

QUẢN LÝ RỦI RO TÀI CHÍNH

Mục tiêu

Bài này nhằm phân tích nguồn gốc phát sinh và chỉ ra các giải pháp phòng ngừa rủi ro tài chính, bao gồm rủi ro, tín dụng, rủi ro lãi suất và rủi ro ngoại hối. Đọc xong chương này bạn có thể nhận dạng và hiểu nguyên nhân phát sinh rủi ro, nắm và biết cách ra các quyết định liên quan đến giải pháp phòng ngừa rủi ro tài chính.

1. NHẬN DẠNG CÁC LOẠI RỦI RO TÀI CHÍNH

Rủi ro là một sự không chắc chắn hay một tình trạng bất ổn. Trong hoạt động của công ty, rủi ro tài chính nói chung có thể chia thành ba loại: rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất và rủi ro ngoại hối. Trong những phần dưới đây chúng ta sẽ lần lượt nhận dạng từng loại rủi ro.

1.1 Rủi ro tín dụng

Rủi ro tín dụng (credit risk) là loại rủi ro phát sinh do khách nợ không còn khả năng chi trả. Trong hoạt động của công ty rủi ro tín dụng phát sinh khi công ty bán chịu hàng hoá và khách hàng mua chịu thất bại trong việc trả nợ. Trong hoạt động ngân hàng, rủi ro tín dụng xảy ra khi khách hàng mất khả năng trả nợ một khoản vay nào đó. Lưu ý rằng trong hoạt động tín dụng, khi ngân hàng thực hiện nghiệp vụ cho vay thì đó mới chỉ là một giao dịch chưa hoàn thành. Giao dịch tín dụng chỉ được xem là hoàn thành khi nào ngân hàng thu hồi về được khoản cho vay cả gốc và lãi. Tuy nhiên, khi thực hiện giao dịch tín dụng ngân hàng không biết chắc được giao dịch đó có hoàn thành hay không, nó có khả năng hoàn thành cũng có khả năng không hoàn thành. Do đó rủi ro tín dụng thể hiện ở khả năng hay xác suất hoàn thành giao dịch tín dụng đó.

1.2 Rủi ro lãi suất

Rủi ro lãi suất là loại rủi ro do sự biến động của lãi suất gây ra. Loại rủi ro này thường phát sinh trong quan hệ tín dụng của các công ty đa quốc gia, của các tổ chức tín dụng, và của các công ty lớn có những khoản đi vay hoặc cho vay theo lãi suất thả nổi. Nếu công ty đi vay theo lãi suất thả nổi, khi lãi suất thị trường tăng khiến chi phí trả lãi tăng theo. Ngược lại, nếu công ty cho vay hay có các khoản đầu tư được hưởng lãi suất thả nổi, khi lãi suất thị trường xuống thấp khiến thu nhập từ lãi của công ty giảm. Rủi ro lãi suất đặc biệt quan trọng khi huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu, hoặc đầu tư tài chính với khối khá lớn và thời gian khá dài.

1.3 Rủi ro ngoại hối

Rủi ro ngoại hối (foreign exchange risk) là rủi ro phát sinh do sự biến động tỷ giá làm ảnh hưởng đến giá trị kỳ vọng trong tương lai. Rủi ro ngoại hối có thể phát sinh trong nhiều hoạt động khác nhau của công ty. Nhưng nhìn chung bất cứ hoạt động nào mà ngân lưu thu (inflows) phát sinh bằng một loại đồng tiền trong khi ngân lưu chi (outflows) phát sinh một loại đồng tiền khác đều chứa đựng nguy cơ rủi ro ngoại hối khi tỷ giá thay đổi. Trong phạm vi bài này chúng ta chỉ tập trung phân tích rủi ro ngoại hối phát sinh trong hai hoạt động chủ yếu của công ty là hoạt động nhập khẩu và xuất khẩu.

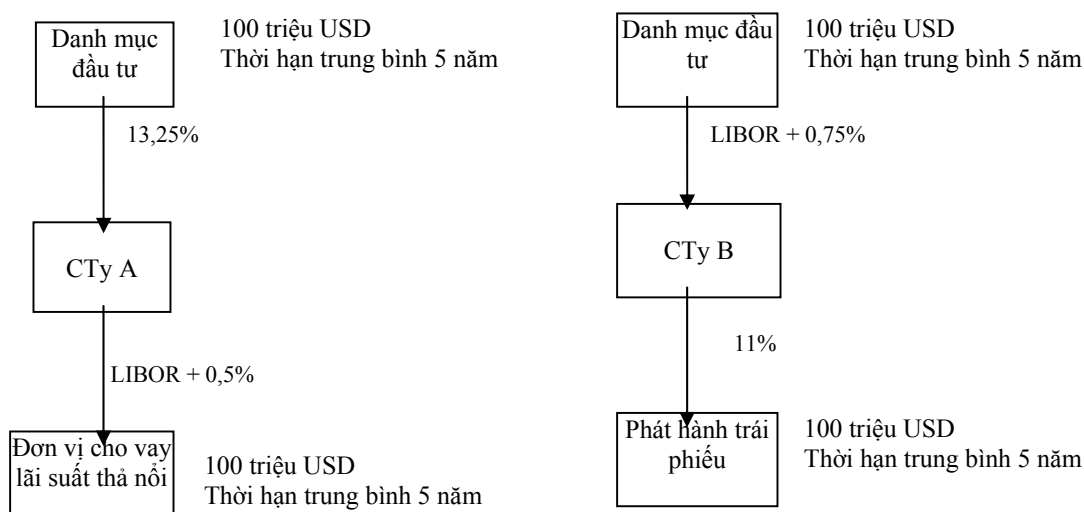
2. PHÂN TÍCH NGUỒN GỐC PHÁT SINH RỦI RO TÀI CHÍNH

Phần 2 này sẽ lần lượt xem xét chi tiết hơn về nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất và rủi ro ngoại hối trong hoạt động của công ty. Có hiểu thấu đáo được điều này, chúng ta mới có thể ra được các quyết định phù hợp nhằm ngăn chặn tác động xấu của rủi ro tài chính.

2.1 Nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất

Rủi ro lãi suất liên quan đến việc thay đổi lãi suất trong hoạt động huy động vốn hoặc đầu tư của công ty. Chẳng hạn công ty A có một khoản đầu tư dài hạn với lợi suất cố định 13,25% và huy động vốn với lãi suất thả nổi bằng LIBOR (London Interbank Offer Rate) cộng 50 điểm cơ bản (basic points). 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 và A sẽ lỗ nếu lãi suất LIBOR vượt quá 12,75% ($13,25 - 0,50$) vào ngày thanh toán. Biết rằng rủi ro có thể đe dọa khả năng sinh lợi và ngay cả khả năng trả nợ của công ty nên nhà quản lý phải tìm cách cắt giảm rủi ro.

Giả sử rằng công ty B có một khoản vay 100 triệu USD trong thời hạn 5 năm với lãi suất cố định. B là một công ty có danh mục đầu tư với lãi suất bằng LIBOR cộng 75 điểm. Khả năng sinh lợi của B, do đó, tùy thuộc vào lãi suất thả nổi kiếm được từ danh mục đầu tư. Nếu LIBOR ít hơn 10,25% vào ngày thanh toán thì B sẽ lỗ. Tình hình của A và B được mô tả trên sơ đồ dưới đây:



Tình hình của công ty A:

- Thu lãi = 13,25%
- Chi lãi = LIBOR + 0,5
- Công ty A lỗ nếu $\text{LIBOR} + 0,5 > 13,25$ hay $\text{LIBOR} > 12,75\%$.

Tình hình của công ty B:

- Thu lãi = LIBOR + 0,75
- Chi lãi = 11%
- Công ty B lỗ nếu $\text{LIBOR} + 0,75 < 11\%$ hay $\text{LIBOR} < 10,25\%$.

Qua phân tích trên đây chúng ta thấy rằng công ty A gặp rủi ro khi lãi suất thả nổi LIBOR tăng trong khi công ty B gặp rủi ro khi lãi suất thả nổi giảm. 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 A và B.

2.2 Nguồn gốc phát sinh rủi ro ngoại hối

Nhìn vào bảng báo cáo lưu chuyển tiền tệ của công ty, chúng ta thấy ngân lưu hay dòng tiền (cash flows) của công ty chủ yếu từ ba nguồn: (1) ngân lưu từ hoạt động sản xuất kinh doanh, (2) ngân lưu từ hoạt động đầu tư, (3) ngân lưu từ hoạt động tài trợ. Tuy nhiên, trong hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty chỉ có hoạt động xuất nhập khẩu là chịu ảnh hưởng rủi ro ngoại hối lớn nhất. Do đó, phân tích rủi ro ngoại hối ở đây chủ yếu tập trung vào ba mặt hoạt động chính của công ty là hoạt động xuất nhập khẩu, hoạt động đầu tư và hoạt động tín dụng.

2.2.1 Đối với hoạt động xuất nhập khẩu

Có thể nói rủi ro ngoại hối trong hoạt động xuất nhập khẩu là loại rủi ro ngoại hối thường xuyên gặp phải và đáng lo ngại nhất đối với các công ty có hoạt động xuất nhập khẩu mạnh. Sự thay đổi tỷ giá ngoại tệ so với nội tệ làm thay đổi giá trị kỳ vọng của các khoản thu hoặc chi ngoại tệ trong tương lai, khiến cho hiệu quả hoạt động xuất nhập khẩu bị ảnh hưởng đáng kể và nghiêm trọng hơn có thể làm đảo lộn kết quả kinh doanh. Mặc dù trên thực tế một công ty có thể vừa hoạt động xuất khẩu vừa hoạt động nhập khẩu nhưng để dễ dàng hình dung và tiện phân tích, chúng ta phân tích tác động của rủi ro ngoại hối một cách riêng biệt đối với từng loại hợp đồng xuất khẩu và nhập khẩu.

Rủi ro ngoại hối đối với hợp đồng xuất khẩu

Giả sử ngày 04/08/200x công ty Sagonimex đang thương lượng ký kết hợp đồng xuất khẩu trị giá 200.000USD. Hợp đồng sẽ đến hạn thanh toán sáu tháng sau kể từ ngày ký hợp đồng. Ở thời điểm thương lượng hợp đồng, tỷ giá USD/VND = 15.888 trong khi tỷ giá ở thời điểm thanh toán chưa biết, vì chưa đến hạn. Sự không chắc chắn của tỷ giá USD/VND vào thời điểm thanh toán khiến cho hợp đồng xuất khẩu của Sagonimex chứa đựng rủi ro ngoại hối. Nếu đến hạn thanh toán, USD tiếp tục lên giá so với VND thì bên

cạnh lợi nhuận do hoạt động xuất khẩu đem lại, công ty còn kiếm thêm được khoản lợi nhuận tăng thêm do USD lên giá so với VND. Ngược lại, nếu đến hạn thanh toán USD xuống giá so với VND thì doanh thu kỳ vọng bằng VND của hợp đồng xuất khẩu trên giảm đi. Sự sụt giảm này làm cho lợi nhuận kỳ vọng từ hợp đồng xuất khẩu giảm đi, thậm chí nghiêm trọng hơn có thể làm cho hợp đồng trở nên lỗ, nếu như sự sụt giá USD quá mạnh. Chẳng hạn, vào ngày thanh toán nếu $USD/VND = 15.788$ thì cứ mỗi USD xuất khẩu công ty tổn thất 100VND do USD xuống giá. Toàn bộ hợp đồng trị giá 200.000USD, công ty bị thiệt hại $100 \times 200.000 = 2$ triệu VND. Sự thiệt hại này không lớn lắm trong phạm vi một hợp đồng, nhưng nếu tính chung trong toàn bộ hoạt động xuất khẩu, công ty có đến hàng trăm hợp đồng như vậy, thiệt hại sẽ lớn đáng kể.

Rủi ro ngoại hối đối với hợp đồng nhập khẩu

Giả sử ngày 04/08/200x công ty Cholonimex đang thương lượng ký kết hợp đồng nhập khẩu trị giá 200.000USD. Hợp đồng sẽ đến hạn thanh toán sáu tháng sau kể từ ngày ký hợp đồng. Ở thời điểm thương lượng hợp đồng, tỷ giá $USD/VND = 15.888$ trong khi tỷ giá ở thời điểm thanh toán chưa biết. Sự không chắc chắn của tỷ giá USD/VND vào thời điểm thanh toán khiến cho hợp đồng nhập khẩu của Cholonimex chứa đựng rủi ro ngoại hối. Nếu đến hạn thanh toán, USD xuống giá so với VND thì bên cạnh lợi nhuận do hoạt động nhập khẩu đem lại công ty còn kiếm thêm được khoản lợi nhuận tăng thêm do USD xuống giá so với VND làm cho chi phí nhập khẩu giảm tương đối. Ngược lại, nếu đến hạn thanh toán USD lên giá so với VND thì chi phí nhập khẩu kỳ vọng bằng VND của hợp đồng nhập khẩu trên tăng lên. Sự gia tăng chi phí này làm cho lợi nhuận kỳ vọng từ hợp đồng nhập khẩu giảm đi thậm chí khiến cho hợp đồng trở nên lỗ nếu như sự lên giá USD quá mạnh. Chẳng hạn, vào ngày thanh toán nếu $USD/VND = 15.988$ thì cứ mỗi USD nhập khẩu làm cho chi phí gia tăng 100VND so với tỷ giá lúc thương lượng hợp đồng. Toàn bộ hợp đồng trị giá 200.000USD, công ty bị thiệt hại $100 \times 200.000 = 2$ triệu VND. Sự thiệt hại này không lớn lắm trong phạm vi một hợp đồng, nhưng nếu tính chung trong toàn bộ hoạt động nhập khẩu, công ty có đến hàng trăm hợp đồng như vậy hoặc hợp đồng có giá trị lớn hơn, thiệt hại sẽ lớn đáng kể.

2.2.2 Đối với hoạt động đầu tư

Rủi ro ngoại hối trong hoạt động đầu tư thường phát sinh đối với công ty đa quốc gia (multinational corporations) hoặc đối với các nhà đầu tư tài chính có danh mục đầu tư đa dạng hoá trên bình diện quốc tế. Chẳng hạn Unilever hay P&G là những công ty đa quốc gia đã có mặt ở Việt Nam rất sớm. Khi đầu tư vào Việt Nam, Unilever phải bỏ vốn ra bằng ngoại tệ (USD) để thiết lập nhà máy, nhập khẩu nguyên vật liệu cho sản xuất. Phần lớn sản phẩm sản xuất ra đều là sản phẩm tiêu dùng trên thị trường Việt Nam và đương nhiên doanh thu bằng VND. Nếu như đại bộ phận chi phí của Unilever phát sinh bằng ngoại tệ (ngoại trừ tiền lương cho nhân công và cán bộ quản lý Việt Nam), trong khi doanh thu đại bộ phận bằng VND (ngoại trừ doanh thu xuất khẩu sang nước thứ ba) thì Unilever phải đối mặt thường xuyên với rủi ro ngoại hối. Nếu USD lên giá so với VND thì chi phí sản xuất gia tăng tương đối so với doanh thu. Chẳng hạn nếu trước đây tỷ giá $USD/VND = 15.500$, hàng năm chi phí nhập khẩu nguyên liệu của Unilever là 1 triệu USD, tương đương với 15,5 tỷ VND. Bây giờ tỷ giá $USD/VND = 15.850$ thì chi phí nhập

khẩu nguyên liệu quy ra VND là 15,85 tỷ VND, tăng lên 350 đồng mỗi USD nhập khẩu. Điều này khiến cho chi phí sản xuất tăng thêm 350 triệu đồng. Sự gia tăng này trong chừng mực nào đó làm cho lợi nhuận giảm đi nhưng nghiêm trọng hơn có thể làm đảo lộn kết quả kinh doanh.

Bên cạnh ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư trực tiếp như vừa phân tích, rủi ro ngoại hối cũng có thể ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư gián tiếp, tức là đầu tư trên thị trường tài chính. Chẳng hạn một nhà đầu tư Hongkong vừa rút vốn đầu tư 500.000 USD khỏi thị trường Mỹ do lãi suất USD giảm và tình hình kinh tế Mỹ không mấy khả quan. Giả sử bây giờ, do hưởng ứng lời kêu gọi và khuyến khích đầu tư của Chính phủ Việt Nam, nhà đầu tư muốn đầu tư mua cổ phiếu SAM. Giá thị trường của SAM hiện tại là 30.000VND/cổ phiếu và tỷ giá USD/VND = 15.400. Như vậy, với 500 nghìn USD nhà đầu tư có thể mua được $(500.000 \times 15.400) / 30.000 = 256.666$ cổ phiếu. Giả sử một năm sau nhà đầu tư vì lý do nào đó muốn bán cổ phiếu SAM để rút vốn về đầu tư nơi khác. Lúc này giá cổ phiếu SAM tăng đến 31.000 VND/cổ phiếu trong khi giá USD cũng tăng so với VND lên đến 16.000 VND/USD. Số USD nhà đầu tư rút về bây giờ sẽ là $(256.666 \times 31.000) / 16.000 = 496.000$ USD thấp hơn vốn đầu tư ban đầu 4000USD mặc dù giá cổ phiếu SAM tăng 1000VND! Trong trường hợp này nhà đầu tư tổn thất 4000USD (giả sử bỏ qua cổ tức nhà đầu tư nhận được sau một năm). Sự tổn thất này do biến động tỷ giá gây ra vì giá cổ phiếu SAM tăng 1000 đồng không đủ bù đắp sự mất giá của VND. Liệu sự mất giá của VND có thu hút được vốn đầu tư nước ngoài và làm cho thị trường chứng khoán Việt Nam sôi động hơn không?

2.2.3 Đối với hoạt động tín dụng

Bên cạnh rủi ro ngoại hối trong hoạt động đầu tư và xuất nhập khẩu như vừa phân tích trên đây, hoạt động tín dụng cũng chứa đựng rủi ro ngoại hối rất lớn. Điều này đặc biệt thể hiện rõ trong hoạt động tín dụng bằng ngoại tệ của các ngân hàng thương mại. Đứng trên góc độ doanh nghiệp, khách hàng của các ngân hàng thương mại, việc vay vốn bằng ngoại tệ cũng bị ảnh hưởng bởi rủi ro ngoại hối. Chẳng hạn, thời điểm Ngân hàng Dự Trữ Liên Bang Mỹ đã hạ lãi suất xuống mức thấp chỉ còn 1,25%/năm là cơ hội hiếm có cho các doanh nghiệp Việt Nam có thể vay vốn ngoại tệ với chi phí rẻ. Tuy nhiên, nếu vay USD trong thời gian tương đối dài với số lượng lớn, doanh nghiệp cần lưu ý tác động của yếu tố rủi ro ngoại hối.

Ví dụ công ty Giadimex đang thương lượng xin vay vốn tài trợ xuất khẩu của HSBC số tiền 3 triệu USD để thu mua và chế biến hàng xuất khẩu. Do lãi suất USD trên thị trường giảm nên HSBC đồng ý cho Giadimex vay với lãi suất 3%/năm trong thời hạn 6 tháng. Ở thời điểm vay vốn, tỷ giá USD/VND = 15.381. Sáu tháng sau khi nợ đáo hạn, tỷ giá USD/VND là bao nhiêu công ty chưa biết, do đó, công ty đối mặt với rủi ro ngoại hối nếu ký kết hợp đồng vay vốn này. Công ty ước tính, sáu tháng sau phải trả nợ cả gốc và lãi là $3(1 + 0,03 \times 6/12) = 3,045$ triệu USD. Với tỷ giá hiện tại công ty phải bỏ ra $3,045 \times 15.381 = 46.835,145$ triệu VND trả nợ và lãi. Nhưng nếu sáu tháng sau tỷ giá USD/VND = 15.481 thì cứ mỗi USD phải trả công ty phải bỏ thêm 100VND, tổng chi phí trả nợ và lãi sẽ lên đến $3,045 \times 15481 = 47.139,645$ triệu VND, tăng $47.139,645 - 46.835,145 = 304,5$ triệu VND so với ước tính.

Tóm lại, trong bất kỳ hoạt động nào của doanh nghiệp có liên quan đến ngoại tệ khiến cho ngân lưu thu về và chi ra phát sinh không cùng một loại tiền đều chứa đựng rủi ro

ngoại hối. Rủi ro ngoại hối sẽ đưa đến tổn thất ngoại hối cho doanh nghiệp. Tổn thất này nhiều hay ít, đáng kể hay không tùy thuộc vào (1) mức độ biến động tỷ giá lớn hay nhỏ, (2) trị giá tài sản hay trị giá các khoản thu chi lớn hay nhỏ.

3. QUẢN LÝ RỦI RO TÀI CHÍNH

3.1 Quản lý rủi ro tín dụng

Ngày nay bao thanh toán (factoring) được xem như là một trong những công cụ hữu hiệu và sử dụng ngày càng rộng rãi trong quản lý rủi ro tín dụng hay rủi ro bán chịu hàng hóa.

a. Khái quát về bao thanh toán

Công ước về bao thanh toán quốc tế năm 1988 đã đưa ra định nghĩa về nghiệp vụ này như sau: *Bao thanh toán (factoring) là một dạng tài trợ bằng việc mua bán các khoản nợ ngắn hạn trong giao dịch thương mại giữa tổ chức tài trợ và bên cung ứng, theo đó tổ chức tài trợ thực hiện tối thiểu hai trong số các chức năng sau: Tài trợ bên cung ứng gồm cho vay và ứng trước tiền, quản lý sổ sách liên quan đến các khoản phải thu, thu nợ các khoản phải thu, bảo đảm rủi ro không thanh toán của bên mua hàng.*

Theo hiệp hội bao thanh toán thế giới (FCI), *bao thanh toán là một loại hình dịch vụ tài chính trọn gói bao gồm sự kết hợp giữa tài trợ vốn hoạt động, bảo hiểm rủi ro tín dụng, theo dõi các khoản phải thu và dịch vụ thu hộ.* Đó là một sự thỏa thuận giữa người cung cấp dịch vụ bao thanh toán (factor) với người cung ứng hàng hóa dịch vụ hay còn gọi là người bán hàng trong quan hệ mua bán hàng hóa (seller). Theo như thỏa thuận factor sẽ mua lại các khoản phải thu của người bán dựa trên khả năng trả nợ của người mua trong quan hệ mua bán hàng hóa (buyer) hay còn gọi là con nợ trong quan hệ tín dụng (debtor).

Ngoài ra, theo một số tổ chức cung cấp dịch vụ bao thanh toán khác thì nghiệp vụ bao thanh toán được định nghĩa là việc mua lại các khoản phải thu, hay việc cung cấp tài trợ tài chính ngắn hạn thông qua việc trả các khoản phải thu ngay lập tức bằng tiền mặt để cải thiện dòng ngân lưu của khách hàng (clients) đồng thời nhận lấy rủi ro tín dụng. Các dịch vụ đi kèm gồm có quản lý nợ, quản lý sổ cái bán hàng, xếp hạng hạn mức tín dụng và thu hộ.

Trong quy chế hoạt động bao thanh toán của các tổ chức tín dụng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã đưa ra định nghĩa về bao thanh toán như sau: *“Bao thanh toán là một hình thức cấp tín dụng của tổ chức tín dụng cho bên bán hàng thông qua việc mua lại các khoản phải thu phát sinh từ việc mua, bán hàng hóa đã được bên bán hàng và bên mua hàng thỏa thuận trong hợp đồng mua, bán hàng hóa”* (QĐ số 1096/2004/QĐ-NHNN).

Mặc dù có nhiều cách diễn đạt khác nhau cho khái niệm về nghiệp vụ bao thanh toán, nhưng nói chung có thể hiểu nghiệp vụ bao thanh toán chính là hình thức tài trợ cho những khoản thanh toán chưa đến hạn từ các hoạt động sản xuất kinh doanh, cung ứng hàng hóa và dịch vụ, đó chính là hoạt động mua bán nợ. Bao thanh toán có thể sử dụng trong phạm vi một quốc gia, thường gọi là bao thanh toán nội địa, hoặc trên phạm vi nhiều quốc gia, thường được gọi là bao thanh toán quốc tế.

Tham gia hoạt động bao thanh toán thường gồm có ba bên: Đơn vị bao thanh toán (factor), người bán (seller), và người mua (buyer).

- Người mua nợ hay đơn vị bao thanh toán (factor): là ngân hàng, công ty tài chính chuyên thực hiện việc mua bán nợ và các dịch vụ khác liên quan đến mua bán nợ. Trong nghiệp vụ bao thanh toán quốc tế sẽ có hai đơn vị bao thanh toán, một đơn vị bao thanh toán tại nước của nhà xuất khẩu và một đơn vị bao thanh toán tại nước của nhà nhập khẩu.
- Người bán nợ hay nhà xuất khẩu (client, seller, exporter): các doanh nghiệp sản xuất hàng hóa hoặc kinh doanh dịch vụ có những khoản nợ chưa đến hạn thanh toán.
- Người mắc nợ hay nhà nhập khẩu (buyer, debtor, importer) hay còn gọi là người phải trả tiền, đó chính là người mua hàng hóa hay nhận các dịch vụ cung ứng.

b. Lợi ích của nghiệp vụ bao thanh toán

Đối với người bán, bao thanh toán mang lại được nhiều lợi ích. Bao thanh toán lập được khoảng trống trong dòng ngân lưu giữa thời gian gửi hóa đơn và thời gian thu nợ, đồng thời kiểm soát được các khoản nợ và tránh khỏi rủi ro không thu hồi được nợ. Nhờ vậy, bao thanh toán giúp giảm được các khoản phải thu còn tồn đọng và giảm chi phí cho việc thu hồi nợ. Ngoài ra bao thanh toán còn đem lại các lợi ích khác như:

- Mở rộng tín dụng cho khách hàng mà không ảnh hưởng đến dòng ngân lưu.
- Chiết khấu cho các đại lý và người bán hàng, tăng doanh số bán hàng nhờ việc đưa ra chào các điều kiện và điều khoản thanh toán có tính cạnh tranh.
- Tăng vốn hoạt động.
- Bán được nhiều sản phẩm hơn.

Đối với người mua, bao thanh toán giúp người mua có nhiều cơ hội được mua hàng trả chậm từ phía đối tác. Nhờ vậy nhu cầu mua hàng hóa tăng lên mà không cần dùng đến các hạn mức tín dụng hiện có. Đối với hình thức bao thanh toán quốc tế, nhất là bao thanh toán với hai đơn vị bao thanh toán thì các khó khăn về ngôn ngữ sẽ được giải quyết bởi đơn vị bao thanh toán. Cuối cùng bao thanh toán giúp người nhập khẩu có thể mua được hàng mà không chậm trễ, rắc rối và không tốn chi phí mở thư tín dụng. Nhờ có bao thanh toán, nhà nhập khẩu có thể nhập khẩu hàng hóa mà không cần đến tín dụng thư (L/C).

Đối với đơn vị bao thanh toán, thông qua nghiệp vụ bao thanh toán có thể thu được các loại phí và lệ phí, cung cấp thêm các dịch vụ kèm theo, từ đó, góp phần tăng doanh số và lợi nhuận hoạt động. Đơn vị bao thanh toán có thể tiếp quản việc quản lý số cái bán hàng của khách hàng, sau đó gửi các hóa đơn và đảm bảo nhận được tiền thanh toán. Nhờ vậy có thể kiểm soát được các khoản phải thu giúp giảm thiểu rủi ro thu hồi nợ. Đối với ngân hàng làm chức năng của đơn vị bao thanh toán thì sẽ giữ được khách hàng nhờ việc đa dạng hóa sản phẩm cũng như thu hút thêm khách hàng mới cho các dịch vụ khác.

c. Phân loại bao thanh toán

Căn cứ theo ý nghĩa bảo hiểm rủi ro thanh toán, bao thanh toán có thể chia thành bao thanh toán truy đòi và bao thanh toán miễn truy đòi.

- Bao thanh toán truy đòi (recourse factoring) là loại nghiệp vụ bao thanh toán theo đó nếu người mua hàng không trả được nợ hoặc không thực hiện được nghĩa vụ trả nợ thì người bán hàng có trách nhiệm hoàn trả khoản tiền đã được ứng trước cho đơn vị bao thanh toán.
- Bao thanh toán miễn truy đòi (Non-recourse factoring) là loại nghiệp vụ bao thanh toán mà đơn vị bao thanh toán phải chịu mọi rủi ro về tín dụng và không được đòi lại khoản tiền đã ứng cho người bán hàng trong trường hợp người mua hàng không thực hiện nghĩa vụ trả nợ.

Căn cứ theo thời hạn, bao thanh toán có thể được chia thành bao thanh toán ứng trước hay bao thanh toán chiết khấu và bao thanh toán khi đáo hạn.

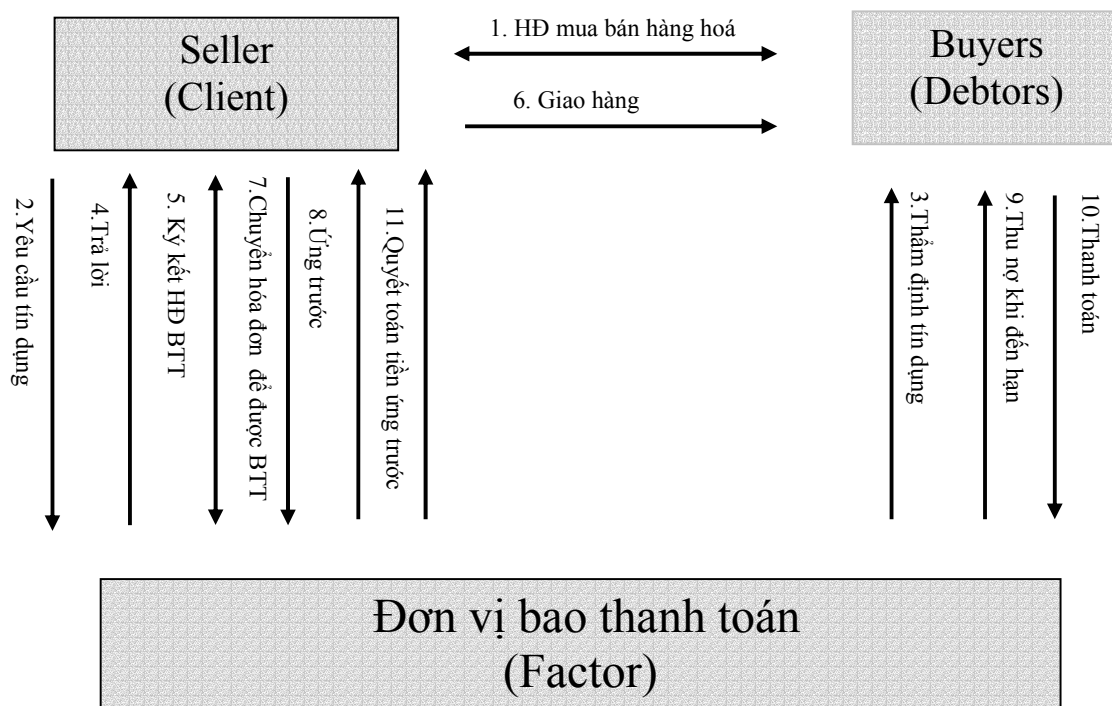
- Bao thanh toán ứng trước hay bao thanh toán chiết khấu là loại bao thanh toán theo đó đơn vị bao thanh toán chiết khấu các khoản phải thu trước ngày đáo hạn và ứng trước tiền cho đơn vị bán hàng (có thể đến 80% trị giá hóa đơn).
- Bao thanh toán khi đến hạn là loại bao thanh toán theo đó đơn vị bao thanh toán sẽ trả cho các khách hàng của mình (người bán hàng) số tiền bằng giá mua của các khoản bao thanh toán khi đáo hạn.

Căn cứ theo phạm vi lãnh thổ và quan hệ giữa các bên tham gia, bao thanh toán có thể được chia thành bao thanh toán nội địa và bao thanh toán quốc tế.

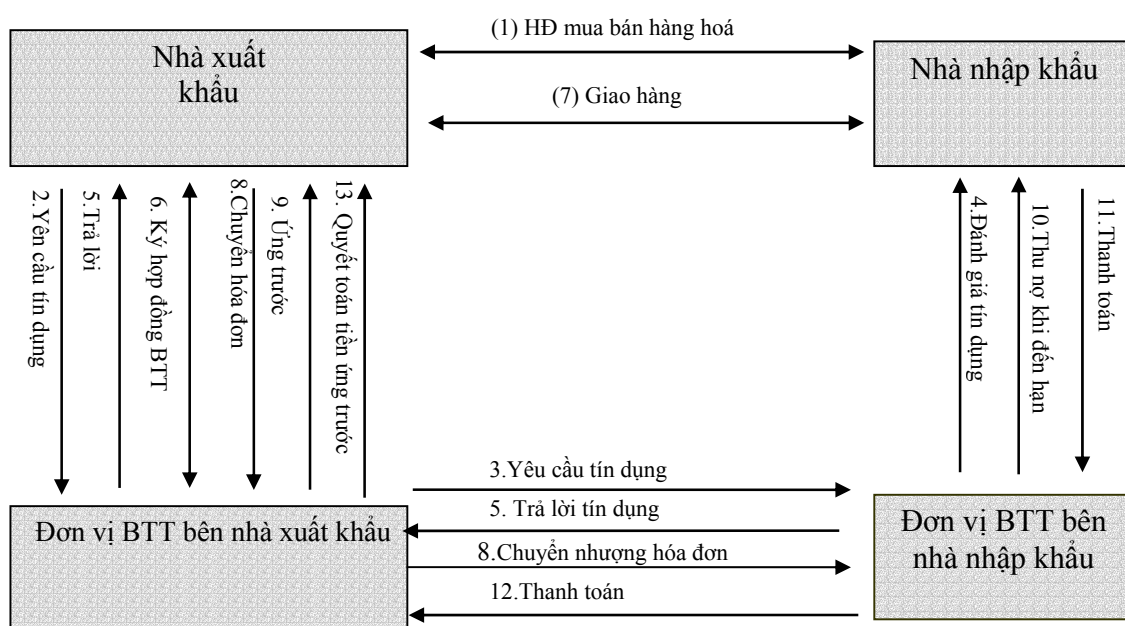
d. Quy trình thực hiện bao thanh toán

Để giúp bạn dễ dàng hình dung và có một cái nhìn chung toàn bộ nghiệp vụ cũng như mối quan hệ giữa các khâu trong bao thanh toán, dưới đây trình bày quy trình các bước tiến hành nghiệp vụ bao thanh toán và công việc các bên tham gia phải làm, trong đó hình 1 trình bày quy trình thực hiện bao thanh toán nội địa và hình 2 trình bày quy trình thực hiện bao thanh toán quốc tế.

Hình 1: Quy trình nghiệp vụ bảo thanh toán nội địa



Hình 2: Quy trình nghiệp vụ bảo thanh toán quốc tế.



Ghi chú:

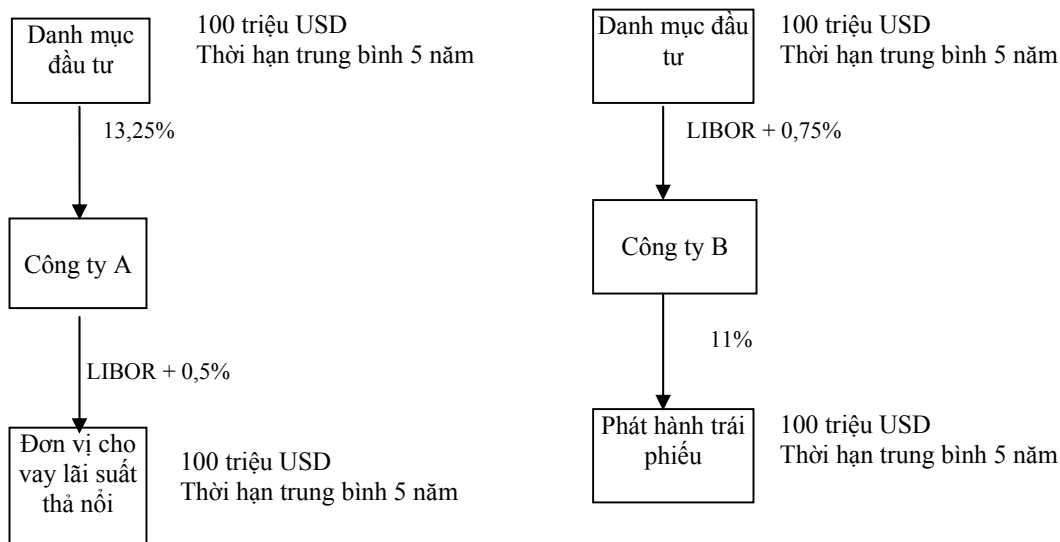
- (1) Đơn vị xuất khẩu và nhập khẩu ký kết hợp đồng mua bán hàng hóa
- (2) Đơn vị xuất khẩu yêu cầu tín dụng đối với đơn vị bao thanh toán
- (3) Đơn vị bao thanh toán tại nước xuất khẩu yêu cầu tín dụng từ đơn vị bao thanh toán tại nước nhập khẩu
- (4) Đơn vị bao thanh toán nhập khẩu kiểm tra uy tín về mặt tín dụng của nhà nhập khẩu
- (5) Đơn vị bao thanh toán nhập khẩu trả lời tín dụng cho đơn vị bao thanh toán xuất khẩu
- (6) Đơn vị bao thanh toán ký hợp đồng bao thanh toán với đơn vị xuất khẩu
- (7) Đơn vị xuất khẩu giao hàng
- (8) Đơn vị xuất khẩu chuyển nhượng hóa đơn cho đơn vị bao thanh toán xuất khẩu & đơn vị bao thanh toán xuất khẩu chuyển nhượng hóa đơn cho đơn vị bao thanh toán nhập khẩu
- (9) Đơn vị bao thanh toán ứng trước tiền cho đơn vị xuất khẩu
- (10) Vào ngày đáo hạn hoặc sau ngày đáo hạn một thời gian, đơn vị bao thanh toán đòi nợ đơn vị nhập khẩu
- (11) Đơn vị nhập khẩu thanh toán tiền cho đơn vị bao thanh toán
- (12) Đơn vị bao thanh toán nhập khẩu thanh toán tiền cho đơn vị bao thanh toán xuất khẩu
- (13) Đơn vị bao thanh toán xuất khẩu thanh toán phần còn lại cho đơn vị xuất khẩu

3.2 Quản lý rủi ro lãi suất

Giao dịch hoán đổi lãi suất được sử dụng như là một kỹ thuật để quản lý rủi ro lãi suất. Hoán đổi lãi suất là một hợp đồng giữa hai bên để trao đổi số lãi phải trả tính trên một số tiền nhất định trong một thời hạn nhất định, trong đó một bên trả lãi suất cố định trong khi bên kia trả lãi suất thả nổi theo thỏa thuận trong suốt thời hạn hợp đồng.

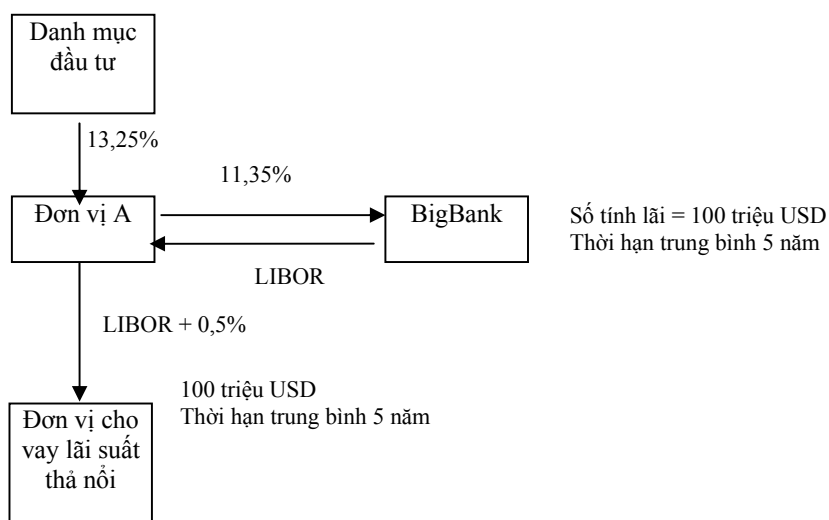
Cơ chế thực hiện giao dịch hoán đổi được mô tả qua ví dụ minh họa dưới đây. Công ty A có một khoản đầu tư dài hạn với lợi suất cố định 13,25% và huy động vốn với lãi suất thả nổi bằng LIBOR (London Interbank Offer Rate) cộng 50 điểm cơ bản (basic points). Khả năng sinh lợi của A tùy thuộc vào lãi suất thả nổi thực tế mà A phải trả trong thời kỳ dài. Lãi suất tăng sẽ là gánh nặng chi phí và A sẽ lỗ nếu lãi suất LIBOR vượt quá 12,75% ($13,25 - 0,50$) vào ngày thanh toán. Biết rằng rủi ro có thể đe dọa khả năng sinh lợi và ngay cả khả năng trả nợ của công ty nên nhà quản lý phải tìm cách cắt giảm rủi ro.

Giả sử rằng công ty B có một khoản vay 100 triệu USD trong thời hạn 5 năm với lãi suất cố định. Công ty B có danh mục đầu tư với lãi suất bằng LIBOR cộng 75 điểm. Khả năng sinh lợi của B, do đó, tùy thuộc vào lãi suất thả nổi mà nó có thể kiếm được từ danh mục cho vay. Nếu LIBOR ít hơn 10,25% vào ngày thanh toán thì B sẽ lỗ. Tình hình của A và B được mô tả trên sơ đồ 1.



Sơ đồ 1: Tình hình A và B trước khi hoán đổi

Để tránh rủi ro lãi suất, A thực hiện hợp đồng hoán đổi lãi suất với BigBank, như mô tả ở sơ đồ 2. A đồng ý trả lãi suất 11,35% trên số tiền 100 triệu cho BigBank trong vòng 5 năm, ngược lại BigBank trả cho A lãi suất LIBOR 6 tháng trong vòng 5 năm và ngày thanh toán trùng với ngày khoản tín dụng có lãi suất thả nổi đến hạn.

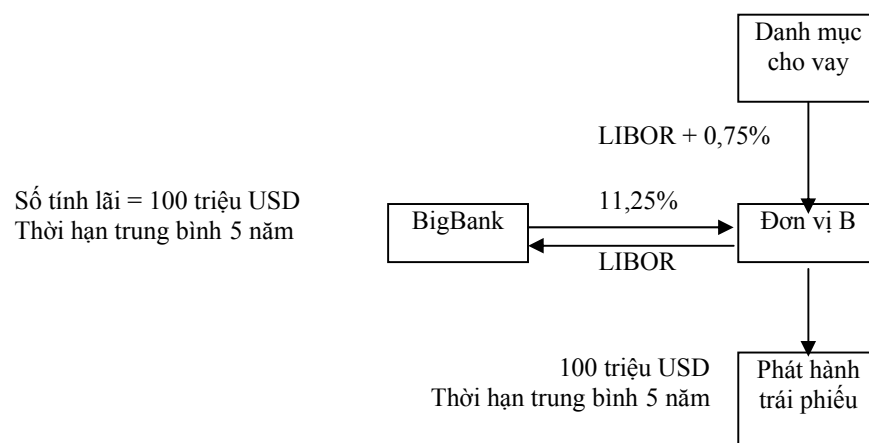


Sơ đồ 2: Hoán đổi lãi suất giữa A và BigBank

Thông qua hoán đổi lãi suất, A tránh được rủi ro do biến động lãi suất trong thời hạn 5 năm và có thể khóa chặt lợi nhuận ở mức 1,4% trên danh mục đầu tư của mình.

Nhận từ danh mục đầu tư	13,25%
Trả cho BigBank	(11,35%)
Nhận từ BigBank	LIBOR
Trả nợ vay	<u>(LIBOR + 0,5%)</u>
Chi phí huy động vốn	(11,85%)
Khóa chặt lãi suất thu	1,4%

Tương tự B cũng thỏa thuận hoán đổi ngoại tệ với BigBank theo đó nó đồng ý trả lãi suất LIBOR sáu tháng cho BigBank trên số tiền 100 triệu USD trong thời hạn 5 năm và đổi lại BigBank trả cho B lãi suất 11,25%. Hợp đồng hoán đổi này có thể mô tả ở sơ đồ 3 dưới đây.

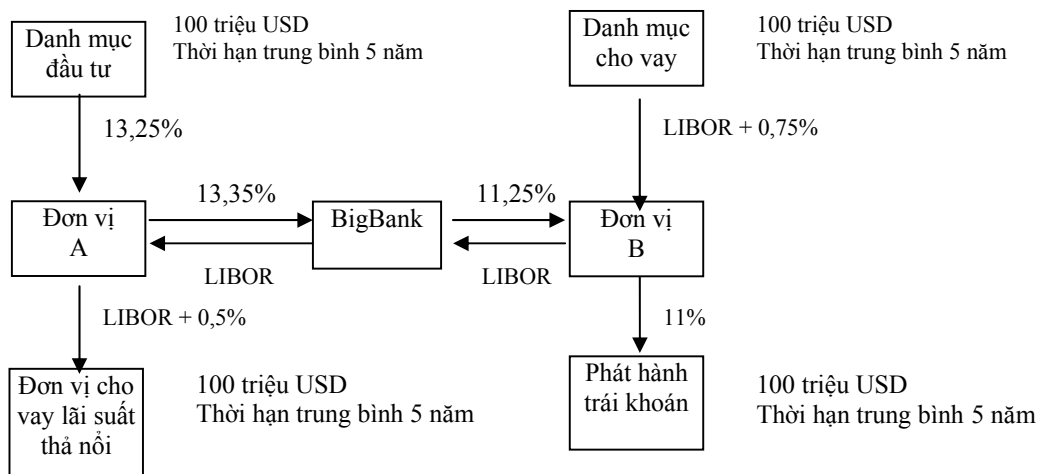


Sơ đồ 3: Hoán đổi lãi suất giữa B và BigBank

Thông qua hoán đổi lãi suất, B nhận được kết quả như sau:

Nhận từ danh mục cho vay	LIBOR + 0,75%
Trả cho BigBank	LIBOR
Nhận từ BigBank	11,25%
Trả lãi trái khoán phát hành	<u>(11,00%)</u>
Chi phí huy động vốn	(LIBOR – 0,25%)
Khóa chặt lãi suất	1,00%

Đến đây câu hỏi đặt ra là tại sao BigBank 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 sang BigBank? Lý do tại sao BigBank sẵn sàng chấp nhận hợp đồng như vậy là vì với tư cách là một định chế tài chính trung gian BigBank có thể đặt các giao dịch lại với nhau như ở sơ đồ 4 và nhờ vậy mà rủi ro được trung hòa.



Sơ đồ 4: Cấu trúc của hợp đồng hoán đổi lãi suất

Thử phân tích kết quả các giao dịch đối với BigBank sẽ rõ hơn vì sao BigBank sẵn sàng tham gia các hợp đồng hoán đổi lãi suất.

Nhận	11,35%
Trả	(11,25%)
Nhận	LIBOR
Trả	(LIBOR)
Kết quả	0,10% hay 10 điểm cơ bản

Thông qua hợp đồng hoán đổi lãi suất giữa các bên như trình bày trên sơ đồ 4, tất cả các lãi suất thả nổi LIBOR đều được loại trừ. Như vậy, sự thay đổi lãi suất LIBOR trên thị trường không còn ảnh hưởng đến công ty A, công ty B và cả Bigbank.

3.3 Quản lý rủi ro ngoại hối

Như trên đã phân tích, rủi ro ngoại hối tùy theo mức độ nghiêm trọng hay không có thể dẫn đến sụt giảm lợi nhuận kỳ vọng hoặc làm đảo lộn kết quả kinh doanh của công ty. Nhiệm vụ của ban giám đốc, đặc biệt là giám đốc tài chính, là phải phân tích mức độ ảnh hưởng của rủi ro ngoại hối và đề ra cách thức quản lý rủi ro ngoại hối một cách hiệu quả. Dù rằng rủi ro ngoại hối có thể phát sinh trong nhiều hoạt động khác nhau, nhưng sự tác động và cách thức phòng ngừa có thể tương tự nhau. Do vậy, chúng ta lấy hoạt động xuất nhập khẩu làm điển hình trong việc thiết kế chiến lược phòng tránh rủi ro ngoại hối.

Trong trường hợp công ty Sagonimex và công ty Cholonimex như vừa phân tích trên đây rõ ràng khi thương lượng các hợp đồng xuất hoặc nhập khẩu công ty đối mặt với rủi ro ngoại hối. Vấn đề đặt ra với ban giám đốc công ty và giám đốc tài chính là: (1) Có quyết định ngừa rủi ro ngoại hối hay không? (2) Nếu có, ngừa bằng cách nào?

Đối với quyết định thứ nhất, có ngừa rủi ro ngoại hối hay không, không phải là quyết định dễ dàng trả lời. Với Sagonimex, là công ty có hợp đồng xuất khẩu 6 tháng sau sẽ đến hạn thanh toán, nếu không ngừa thì 6 tháng sau nếu USD xuống giá công ty sẽ bị thiệt hại, còn nếu ngừa rủi ro ngoại hối bằng cách bán USD theo hợp đồng kỳ hạn thì 6 tháng sau nếu USD lên giá công ty sẽ bị tổn thất. Chuyện 6 tháng sau USD sẽ lên giá hay xuống giá không ai biết trước được. Để có thể trả lời được câu hỏi thứ nhất, Sagonimex nên:

- Thứ nhất, phân tích biến động tỷ giá USD/VND trong vòng sáu tháng tới sẽ như thế nào? Từ đó dự báo xác suất USD sẽ lên giá là bao nhiêu phần trăm, bao nhiêu phần trăm khả năng USD sẽ không lên giá so với VND.
- Thứ hai, xem xét mức độ ảnh hưởng và khả năng chịu đựng về tài chính của công ty nếu không ngừa rủi ro ngoại hối.
- Cuối cùng, xem xét thái độ của ban giám đốc đối với rủi ro.

Dựa trên cơ sở ba sự phân tích này, ban giám đốc sẽ ra quyết định thứ nhất là có ngừa rủi ro hay không. Nói chung, với những người ngại rủi ro khi đứng trước những hợp đồng như vậy họ sẽ ra quyết định phòng ngừa rủi ro dù biết rằng quyết định như thế có thể bị thiệt hại nếu như USD lên giá. Trong tình huống như vậy, họ xem sự thiệt hại (nếu có) như là chi phí bảo hiểm cần chi ra để mua lấy một sự yên tâm, bởi vì lợi nhuận mà họ kỳ vọng là lợi nhuận sinh ra từ hoạt động xuất khẩu chứ không phải lợi nhuận sinh ra từ sự biến động tỷ giá.

Đối với quyết định thứ hai, ngừa bằng cách nào, tùy theo điều kiện và khả năng thực hiện công ty có thể lựa chọn một trong những phương pháp sau đây :

- Sử dụng hợp đồng xuất nhập khẩu song hành
- Sử dụng quỹ dự phòng rủi ro ngoại hối
- Sử dụng hợp đồng kỳ hạn
- Sử dụng hợp đồng hoán đổi
- Sử dụng hợp đồng tương lai
- Sử dụng hợp đồng quyền chọn
- Sử dụng thị trường tiền tệ.

Chi tiết về cách thức sử dụng từng giải pháp hay từng loại công cụ quản lý rủi ro này sẽ được trình bày trong các bài tiếp theo.

4. NGHIÊN CỨU TÌNH HUỐNG LUTHANSA

Ngày 14 tháng 12 năm 1986, Hội đồng quản trị công ty hàng không Lufthansa triệu tập Herr Heinz Ruhnau – Tổng giám đốc – **lên chất vấn và xem xét liệu có nên giữ anh ta ở vị trí này hay không**. Trước đó, Bộ trưởng bộ giao thông vận tải cũng đã yêu cầu Herr Ruhnau giải thích về quyết định quản lý mang tính chất đầu cơ trong vụ mua máy bay Boeing.

Tháng 1 năm 1985, Lufthansa dưới sự điều hành của Herr Ruhnau, đã mua 20 máy bay 737 từ hãng Boeing của Mỹ. Giá thỏa thuận khi ký hợp đồng là 500 triệu USD thanh toán bằng USD ngay khi giao hàng, vào tháng 1 năm 1986. Đồng dollar đã tăng giá

nhANH và liên tục từ năm 1980 và đang ở mức 3,2 DEM/USD vào tháng 1 năm 1985. Nếu dollar tiếp tục tăng giá thì khoản phải trả của Lufthansa sẽ tăng đáng kể vào thời điểm thanh toán. Tuy nhiên, Herr Ruhnau có suy nghĩ và dự đoán riêng về khuynh hướng biến động của tỷ giá. Cũng như nhiều người khác, anh ta nghĩ rằng dollar đã tăng giá quá nhiều rồi và có lẽ đến tháng 1 năm 1986 nó sẽ giảm giá. Dầu vậy, anh ta cũng không muốn đánh bạc với đồng tiền của công ty, vì thế anh ta phòng chống rủi ro cho một nửa giá trị hợp đồng (250 triệu USD) và thả lỏng nửa còn lại.

1. Đánh giá các phương án phòng chống rủi ro

Về cơ bản, Lufthansa và Herr Ruhnau có 5 phương án phòng chống rủi ro giống nhau:

1. Thả lỏng tất cả, tức là không phòng chống rủi ro gì hết
2. Phòng chống rủi ro toàn bộ trị giá hợp đồng bằng hợp đồng forward
3. Phòng chống rủi ro một phần, thả lỏng một phần
4. Phòng chống rủi ro bằng hợp đồng options
5. Mua USD ngay bây giờ và giữ đến ngày thanh toán.

Mặc dù khoản phải trả cuối cùng của mỗi phương án chưa biết trước nhưng kết quả của mỗi phương án có thể hình dung và biểu diễn được trên hình vẽ (xem trang cuối) theo sự biến động của tỷ giá.

a. Phương án không phòng chống rủi ro

Phương án này có thể đem lại lợi ích lớn nhất nếu USD tiếp tục lên giá so với DEM. Nếu tỷ giá giảm còn 2,2 DEM/USD vào tháng 1 năm 1986 thì trị giá của 20 chiếc Boeing 737 chỉ tốn 1,1 tỷ DEM. Dĩ nhiên, nếu USD tiếp tục tăng giá, chẳng hạn đến 4 DEM/USD thì trị giá mua sẽ lên đến 2 tỷ DEM. Do đó phương án này chứa đựng rủi ro rất cao với mục đích đầu cơ tiền tệ. Trên hình vẽ, phương án này được thể hiện thành đường thẳng có độ dốc lớn nhất.

b. Phương án phòng chống rủi ro hoàn toàn bằng hợp đồng forward

Nếu Lufthansa ngại rủi ro và muốn tách hoàn toàn ra khỏi rủi ro hối đoái, nó có thể mua theo hợp đồng forward toàn bộ số tiền sẽ trả. Hợp đồng này giúp cố định tỷ giá ở mức 3,2 DEM/USD và chi phí mua máy bay cuối cùng sẽ là 1,6 tỷ DEM. Trên hình vẽ phương án này được thể hiện bằng đường thẳng nằm ngang.

c. Phương án phòng chống một phần bằng hợp đồng forward

Theo phương án này, Lufthansa chỉ phòng chống rủi ro một phần giá trị hợp đồng, phần còn lại thả lỏng nhằm mục đích đầu cơ. Herr Ruhnau dự đoán rằng USD sẽ giảm giá, vì thế anh ta nghĩ Lufthansa sẽ càng có lợi nếu để phần không phòng chống rủi ro càng nhiều. Tuy nhiên chiến lược này cũng hơi khó quyết định ở chỗ lựa chọn tỷ lệ thích hợp giữa phần phòng chống rủi ro và phần thả lỏng. Tỷ lệ này nên là 20/80, 40/60 hay là 50/50. Hình vẽ trình bày trường hợp áp dụng tỷ lệ 50/50 nghĩa là mua 250 triệu USD theo

hợp đồng forward với tỷ giá 3,2 DEM/USD và 250 triệu USD còn lại sẽ mua trên thị trường giao ngay tại địa điểm thanh toán.

Có hai điểm đáng lưu ý trong phương án này. Thứ nhất là mặc dù có phòng chống nhưng rủi ro tiềm tàng trong phương án này vẫn không có giới hạn bởi vì nếu USD tăng giá thì 250 triệu USD không phòng chống rủi ro vẫn có thể trở thành một khoản chi DEM không xác định. Thứ hai là khả năng USD tăng giá rất khó xảy ra, do đó Herr Ruhnau đã giới hạn chi trả trong khoản từ 1,1 đến 1,6 tỷ DEM.

d. Phương án phòng chống rủi ro bằng options tiền tệ

Nếu Herr Ruhnau mua một hợp đồng quyền chọn bán (put option) DEM ở tỷ giá 3,2 DEM/USD thì anh ta sẽ nhận được cái mà nhiều người cho rằng tốt nhất cho cả đôi bên. Nếu USD tiếp tục tăng giá thì tổng chi phí để có 500 triệu USD có thể “khóa chặt” ở mức 1,6 tỷ DEM cộng thêm chi phí mua option. Nếu USD giảm giá như dự đoán của Ruhnau thì Lufthansa có quyền tự do để cho option hết hạn và mua USD trên thị trường giao ngay ở tỷ giá thấp hơn.

Theo phương án này Herr Ruhnau phải mua hợp đồng option với tỷ giá thực hiện (exercise rate) là 3,2 DEM/USD và tốn chi phí 6% tức là 96 triệu DEM hay 30 triệu USD. Như vậy tổng chi phí để mua 20 máy bay sẽ là 1.696.000.000 DEM. Tuy nhiên, điều quan trọng là Herr Ruhnau nghĩ rằng dollar sẽ yếu đi và, do đó, options sẽ không có giá trị trong khi thủ quỹ phải chi 96 triệu DEM để mua một “công cụ” mà anh ta nghĩ là sẽ không bao giờ dùng đến.

e. Mua dollar ngay khi ký hợp đồng

Phương án thứ năm là sử dụng thị trường tiền tệ để phòng chống rủi ro bằng cách mua ngay khi ký hợp đồng 500 triệu USD và đầu tư vào một tài sản sinh lợi nào đó cho đến ngày thanh toán. Mặc dù phương án này phòng chống được rủi ro nhưng nó đòi hỏi phải có vốn ngay bây giờ trong khi Lufthansa chưa thể kêu gọi tăng vốn trước tháng 1 năm 1986. Mặt khác, Lufthansa có những qui định rất nghiêm ngặt nhằm hạn chế các khoản nợ về số lượng và loại ngoại tệ để giữ lành mạnh bảng tổng kết tài sản.

2. Quyết định của Herr Ruhnau

Mặc dù dollar chắc rằng sẽ yếu đi trong năm tới nhưng Ruhnau thấy rằng quá mạo hiểm nếu thả lỏng tất cả trị giá hợp đồng bởi vì nhiều người dựa vào khuynh hướng biến động tỷ giá khuyến cáo rằng dollar lên giá mạnh so với mark Đức trong những năm gần đây. Nhưng bởi vì cá nhân Herr Ruhnau quá tin rằng dollar sẽ yếu đi nên cuối cùng anh ta quyết định chọn phương án phòng chống một phần, nghĩa là phòng chống 50% trị giá hợp đồng bằng forward và thả lỏng 50% còn lại không phòng chống.

3. Kết quả thế nào?

Kết quả cho thấy Herr Ruhnau vừa đúng vừa sai. Anh ta hoàn toàn đúng khi dự đoán về tỷ giá, dollar tăng giá tiếp một tháng nữa, sau đó giảm giá. Thật ra nó không chỉ giảm giá mà còn tụt giá mạnh. Vào thời điểm thanh toán, tháng 1 năm 1986, tỷ giá giao ngay chỉ còn 2,3 DEM/USD so với một năm trước đó là 3,2 DEM/USD. Điều đáng buồn là chi phí theo phương án phòng chống rủi ro một phần bằng hợp đồng forward là 1,375 tỷ DEM, cao hơn 225 triệu DEM so với phương án không phòng chống rủi ro gì cả, và cao hơn 129 triệu DEM so với phương án phòng chống rủi ro bằng options. Tổng chi phí DEM để có được 50 triệu USD theo các phương án với tỷ giá thực 2,3 DEM/USD tại thời điểm thanh toán như sau:

Phương án	Tỷ giá	Tổng chi phí (DEM)
1. Không phòng chống	2,3 DEM/USD	1.150.000.000
2. Phòng chống 100% bằng forward	3,2 DEM/USD	1.600.000.000
3. Phòng chống một phần	$\frac{1}{2}$ (2,3 DEM/USD) + $\frac{1}{2}$ (3,2 DEM/USD)	1.375.000.000
4. Phòng chống bằng option	3,2 DEM/USD (tỷ giá thực hiện)	1.246.000.000 ¹

Kết quả trên đây khiến cho địa vị của Herr Ruhnau cả ở Lufthansa lẫn bên ngoài bị lung lay. Ruhnau đã liều lĩnh đánh bạc với đồng tiền của Lufthansa nhưng chỉ bằng phương án thả lỏng một phần chứ không thả lỏng tất cả!

Thảo luận

1. Nếu ở vào địa vị của Herr Ruhnau anh (chị) sẽ lựa chọn phương án phòng ngừa rủi ro nào? Giải thích rõ vì sao lựa chọn phương án đó?
2. Phân tích điểm đúng, điểm sai trong quyết định của Herr Ruhnau? Từ đó xem xét có nên giữ anh ta ở vị trí cũ không? Nên đối xử với anh ta như thế nào?

¹ Do DEM lên giá so với USD nên quyền chọn bán DEM không được thực hiện. Lufthansa bán DEM theo tỷ giá giao ngay là 2,3DEM cho một USD và mất đi 96 triệu DEM do mua options