

Một cái nhìn thực tiễn về Option

Công cụ phòng ngừa rủi ro tài chính doanh nghiệp

Thạc sĩ HUỖNH ĐỨC TRƯỜNG



Ảnh: Diệp Đức Minh

Trong hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu, các doanh nghiệp (DN) thường quan tâm và lo lắng về sự biến động của tỷ giá hối đoái. Các DN nhập khẩu lo tỷ giá tăng. Ngược lại, các DN xuất khẩu lo tỷ giá giảm. Hoạt động kinh tế ngày càng phát triển, xu hướng toàn cầu hoá và hội nhập càng tăng, hoạt động XNK ngày càng mở rộng, các DN quan tâm ngày càng nhiều hơn đến rủi ro tỷ giá. Các công cụ giao dịch hối đoái sẽ giúp các DN XNK hạn chế sự biến động, phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Cùng với nghiệp vụ giao dịch kỳ hạn (Forward), giao dịch quyền lựa chọn tiền tệ (Currency option) là một trong những công cụ phòng ngừa rủi ro tài chính cho các DN XNK một cách có hiệu quả.

Quyền lựa chọn tiền tệ là một công cụ tài chính cho phép người mua quyền lựa chọn có quyền mua hoặc bán một số lượng đồng tiền này

với một đồng tiền khác với một tỷ giá đã thỏa thuận trước, trong một khoảng thời gian nhất định hay tại một thời điểm đã xác định trong tương lai.

Các loại quyền lựa chọn

Từ khái niệm trên, chúng ta thấy có hai loại quyền lựa chọn, đó là quyền chọn mua (call option) và quyền chọn bán (put option).

Quyền chọn mua tiền tệ là quyền được mua một số lượng ngoại tệ với một tỷ giá đã thỏa thuận trước, trong một khoảng thời gian nhất định hay tại một thời điểm đã xác định trong tương lai.

Quyền chọn bán tiền tệ là quyền được bán một số lượng ngoại tệ với một tỷ giá đã thỏa thuận trước, trong một khoảng thời gian nhất định hay tại một thời điểm đã xác định trong tương lai.

Xét về mặt thời gian thực hiện quyền lựa chọn, hiện nay trên thế

giới có hai hình thức của quyền lựa chọn: quyền lựa chọn kiểu Mỹ (American style option) và quyền lựa chọn kiểu châu Âu (European style option).

Quyền lựa chọn kiểu Mỹ là quyền lựa chọn mà người mua quyền chọn có quyền thực hiện quyền lựa chọn tại bất kỳ thời điểm nào trong thời gian thỏa thuận của hợp đồng. Mục đích chính của quyền lựa chọn kiểu Mỹ là nhằm đầu cơ tỷ giá.

Quyền lựa chọn kiểu châu Âu là quyền lựa chọn mà người mua quyền chọn chỉ có thể thực hiện quyền lựa chọn tại một thời điểm xác định đã được thỏa thuận trong hợp đồng. Mục đích chính của quyền lựa chọn kiểu châu Âu là phòng ngừa rủi ro tỷ giá.

Để có được quyền lựa chọn, phải thực hiện việc mua quyền. Người mua quyền lựa chọn phải trả một khoản phí mua quyền (option premium). Sau khi trả phí mua quyền, người mua quyền có quyền thực hiện quyền chọn hoặc không tiến hành thực hiện quyền chọn mà để cho hợp đồng tự động hết hạn. Người bán quyền sau khi thu phí, phải có nghĩa vụ sẵn sàng giao dịch nếu người mua muốn.

Áp dụng tại VN

Hiện nay, ở Việt Nam, mặc dù thị trường ngoại hối còn sơ khai, nhưng trong những năm qua cũng có những bước tiến đáng kể. Cùng với các giao dịch giao ngay (Spot), kỳ hạn (Forward) và hoán đổi (Swap), bắt đầu từ tháng 2 năm 2003, Ngân hàng Nhà nước đã cho phép Ngân hàng thương mại cổ phần xuất nhập khẩu Việt Nam (EXB) thực hiện thí điểm nghiệp vụ quyền lựa chọn (Option). Đây là một bước tiến đáng kể trong việc đa dạng hóa các nghiệp vụ giao dịch ngoại hối, cung cấp cho các DN nhiều công cụ tài chính, nhiều sự lựa chọn hơn để phòng ngừa rủi ro tài chính doanh nghiệp thông qua việc hạn chế tác động bất lợi rủi ro tỷ giá.

Dưới góc độ phòng ngừa rủi ro tỷ giá, giữa hai loại hợp đồng kỳ hạn (Forward) và hợp đồng quyền lựa chọn (Option) có những điểm giống

nhau. Vì chúng đều cho phép người tham gia xác định được một tỷ giá tối đa (nếu mua) hoặc tối thiểu (nếu bán) trong tương lai, chủ động tính toán được chi phí, tính toán được hiệu quả kinh doanh.

Sự khác biệt

Tuy nhiên, hai loại hợp đồng này có sự khác biệt nhau về căn bản. Trong hợp đồng Forward, khi đến hạn hợp đồng, các bên tham gia phải thực hiện hợp đồng. Các bên tham gia không có bất kỳ sự lựa chọn nào khác dù biết rằng điều đó là không có lợi cho mình. Ngược lại, trong hợp đồng Option, các bên tham gia không nhất định phải thực hiện hợp đồng. Bên mua quyền chọn sau khi trả phí mua quyền có quyền có sự lựa chọn khác nếu họ tính toán thấy việc thực hiện quyền chọn không có lợi cho mình. Cụ thể qua minh họa sau đây:

Giả sử các thông số trên thị trường ngày 2.4.2003 như sau:

- Tỷ giá giao ngay (Spot): 15.300 VND/USD
- Tỷ giá kỳ hạn (Forward): 15.377 VND/USD (kỳ hạn 30 ngày)
- Tỷ giá quyền chọn mua: 15.250 VND/USD (Tỷ giá thực hiện)
- Phí giao dịch (quyền chọn mua): 1% tỷ giá thực hiện hay 152,5 VND/USD
- Quyền chọn kiểu châu Âu

Đến ngày 1.5.2003, có thể xảy ra một trong hai tình huống sau đây:

1. Nếu tỷ giá giao ngay: 15.430 VND/USD, DN mua quyền chọn sẽ thực hiện quyền chọn mua số lượng USD đã ký với tỷ giá 15.250 VND/USD, cộng phí mua quyền chọn 152,5 VND/USD. Như vậy, chi phí thực tế để mua 1 USD theo quyền chọn mua là: 15.402,5 VND/USD, DN có lợi 27,5 VND/USD (15.430 - 15.402,5) so với tỷ giá giao ngay.

2. Nếu tỷ giá giao ngay: 15.200 VND/USD, DN sẽ không thực hiện quyền chọn mua, mà DN sẽ thực hiện việc mua USD theo tỷ giá giao ngay. Như vậy, chi phí thực tế để mua 1 USD sau khi từ bỏ quyền chọn mua là: 15.352,5 VND/USD (15.200 + 152,5). Trường hợp này, nếu DN không ký hợp đồng Option mà ký

hợp đồng Forward thì DN sẽ phải mua USD với tỷ giá 15.377 VND/USD cao hơn giá của hợp đồng Option 24,5 VND/USD (15.377 - 15.352,5).

Qua minh họa trên, ta thấy rằng trong trường hợp DN cần mua ngoại tệ, cả hai hợp đồng Forward và Option đều có tác dụng hạn chế rủi ro tỷ giá tăng, nhưng nếu Forward chỉ hạn chế rủi ro tỷ giá tăng, DN không có kỳ vọng tỷ giá giảm (vì nếu tỷ giá giảm, DN cũng không được hưởng lợi ích từ việc tỷ giá giảm so với mức dự kiến. Vì hợp đồng bắt buộc phải được thực hiện). Ngược lại, hợp đồng Option ngoài việc hạn chế rủi ro tỷ giá tăng, DN còn kỳ vọng tỷ giá giảm so với mức dự kiến (vì nếu tỷ giá giao ngay tại ngày đáo hạn thực hiện hợp đồng nhỏ hơn tỷ giá thực hiện quyền chọn thì DN sẽ từ bỏ quyền chọn mà mua số lượng ngoại tệ cần dùng theo tỷ giá giao ngay).

Trong trường hợp DN có nhu cầu bán ngoại tệ, thì lập luận ngược lại, Option vừa hạn chế rủi ro tỷ giá giảm, vừa kỳ vọng tỷ giá tăng.

Quan hệ về giá phí

Về mặt giá phí của hợp đồng Forward và hợp đồng Option có mối quan hệ thể hiện qua bất đẳng thức:

$$F \leq O + p = P \quad (1)$$

Trong đó: - F: tỷ giá kỳ hạn

- O: tỷ giá thực hiện (tỷ giá quyền chọn)

- p: phí giao dịch (phí mua quyền chọn)

- P: chi phí thực tế (= O + p)

Bất đẳng thức trên nói lên rằng: chi phí để mua 1 ngoại tệ theo hợp đồng Option bao giờ cũng cao hơn hoặc bằng chi phí để mua 1 ngoại tệ theo hợp đồng Forward. Vì nếu bất đẳng thức (1) có dấu ngược lại: $F > O + p$ thì DN sẽ tiến hành *kinh doanh chênh lệch tỷ giá* với ngân hàng. DN vừa tiến hành ký hợp đồng Option mua quyền chọn mua, vừa ký hợp đồng Forward bán số ngoại tệ vừa mua lại cho ngân hàng.

Về cơ cấu giữa tỷ giá thực hiện và phí giao dịch, dưới góc độ DN, điều DN quan tâm nhất là chi phí thực tế P, bao giờ ngân hàng cũng sẽ chào $P > F$. Do đó, với cùng một giao

dịch trong tương lai để luôn luôn thỏa mãn điều kiện $P > F$ thì nếu O tăng thì p phải giảm và ngược lại.

Có nhiều yếu tố cấu thành nên p như: thời gian hiệu lực của quyền chọn, tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn tại thời điểm ký kết hợp đồng, tỷ giá thực hiện (quyền lựa chọn), kiểu quyền lựa chọn (Mỹ hay châu Âu), lãi suất của hai đồng tiền giao dịch, dự kiến mức biến động tỷ giá trong tương lai. Nhìn chung, để xác định được p khá phức tạp. Tuy nhiên, tỷ giá vừa là khoa học, vừa là nghệ thuật kinh doanh, nên dưới góc độ DN là người mua quyền lựa chọn (mua quyền mua và mua quyền bán), DN có thể dựa vào giá bán quyền chọn của ngân hàng mà phán đoán (ngân hàng là đơn vị bán quyền mua và bán quyền bán). Vì thực chất đây là hai giao dịch có kỳ vọng ngược chiều nhau. DN khi mua quyền chọn mua là phòng ngừa rủi ro tỷ giá tăng, nhưng kỳ vọng tỷ giá giảm, ngân hàng khi bán quyền chọn mua thì mong đợi điều ngược lại. Phí giao dịch quyền lựa chọn p thực chất là khoản phí (hoặc lợi nhuận) do chia sẻ rủi ro. Do đó, nếu ngân hàng xác định p càng cao, có nghĩa là để thỏa mãn bất đẳng thức: $F < O + p$, thì O phải càng giảm. O giảm đến gần giá giao ngay, nghĩa là ngân hàng dự đoán tỷ giá trong tương lai sẽ giảm, nhưng lo lắng tỷ giá tăng đột biến. Ngược lại, nếu ngân hàng xác định p càng thấp thì để thỏa mãn bất đẳng thức: $F < O + p$, O phải càng tăng. O tăng đến gần giá Forward, nghĩa là ngân hàng dự đoán tỷ giá trong tương lai sẽ tăng, nhưng lo lắng tỷ giá giảm đột biến.

Từ phân tích trên cho thấy rằng: trong thương lượng với ngân hàng, DN cần phải xác định được F. Thực chất của việc xác định tỷ giá kỳ hạn F là xác định điểm Swap cộng tỷ giá giao ngay. Căn cứ cơ bản để xác định điểm Swap là dựa vào lãi suất của hai đồng tiền hoán đổi. Đây là điều khó khăn, nhưng cũng nói lên năng lực dự đoán của DN, vì phải dự đoán được sự biến động về lãi suất của hai đồng tiền trao đổi. Nhưng trong điều kiện hiện nay việc xác định F hết sức đơn giản vì Ngân hàng Nhà nước đã

xác định tại Quyết định số: 679/2002/QĐ-NHNN ngày 1.7.2002 bằng cách lấy tỷ giá giao ngay cộng giới hạn tối đa từng mức tỷ lệ phần trăm gia tăng tương ứng với từng kỳ hạn giao dịch, cụ thể:

- Kỳ hạn từ 7 - 30 ngày: 0,5%
- Kỳ hạn từ 31 - 60 ngày: 1,2%

Việc xác định giá Forward theo qui định của Ngân hàng Nhà nước như trên có ưu điểm là dễ dàng trong việc tính toán. Tuy nhiên, lại có một nhược điểm lớn là không dựa trên tín hiệu của thị trường. Vì F tính theo qui định quá cao nên thời gian qua không mấy DN trong nước sử dụng nghiệp vụ giao dịch Forward. Thực tế thì tốc độ giảm giá của VND so với USD từ ngày 2.1.2003 đến ngày 31.12.2003 chỉ có 0,33% tương ứng 51 VND/USD (tính theo tỷ giá VCB HCM thông báo trong giao dịch ngoại tệ hàng ngày).

Những tồn tại

Tóm lại, mối quan tâm của DN – người mua quyền và ngân hàng – người bán quyền là mối quan tâm, kỳ vọng ngược chiều nên chỉ khi nào tỷ giá biến động với biên độ dao động lớn thì việc thực hiện giao dịch quyền lựa chọn mới kỳ vọng mang lại hiệu quả. Vì phí giao dịch của ngân hàng luôn biến động khoảng trên dưới 1% giá trị thực hiện, mà như trên đã đề cập, sự biến động giảm giá của VND so với USD từ đầu năm đến tháng 3 năm 2003 chỉ có 0,33% thì rõ ràng việc DN mua quyền lựa chọn chưa trở thành một nhu cầu bức thiết, chưa kể tỷ giá USD/VND chỉ có tăng (VND mất giá) chứ không giảm mấy, chỉ có vài đợt giảm nhưng rất nhẹ. Chỉ có các đồng ngoại tệ như USD, EUR, GBP, JPY, ... mới có biên độ giao động lớn.

Ngoài ra, trong giai đoạn thí điểm hiện nay, ngân hàng Nhà nước chỉ mới cho phép EXB thực hiện hợp đồng Option giữa ngoại tệ với ngoại tệ, chưa cho phép giao dịch VND với ngoại tệ cũng là một hạn chế không cần thiết. Với qui định Ngân hàng Nhà nước chỉ cho giao dịch quyền lựa chọn giữa ngoại tệ với ngoại tệ, nên

các DN muốn thực hiện nghiệp vụ giao dịch hối đoái này giữa VND với ngoại tệ phải đi đường vòng thông qua một ngoại tệ tự do chuyển đổi khác bằng cách dùng VND mua ngoại tệ (như EUR hoặc JPY) rồi mới dùng ngoại tệ này tiến hành giao dịch hợp đồng Option với đồng tiền mà mình cần mua. Việc làm này gây cho DN nhiều khó khăn vì phải thông qua dự đoán sự biến động của hai đồng tiền, điều này chỉ thích hợp nhiều khi DN có ý định kinh doanh chênh lệch tỷ giá.

Về mặt pháp lý, hiện chỉ có văn bản của Ngân hàng Nhà nước cho phép EXB thực hiện thí điểm hợp đồng quyền lựa chọn. Các cơ quan khác như Bộ thương mại, Bộ tài chính (Tổng cục thuế) chưa có những văn bản làm rõ, xác nhận nghiệp vụ này như một hoạt động kinh doanh tài chính của DN. Việc này có thể gây khó khăn khi DN ghi nhận chi phí, nhất là trong trường hợp không thực hiện quyền lựa chọn. Việc không có các văn bản của các cơ quan khác điều chỉnh nghiệp vụ này còn gây cản ngại tâm lý cho các doanh nghiệp nhà nước, chứ vấn đề không nằm ở kiến thức, sự hiểu biết về nghiệp vụ giao dịch hối đoái này.

Đề xuất

Trên cơ sở những phân tích trên đây, để tạo những cơ sở, điều kiện tiền đề và điều kiện pháp lý cho việc phát triển và mở rộng giao dịch quyền lựa chọn, chúng tôi xin mạnh dạn đề xuất:

1. Ngân hàng Nhà nước nên xác định chính sách tỷ giá giữa VND và USD một cách hợp lý trên cơ sở xác định ngang giá trung tâm dựa trên tỷ giá thực tế với một dải băng có biên độ từ 2,5% – 3% làm khung giao dịch, có như vậy tỷ giá VND mới có sự biến động theo tín hiệu của thị trường.

2. Tỷ giá giao dịch Forward phải được xác lập theo yếu tố thị trường trên cơ sở sự biến động lãi suất của hai đồng tiền hoán đổi, do đây là một trong các yếu tố cơ bản để xác định tỷ giá quyền lựa chọn. Công thức tính tỷ giá Forward phải trả về đúng vị trí, bản chất khoa học của nó.

3. Ngân hàng Nhà nước sớm nghiên cứu và mở rộng phạm vi giao dịch hợp đồng Option, thay vì chỉ cho phép giao dịch giữa ngoại tệ với ngoại tệ, cho phép giao dịch cả VND với ngoại tệ. Không nên quá lo lắng các DN sẽ “đánh bạc” với nghiệp vụ giao dịch này cũng như lo lắng trình độ hiểu biết về các giao dịch ngoại hối của DN. Thực tế, các DN quan tâm đến nghiệp vụ này thường là các DN có kim ngạch xuất nhập khẩu lớn, trong những năm gần đây các cán bộ quản lý tài chính ở những DN này đa số đã có sự chuẩn bị kiến thức để thực hiện những nghiệp vụ giao dịch hối đoái đa dạng.

4. Các ngân hàng thương mại nên xác lập trong nội dung hợp đồng Option thêm quyền được mua ngoại tệ khi DN không thực hiện quyền lựa chọn, do đối với các DN nhập khẩu của Việt Nam khi thực hiện hợp đồng quyền lựa chọn ngoài ý nghĩa về phòng ngừa rủi ro tỷ giá hối đoái còn có nhu cầu cần đảm bảo có đủ số lượng ngoại tệ để thanh toán các hợp đồng nhập khẩu khi đến hạn.

5. Nhà nước nên hoàn chỉnh khung pháp lý xác định rõ ràng nghiệp vụ giao dịch hợp đồng Option là một nghiệp vụ kinh doanh tài chính mang tính chất phòng ngừa rủi ro hối đoái của các DN không thuộc các tổ chức tài chính – tín dụng, bảo hiểm, kinh doanh chứng khoán. Trên cơ sở này, Bộ tài chính xác định phí giao dịch quyền lựa chọn là một khoản chi phí hợp lý, hợp lệ được tính vào chi phí khi xác định thu nhập chịu thuế.

6. Tuyên truyền, phổ biến, hướng dẫn để có nhiều DN Việt Nam quen dần với các nghiệp vụ giao dịch hối đoái, trong đó có giao dịch hối đoái quyền lựa chọn.

Các kiến nghị trên là những điều cơ bản, cần thiết giúp cho các DN Việt Nam có thêm công cụ phòng ngừa rủi ro hối đoái, cũng là bước chuẩn bị cho các DN quen dần với môi trường kinh doanh tài chính quốc tế. Đây cũng là vấn đề mang tính chất chiến lược góp phần vào việc hỗ trợ cho các DN trong quá trình phát triển và hội nhập quốc tế.