

HOÁN ĐỔI LÃI SUẤT: CÔNG CỤ QUẢN LÝ RỦI RO

*TS. Nguyễn Minh Kiều **

Giao dịch hoán đổi lãi suất là việc các bên giao kết hợp đồng với nhau, theo đó mỗi bên cam kết thanh toán cho bên kia khoản tiền lãi tính theo lãi suất thả nổi hay lãi suất cố định trên cùng một khoản nợ gốc trong cùng một khoảng thời gian. Hoán đổi lãi suất được sử dụng như là một công cụ hữu hiệu để kiểm soát và quản lý rủi ro lãi suất. Điều này đã được thực hiện từ lâu ở các nước phát triển. Tuy nhiên ở nước ta công cụ này vẫn còn xa lạ và chưa được sử dụng phổ biến, mặc dù hoán đổi lãi suất đã được Ngân hàng Nhà nước cho phép thực hiện theo Quyết định số 1133/2003/QĐ-NHNN ngày 30/9/2003 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước. Ban hành kèm theo quyết định này là Quy chế thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất gọi tắt là Quy chế 1133.

Theo nhận định qua các cuộc khảo sát, một trong những nguyên nhân khiến cho khách hàng chưa sử dụng phổ biến công cụ hoán đổi lãi suất là do nhu cầu và nhận thức về giao dịch hoán đổi lãi suất của khách hàng, kể cả khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân còn rất hạn chế¹. Vì lẽ đó, bài báo này nhằm giới thiệu với bạn đọc về hoán đổi lãi suất và cách thức sử dụng nó như là một công cụ nhằm kiểm soát và quản lý rủi ro lãi suất trong tình hình lãi suất thường xuyên biến động như hiện nay.

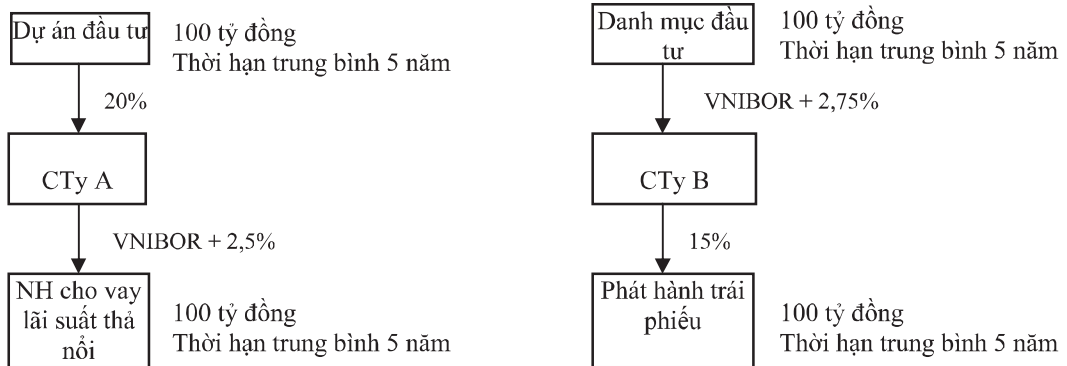
Phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất

Rủi ro lãi suất là rủi ro phát sinh do biến động của lãi suất gây ra. Doanh nghiệp trong quá trình hoạt động phát sinh những khoản huy động vốn phải trả lãi, chẳng hạn như vay vốn ngân hàng, phát hành các loại tín phiếu và trái phiếu. Nguồn vốn huy động sau đó được đầu tư vào sản xuất kinh doanh nhằm tạo ra lợi nhuận để trang trải chi phí huy động vốn. Chi phí trả lãi huy động vốn nói chung phụ thuộc vào tình hình lãi suất. Sự biến động của lãi suất làm phát sinh rủi ro lãi suất cho doanh nghiệp. Ví dụ dưới đây minh họa nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất trong hoạt động của doanh nghiệp.

Công ty A có thể kiếm được tỷ suất lợi nhuận cố định 20% từ khoản đầu tư dài hạn 5 năm trị giá 100 tỷ đồng. Để có nguồn vốn đầu tư, công ty vay vốn ngân hàng thời hạn 5 năm với lãi suất thả nổi bằng lãi suất thị trường liên ngân hàng (VNIBOR) cộng 2,5%. Công ty B có một khoản vay 100 tỷ đồng bằng phát hành trái phiếu trong thời hạn 5 năm với lãi suất cố định là 15%, đồng thời có danh mục đầu tư với lãi suất bằng VNIBOR cộng 2,75%. Tình hình huy động vốn và đầu tư của công ty A và B được mô tả trên hình vẽ 1 dưới đây:

* Phó Trưởng khoa Đào tạo Sau đại học, Trường Đại học Mở Tp. HCM.

¹ Nguyễn Minh Kiều, (2006), Hoàn thiện các giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá nhằm chuẩn bị hội nhập kinh tế khu vực và thế giới, Sở Khoa học Công nghệ TP.HCM



Hình 1: Phân tích nguồn gốc rủi ro lãi suất của công ty A và B

Giả sử các khoản chi phí khác không đổi, khả năng sinh lợi của A tùy thuộc vào lãi suất thả nổi thực tế mà A phải trả trong thời kỳ dài. Lãi suất tăng sẽ là gánh nặng chi phí cho công ty A. Tình hình thu nhập và chi lãi của công ty A có thể tóm tắt như sau:

Thu nhập từ dự án đầu tư = 20%

Chi phí lãi = VNIBOR + 2,5

Lợi nhuận = 20 - (VNIBOR + 2,5) = 17,5 - VNIBOR

Lợi nhuận của công ty A do đó phụ thuộc vào lãi suất VNIBOR. Nếu VNIBOR tăng, lợi nhuận của công ty A sẽ giảm, thậm chí công ty A sẽ lỗ nếu VNIBOR > 17,5%. Như vậy, lãi suất VNIBOR tăng lên là nỗi quan tâm lo lắng của công ty A.

Tương tự, giả sử những yếu tố khác không đổi, khả năng sinh lợi của công ty B tùy thuộc vào lãi suất thả nổi kiếm được từ danh mục đầu tư. Tình hình thu và chi lãi của công ty B có thể tóm tắt như sau:

Thu lãi từ danh mục đầu tư
= VNIBOR + 2,75

Chi trả lãi cho trái phiếu phát hành = 15%

Thu nhập lãi = (VNIBOR + 2,75) - 15%
= VNIBOR - 12,25%

Thu nhập của công ty B do đó phụ thuộc vào lãi suất VNIBOR. Nếu lãi suất VNIBOR giảm thì thu nhập của công ty B giảm theo, thậm chí công ty B sẽ lỗ nếu VNIBOR xuống dưới 12,25%. Như vậy, lãi suất VNIBOR giảm là nỗi lo lắng đối với công ty B.

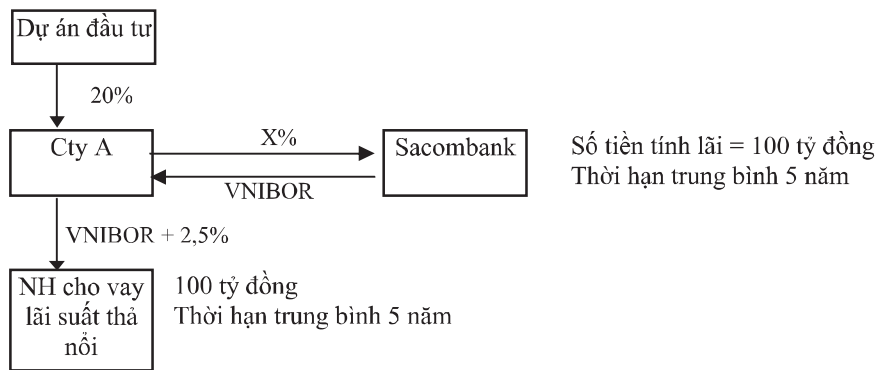
Qua phân tích trên đây chúng ta thấy rằng công ty A gặp rủi ro khi lãi suất thả nổi VNIBOR tăng, trong khi công ty B gặp rủi ro khi lãi suất thả nổi giảm. Việc lãi suất thả nổi VNIBOR tăng hay giảm không ai có thể biết trước được. Nói tóm lại, do lãi suất thu được là lãi suất cố định (hoặc thả nổi) và lãi suất chi trả là lãi suất thả nổi (hoặc cố định) nên sự biến động của lãi suất trên thị trường làm phát sinh rủi ro lãi suất và ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty A và công ty B. Nhiệm vụ của quản lý rủi ro lãi suất là làm thế nào để tránh những thiệt hại hay tổn thất có thể xảy ra do biến động của lãi suất.

Sử dụng hoán đổi lãi suất để quản lý và kiểm soát rủi ro lãi suất

Trong tình huống của công ty A và công ty B nêu ra ở ví dụ trên đây, để tránh rủi ro lãi suất hai công ty này có thể liên hệ với ngân hàng, ví dụ Sacombank, để thỏa thuận giao dịch hoán đổi lãi suất. Như vừa phân

tích trên đây, công ty A lo sợ VNIBOR tăng trên mức 17,5%, trong khi công ty B lo sợ VNIBOR giảm xuống dưới mức 12,25%.

Để tránh rủi ro lãi suất, công ty A thực hiện hợp đồng hoán đổi lãi suất với Sacombank, như mô tả ở hình 2.



Hình 2: Hoán đổi lãi suất giữa Cty A và Sacombank

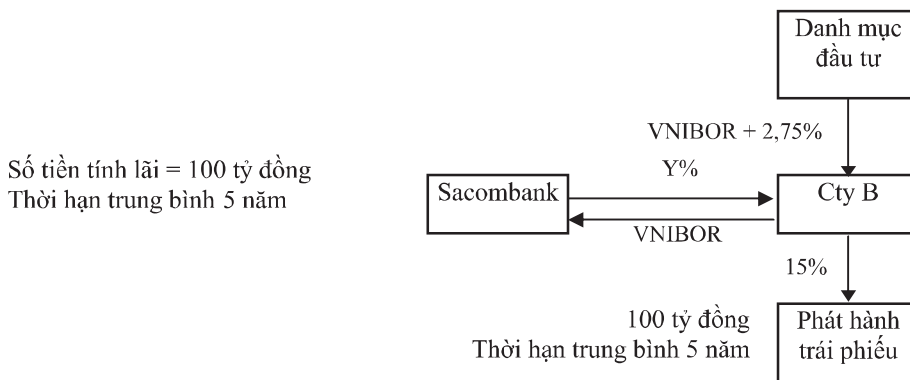
Theo thỏa thuận trong hợp đồng hoán đổi, công ty A đồng ý trả lãi suất cố định tính trên số tiền gốc là 100 tỷ đồng cho Sacombank trong vòng 5 năm, ngược lại Sacombank trả cho công ty A lãi suất VNIBOR trong vòng 5 năm và ngày thanh toán lãi trùng với ngày khoản tín dụng có lãi suất thả nổi của công ty A đến hạn trả lãi. Lãi suất này tạm thời hai bên còn thương lượng, chưa xác định được nên gọi là X% nào đó. Thông qua hoán đổi lãi suất, công ty A tránh được rủi ro do biến động lãi suất trong thời hạn 5 năm và có thể khóa chặt lợi nhuận trên dự án đầu tư của mình ở mức được xác định như sau:

nhỏ của công ty A đến hạn trả lãi. Lãi suất này tạm thời hai bên còn thương lượng, chưa xác định được nên gọi là X% nào đó. Thông qua hoán đổi lãi suất, công ty A tránh được rủi ro do biến động lãi suất trong thời hạn 5 năm và có thể khóa chặt lợi nhuận trên dự án đầu tư của mình ở mức được xác định như sau:

Nhận từ dự án đầu tư:	20%
Trả cho Sacombank:	X (X là lãi suất cố định hai bên cần thỏa thuận)
Nhận từ Sacombank:	VNIBOR
Trả nợ vay:	VNIBOR + 2,5%
Lãi suất ròng nhận được:	$20\% + \text{VNIBOR} - X - \text{VNIBOR} - 2,5 = 17,5 - X$

Tương tự công ty B cũng thỏa thuận hợp đồng hoán đổi lãi suất với Sacombank.

Giao dịch hợp đồng hoán đổi này có thể mô tả ở hình 3 dưới đây.



Hình 3: Hoán đổi lãi suất giữa B và Sacombank

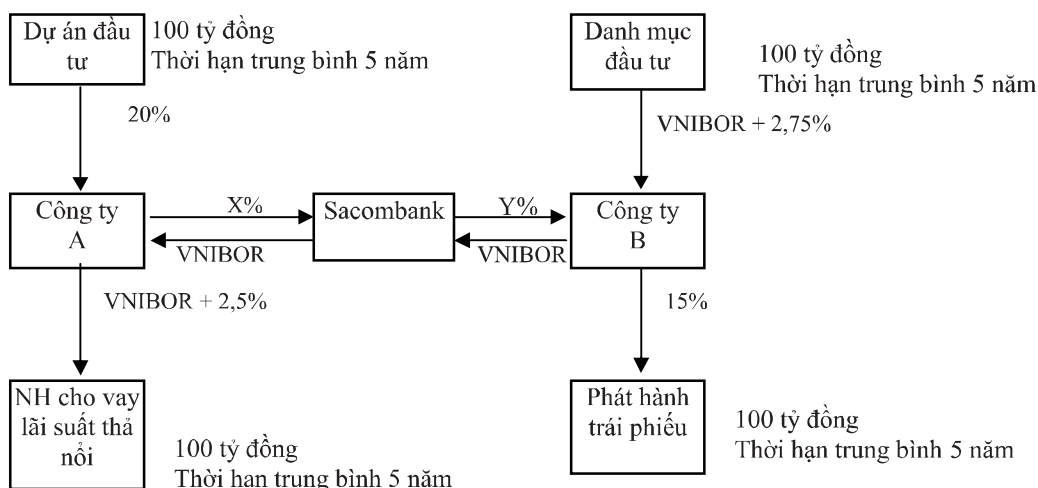
Theo thỏa thuận trong hợp đồng hoán đổi, công ty B đồng ý trả lãi suất VNIBOR cho Sacombank tính trên số tiền 100 tỷ đồng trong thời hạn 5 năm và đổi lại Sacombank trả cho công ty B lãi suất cố định. Lãi suất này tạm thời hai bên còn thương lượng,

chưa xác định được nên gọi là Y% nào đó. Thông qua hoán đổi lãi suất, công ty B tránh được rủi ro do biến động lãi suất trong thời hạn 5 năm và có thể khóa chặt lợi nhuận trên danh mục đầu tư của mình ở mức được xác định như sau:

Nhận từ danh mục đầu tư:	VNIBOR + 2,75%
Trả cho Sacombank:	VNIBOR
Nhận từ Sacombank:	Y
Trả lãi trái phiếu phát hành:	15%
Lãi suất ròng nhận được:	$VNIBOR + 2,75 + Y - VNIBOR - 15 = Y - 12,25$

Đến đây câu hỏi đặt ra là tại sao Sacombank hay bất kỳ một định chế tài chính trung gian nào cũng sẵn sàng thỏa thuận một hợp đồng hoán đổi lãi suất như vừa trình bày, bởi vì kết quả sau cùng cho thấy rủi ro do biến động lãi suất đã di chuyển từ các bên tham gia hợp đồng (công ty A và công ty

B) sang Sacombank? Lý do Sacombank sẵn sàng chấp nhận hợp đồng như vậy là vì với tư cách là một định chế tài chính trung gian Sacombank có thể đặt các giao dịch lại với nhau, như mô tả ở hình 4, và nhờ vậy mà rủi ro lãi suất được trung hòa.



Hình 4: Cấu trúc của hợp đồng hoán đổi lãi suất khi thương lượng

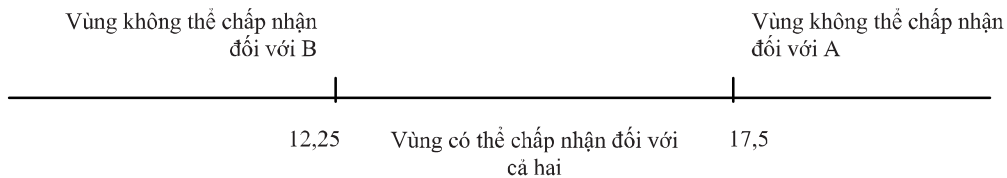
Dựa vào sự kết hợp giao dịch hoán đổi lãi suất giữa Sacombank với công ty A và giữa Sacombank với công ty B như mô tả trên hình 4, chúng ta có thể phân tích kết

quả các giao dịch hoán đổi lãi suất đối với Sacombank, qua đó, sẽ rõ hơn vì sao Sacombank sẵn sàng tham gia các hợp đồng hoán đổi lãi suất.

Nhận lãi suất cố định từ công ty A:	X%
Trả lãi suất cố định cho công ty B:	Y%
Nhận lãi suất thả nổi từ công ty B:	VNIBOR
Trả lãi suất thả nổi cho công ty A:	VNIBOR
Kết quả lãi suất ròng nhận được:	$X + \text{VNIBOR} - Y - \text{VNIBOR} = X - Y$

Đến đây vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định X và Y hợp lý, có thể dung hoà lợi ích giữa ba bên? Có như thế, hợp đồng hoán đổi mới xảy ra. Đối với công ty A, kết quả sau khi hoán đổi công ty A nhận được là $17,5 - X$. Do đó, công ty A không thể chấp nhận X lớn hơn 17,5, vì như vậy công ty A sẽ lỗ, hay nói khác đi đối với công ty A thì $X < 17,5$. Đối với công ty B, kết quả sau hoán

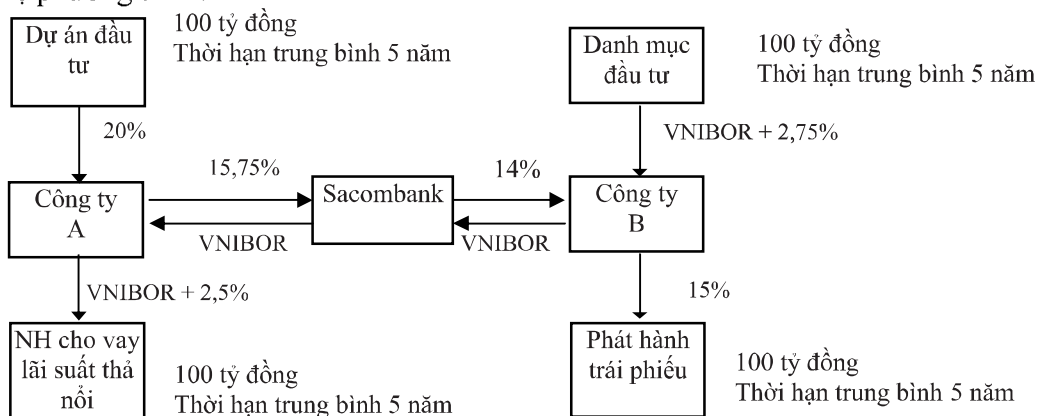
đổi công ty B nhận được $Y - 12,25$. Do đó, công ty B không thể chấp nhận Y nhỏ hơn 12,25, vì như vậy công ty B sẽ lỗ, hay nói khác đi, đối với B thì $Y > 12,25$. Đối với Sacombank, kết quả sau hoán đổi Sacombank nhận được $X - Y$. Do đó, Sacombank không thể chấp nhận X nhỏ hơn Y, vì như vậy Sacombank sẽ lỗ, hay nói khác đi đối với Sacombank thì $X > Y$. Chúng ta có thể sử dụng trục số sau đây để xác định X và Y:



Hoán đổi là một hợp đồng hài hòa lợi ích giữa ba bên, nếu không các bên sẽ không chấp nhận và hợp đồng hoán đổi sẽ không xảy ra. Do vậy, phần chênh lệch lãi suất phải được chia đều cho cả ba, nghĩa là $(17,5 - 12,25)/3 = 1,75\%$. Kết quả là mỗi bên nhận được mức lãi ròng cố định là 1,75%. Dựa vào đây có thể xác định được X và Y thông qua hệ phương trình:

$$\begin{cases} 17,5 - X = 1,75 \\ Y - 12,25 = 1,75 \\ X - Y = 1,75 \end{cases}$$

Với hệ phương trình này dễ dàng nhận ra rằng $X = 15,75\%$ và $Y = 14\%$ là hài hoà lợi ích giữa các bên. Đến đây chúng ta có thể hoàn tất và mô tả giao dịch hoán đổi lãi suất như trên hình vẽ 5.



Hình 5: Cấu trúc của hợp đồng hoán đổi lãi suất sau khi thương lượng

Thanh toán lãi ròng giao dịch hoán đổi lãi suất

Trong hợp đồng hoán đổi lãi suất giữa các bên bao gồm công ty A với Sacombank và Sacombank với công ty B, các bên có thể thỏa thuận thanh toán lãi ròng theo định kỳ

Sacombank	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận lãi từ công ty A:	15,75%	$100 \times 15,75\% = 15,75$ tỷ đồng
Trả lãi thả nổi cho công ty A:	VNIBOR	$100 \times \text{VNIBOR}\%$
Nhận lãi thả nổi từ công ty B:	VNIBOR	$100 \times \text{VNIBOR}\%$
Trả lãi cho công ty B:	14%	$100 \times 14\% = 14$ tỷ đồng
Lãi ròng nhận được:	1,75%	$100 \times 1,75\% = 1,75$ tỷ đồng

Chẳng hạn đến ngày thanh toán lãi theo định kỳ, lãi suất thả nổi VNIBOR ở thời điểm thanh toán là 16,5%. Khi ấy, Sacom-

bank sẽ thực hiện xác định và thanh toán lãi ròng cho các bên như sau:

bank sẽ thực hiện xác định và thanh toán lãi ròng cho các bên như sau:

Sacombank	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận lãi từ công ty A:	15,75%	$100 \times 15,75\% = 15,75$ tỷ đồng
Trả lãi thả nổi cho công ty A:	VNIBOR	$100 \times 16,5\% = 16,50$ tỷ đồng
Lãi ròng đối với A		$15,75 - 16,50 = -0,75$ tỷ đồng
Nhận lãi thả nổi từ công ty B:	VNIBOR	$100 \times 16,5\% = 16,50$ tỷ đồng
Trả lãi cho công ty B:	14%	$100 \times 14\% = 14$ tỷ đồng
Lãi ròng đối với B		$16,50 - 14 = 2,5$ tỷ đồng
Lãi ròng của Sacombank		$2,5 - 0,75 = 1,75$ tỷ đồng

Với lãi suất VNIBOR = 16,5%, chúng ta thấy rằng Sacombank phải chi lãi ròng cho công ty A là 0,75 tỷ đồng và nhận lãi ròng từ công ty B là 2,5 tỷ đồng. Lãi ròng Sacombank kiếm được từ giao dịch hoán đổi, do đó, bằng $2,75 - 0,75 = 1,75$ tỷ đồng.

Trong trường hợp này, công ty A có

lợi vì nhận lãi theo lãi suất VNIBOR (do VNIBOR > 15,75%) là 0,75 tỷ đồng từ Sacombank trong khi chi cho Sacombank lãi theo lãi suất cố định là 15,75 tỷ đồng. Nhưng đổi lại VNIBOR cao làm cho chi lãi của công ty A tăng theo. Suy cho cùng kết quả lãi ròng của công ty A như sau:

Công ty A	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận từ dự án đầu tư:	20%	$100 \times 20\% = 20$ tỷ đồng
Trả cho Sacombank:	15,75	$100 \times 15,75\% = 15,75$ tỷ đồng
Nhận từ Sacombank:	VNIBOR	$100 \times 16,5\% = 16,5$ tỷ đồng
Trả nợ vay:	VNIBOR + 2,5%	$100 \times (16,5\% + 2,5\%) = 100(19\%) = 19$ tỷ đồng
Lãi ròng nhận được:		$20 - 15,75 + 16,5 - 19 = 1,75$ tỷ đồng

Ngược lại, trong trường hợp này, công ty B bị thiệt vì nhận lãi theo lãi suất cố định là 14 tỷ đồng, trong khi trả lãi cho Sacombank theo lãi suất VNIBOR lên đến 16,5 tỷ

đồng (do VNIBOR > 14%). Nhưng đổi lại VNIBOR cao làm cho lợi nhuận từ danh mục đầu tư của công ty B tăng theo. Suy cho cùng kết quả lãi ròng của công ty B như sau:

Công ty B	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận từ danh mục đầu tư:	VNIBOR + 2,75%	$100 \times (16,5 + 2,75\%) = 100 \times 19,25\% = 19,25$ tỷ đồng
Trả cho Sacombank:	VNIBOR	$100 \times 16,5\% = 16,5$ tỷ đồng
Nhận từ Sacombank:	14%	$100 \times 14\% = 14$ tỷ đồng
Trả lãi trái phiếu phát hành:	15%	$100 \times 15\% = 15$ tỷ đồng
Lãi ròng nhận được:		$19,25 - 16,5 + 14 - 15 = 1,75$ tỷ đồng

Kết luận

Thông qua giao dịch hoán đổi, bằng lý thuyết cũng như minh họa ví dụ thực tiễn, chúng ta có thể nhận thấy rằng bất chấp sự thay đổi của lãi thả nổi như thế nào, các bên tham gia giao dịch đều khóa chặt được khoản thu nhập lãi của mình ở một con số cố định và biết trước. Nhờ vậy, rủi ro biến động lãi suất đã được hóa giải. Vấn đề còn lại là các ngân hàng cần tích cực hơn trong việc tạo ra nhận thức và nhu cầu cho khách hàng, đặc biệt là các khách hàng doanh nghiệp, về giao dịch này. Có như thế, khách hàng mới có thể làm quen dần và sử dụng giao dịch hoán đổi như là công cụ kiểm soát và quản lý rủi ro lãi suất ngày càng phổ biến hơn.

Tài liệu tham khảo

Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R. C., (1998), 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms, *Financial Management*, Winter 1998, 27, 4, p. 70.

Brealey, R.A., and Myers, S.C., (1996), *Principles of Corporate Finance*, 5th Edition, McGraw-Hill

Brigham, E., F, (2002), *Financial Man-*

agement, 10th Edition, South-Western

El-Masry, A.A. (2006), Derivatives use and risk management practices by UK non-financial companies, *Managerial Finance*, Vol.32, No.2, pp.137-159

Evan, J. S., (1992), *International Finance*, Dryden

Eun and Resnick, (2004), *International Financial Management*, Third Edition, Irwin-McGraw-Hill

Gup, Avram, Beal, Lambert, and Kolari, (2007), *Commercial Banking*, Willey.

Madura J., (2003), *International Financial Management*, 7th edition, South-Western

Moosa, A. I., (2004), *International Finance*, 2nd Edition, McGraw-Hill.

Nguyễn Minh Kiều, (2006), *Nghiệp vụ ngân hàng hiện đại*, NXB Thống kê

Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., (2005), *Corporate Finance*, 7th Edition, McGraw-Hill and Irwin

Shapiro, A., (1999), *Multinational Financial Management*, Prentice-Hall.