phân bổ, sử dụng hiệu quả và hợp lý những nguồn lực tài chính trong DN. Hoạch định cấu trúc vốn mục tiêu (Tỷ trọng vốn sử dụng trong hoạt động kinh doanh chính trong tổng nguồn vốn là bao nhiêu? Tỷ trọng vốn sử dụng trong hoạt động ĐTTC là bao nhiêu?) nhằm thực hiện đúng mục tiêu chính của công ty, bảo vệ và tăng cường quản lý tài sản, cũng như hình ảnh công ty, giảm thiểu những sai sót trong mọi lĩnh vực đầu tư, tối ưu hóa hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Các DN cần nghiên cứu phương pháp phân tích Top-Down hay Bottom-Up của tổ chức ĐTTC ở Mỹ trong việc nghiên cứu tiến trình đầu tư, cụ thể theo mô hình tại Hình 3:

- Đây là Mô hình tiến trình đầu tư của các quỹ đầu tư ở Mỹ, nhưng khi chúng ta nghiên cứu để ứng dụng cho các nhà đầu tư trên TTCK VN thì phải chú ý đến đặc thù của TTCK VN - một thị trường mới nổi. Do đó, các nhà đầu tư có thể lựa chọn phương pháp Top-Down hay Bottom-Up theo

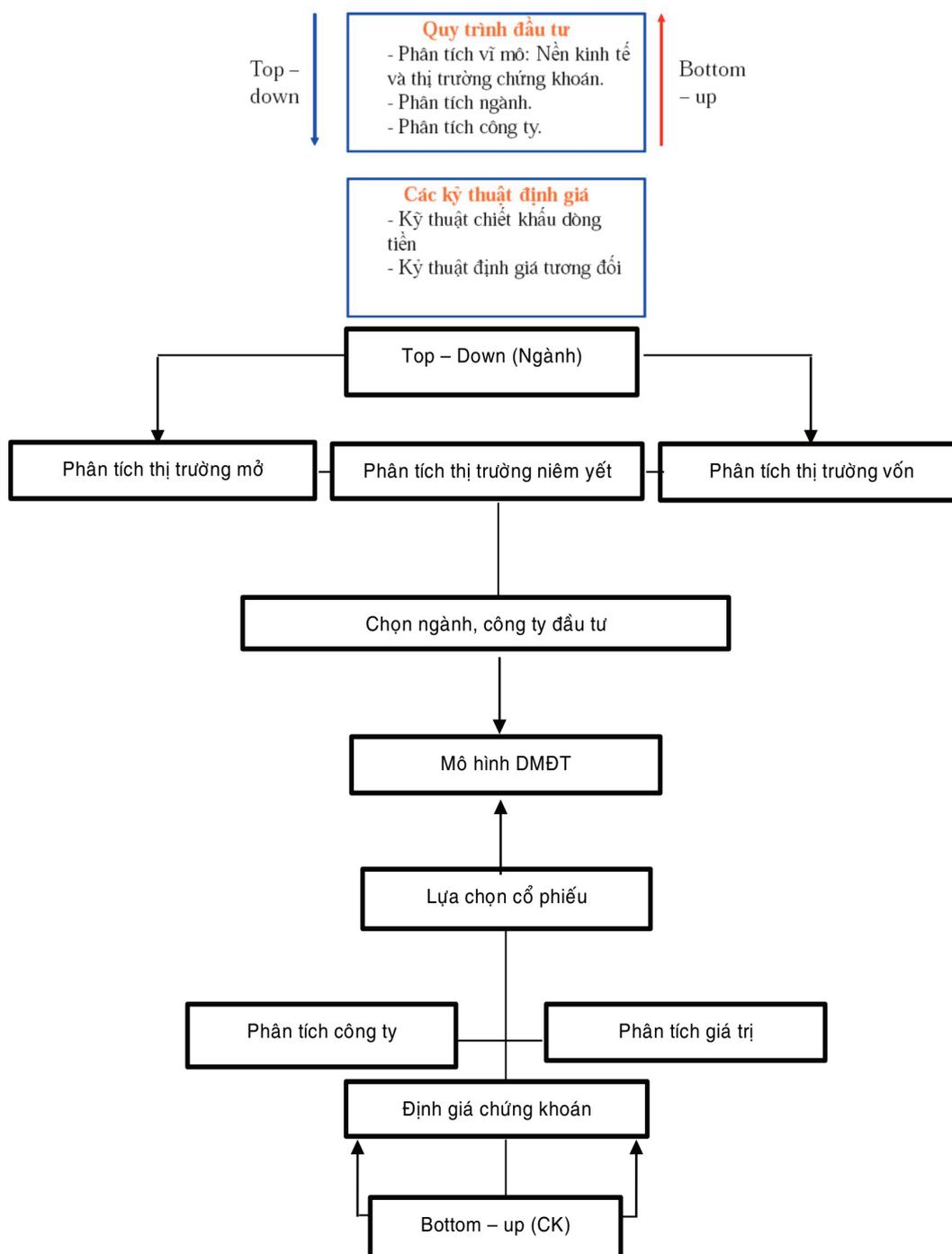
NGHIÊN CỨU & TRAO ĐỔI

đặc điểm các CK đầu tư.

- Xây dựng kịch bản đối phó với từng tình huống rủi ro có thể công ty phải đối mặt nhằm tính toán các chi phí, tổn thất mà công ty phải gánh chịu. Tự đề ra các biện pháp, giải pháp giải quyết khi có rủi ro xảy ra sao cho phí tổn của công

ty là thấp nhất.

- Cần xây dựng văn hóa quản trị rủi ro trong công ty: Lãnh đạo công ty phải nhận thức được tầm quan trọng của công tác quản trị rủi ro, thật sự coi trọng công tác thông tin, tuyên truyền và đào tạo để xây dựng văn hóa quản lý rủi ro đến



Hình 3. Mô hình tiến trình đầu tư của các quỹ đầu tư ở Mỹ

mọi đối tượng trong DN.

Thứ hai, thực hiện nghiêm túc chế độ kế toán quản trị để thường xuyên có được những thông tin trung thực, chính xác và đầy đủ về tình hình tài chính của DN phục vụ cho việc phân tích và ra những quyết định quản lý. Đồng thời, xây dựng nguồn nhân lực có năng lực quản trị trong việc ra quyết định, lập kế hoạch và sắp xếp thứ tự ưu tiên công việc trên cơ sở hiểu biết thấu đáo và chặt chẽ về hoạt động ĐTTC, môi trường, điều kiện đầu tư, cơ hội cũng như thách thức mà DN phải đối mặt khi hoạt động trong lĩnh vực này. Xây dựng một đội ngũ nhân viên trong các bộ phận quản trị rủi ro có trách nhiệm, có năng lực phù hợp với cường độ và mức độ phức tạp của các công việc.

Thứ ba, mỗi DN phải tự xây dựng cho mình một quy trình quản trị rủi ro. Một quy trình quản trị rủi ro phải được thiết lập thông qua bước căn bản sau đây:

Bước 1: Nhận diện rủi ro

- Nhận dạng những tác nhân (nhân tố) kinh tế có thể gây ra rủi ro cho DN, như: Những biến động thị trường, lãi suất, lạm phát, tỷ giá hối đoái, tăng trưởng kinh tế, biến động kinh tế thế giới...

- Nhận định sự tác động của các tác nhân trong thời điểm hiện tại, cũng như chiều hướng biến động trong tương lai có thể gây ra rủi ro như thế nào đối với DN.

Bước 2: Đánh giá chi phí phát sinh khi không thực hiện quản trị rủi ro

- Tính toán mức thu lợi có thể đạt được hoặc tính toán mức tổn thất có thể chấp nhận được trong trường hợp xảy ra biến động xấu do các tác nhân (nhân tố) đã được xác định ở phần nhận diện rủi ro. Nói cách khác, đánh giá rủi ro là đo lường rủi ro bằng các con số cụ thể thông qua các mô hình mô phỏng và đó cũng là việc trả lời cho câu hỏi "DN có thể chấp nhận tổn thất đến mức độ nào?"

Bước 3: Thiết lập quy trình kiểm soát - Quy trình kiểm soát rủi ro với các bước

- Phân tích rủi ro: Dựa trên các số liệu lịch sử về biến động của các nhân tố và số liệu từ các báo cáo tài chính của DN trong lịch sử phân tích xem khi có sự biến động của từng nhân tố thì nó đã tác động như thế nào đến kết quả ĐTTC của DN.

- Định giá rủi ro: Từ kết quả phân tích về rủi ro, bộ phận tài chính phải tính được giá trị rủi ro mà DN đang phải chịu và sẽ phải chịu dựa vào

vào các mô hình quản trị rủi ro hiện đại như Markowitz, CAPM, APT.

- Đưa ra các chiến lược cụ thể làm giảm thiểu rủi ro: Sau khi tính toán được giá trị rủi ro mà DN đang chịu và sẽ phải chịu DN phải để đưa ra biện pháp cụ thể nhằm giảm thiểu rủi ro như: Tái cấu trúc lại danh mục đầu tư, thuê chuyên gia quản lý danh mục.

- Kiểm soát rủi ro: Và cuối cùng DN phải kiểm soát được các rủi ro đó: Sử dụng các công cụ phái sinh, mua bảo hiểm cho các khoản đầu tư để kiểm soát rủi ro.

Bước 4: Đánh giá và điều chỉnh phương pháp quản trị rủi ro nếu cần thiết

Thường xuyên tổ chức kiểm tra và đánh giá việc tuân thủ chính sách quản lý rủi ro và các mục tiêu mà DN đã xây dựng. DN phải luôn luôn đánh giá kết quả của việc sử dụng các biện pháp quản trị rủi ro cũng như các công cụ phòng chống rủi ro để có những điều chỉnh, thay đổi cho phù hợp với nhu cầu của DN trong những tình huống mới.

Tóm lại, các công ty phi tài chính tham gia vào lĩnh vực ĐTTC nhằm mục tiêu sử dụng hiệu quả nguồn vốn của DN, tối đa hóa giá trị của DN. Đây là lĩnh vực không thuộc "sở trường" của các DN nên DN cần phải hoàn thiện công tác quản trị rủi ro nói chung và quản trị rủi ro ĐTTC nói riêng. Đây là một công việc phức tạp và khó khăn, đòi hỏi nhà quản lý phải nhận biết rõ tầm quan trọng của công tác quản trị rủi ro. Bên cạnh đó, đòi hỏi có sự trợ giúp từ Chính phủ, từ các cơ quan chức năng nhằm xây dựng và phát triển thị trường phái sinh (thị trường các công cụ quản trị rủi ro) để tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động quản trị rủi ro của DN, góp phần tạo điều kiện cho sự phát triển bền vững TTCK VN trong năm 2010 và những năm tiếp theo ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. PGS.TS Nguyễn Thị Ngọc Trang (2006), *Tổ chức chương trình quản trị rủi ro tài chính trong công ty phi tài chính tại VN.*
2. Mc Graw- Hill (2008), *Chapter 7- Capital Asset Pricing and Arbitrage Pricing Theory*: page 192, International Edition 2008.
3. Các website: www.sbv.gov.vn/vn, www.cophieu68.com, www.vnecono.vn/vn, www.wss.com.vn, www.hsx.vn, www.investopedia.com.