

Chương 1

TỔNG QUAN VỀ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐA QUỐC GIA

1.1 MỤC TIÊU CỦA MỘT CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

Mục tiêu của công ty đa quốc gia thường là tối đa hoá tài sản cổ đông. Như vậy, nếu mục tiêu là tối đa hoá thu nhập trong tương lai gần, các chính sách của công ty sẽ khác với các chính sách trong trường hợp là tối đa hoá tài sản cổ đông.

Bất cứ chính sách nào do công ty đề nghị cũng phải tính đến không chỉ thu nhập tiềm năng, mà cả các rủi ro. Doanh nghiệp nên thực hiện một chính sách mà lợi ích phát sinh từ chính sách đó vượt quá các chi phí và rủi ro tới mức chính sách này sẽ giúp tối đa hoá tài sản cổ đông. Câu trích dẫn sau đây từ CPC International chứng minh kinh doanh quốc tế có thể tối đa hoá tài sản cổ đông như thế nào:”Khi công cuộc kinh doanh quốc tế của chúng ta đã được tăng cường và phát triển, chúng ta sẽ được lợi từ sự kiện là trong dài hạn các nền kinh tế và giá trị các đồng tiền ở hầu hết các nước ngoài sẽ tăng lên và như vậy sẽ làm tăng thêm giá trị đầu tư từ các cổ đông của chúng ta”.

Một công ty đa quốc gia nên ra các quyết định cùng mục tiêu như một công ty hoàn toàn nội địa. Tuy nhiên, MNC có nhiều cơ hội hơn, nên các quyết định cũng phức tạp hơn.

Các mâu thuẫn với mục tiêu công ty đa quốc gia.

Người ta thường lập luận rằng các giám đốc của một công ty có thể ra các quyết định mâu thuẫn với mục tiêu của công ty là tối đa hoá tài sản cổ đông. Thí dụ, quyết định thành lập một công ty con ở một địa phương nào đó so với một địa phương khác có thể dựa trên sự hấp dẫn cá nhân của địa phương đối với giám đốc hơn là do lợi ích có thể có của địa phương đó đối với các cổ đông. Các quyết định mở rộng hoạt động có thể do ý muốn của các giám đốc là các bộ phận tương ứng tăng trưởng để họ nhận được nhiều trách nhiệm và lương bổng cao hơn. Nếu một công ty chỉ gồm một sở hữu chủ và người này cũng là giám đốc duy nhất, mâu thuẫn mục tiêu sẽ không xảy ra. Tuy nhiên, đối với các công ty có các cổ đông không phải là các giám đốc, có thể có mâu thuẫn về các mục tiêu. Mâu thuẫn này thường gọi là vấn đề đại lý.

Các công ty dùng nhiều chiến lược để ngăn cản các giám đốc đưa ra các quyết định không làm tối đa hoá giá trị cổ đông. Thí dụ, các giám đốc hành động theo các mục tiêu

khác sẽ bị cho thôi việc hoặc nhận lương bổng thấp hơn (các khái niệm và vấn đề quản trị tài chính đa quốc gia được giải thích trong bài này với giả định là các giám đốc xử lý thay mặt cho cổ đông của công ty). Tuy nhiên, cần nhấn mạnh là tùy theo quy mô của một vài công ty đa quốc gia, đôi khi rất khó xác định tất cả các giám đốc đang đưa ra các quyết định có dựa trên mục tiêu duy nhất này của công ty hay không. Như vậy, chi phí đại lý của việc bảo đảm rằng các giám đốc nỗ lực tối đa hoá tài sản cổ đông của các công ty đa quốc gia sẽ lớn hơn.

Các giám đốc tài chính của một công ty đa quốc gia có nhiều công ty con có thể có khuynh hướng đưa ra các quyết định tối đa hoá giá trị của các công ty con tương ứng của họ. Mục tiêu này sẽ không nhất thiết trùng hợp với mục tiêu tối đa hoá giá trị của toàn thể công ty đa quốc gia. Trong khi mâu thuẫn này sẽ được trình bày chi tiết trong phần sau, sau đây là một ví dụ đơn giản để minh hoạ tại sao có thể có một xung đột như vậy. Hãy xem trường hợp giám đốc một công ty con nhận tài trợ từ công ty mẹ để triển khai và bán một sản phẩm. Vị giám đốc này ước tính chi phí và lợi ích từ quan điểm của công ty con và xác định là dự án khả thi. Tuy nhiên, ông đã bỏ sót không lưu ý là thu nhập từ dự án này chuyển về cho công ty mẹ sẽ bị chính phủ nước

chủ nhà đánh thuế rất nặng. Chi phí tài trợ dự án vượt cao hơn lợi nhuận sau thuế ước tính mà công ty mẹ nhận được. Trong khi giá trị riêng của công ty con được tăng cường, giá trị toàn bộ của công ty đa quốc gia bị sụt giảm. Nếu các giám đốc tài chính cần tối đa hoá tài sản của cổ đông của công ty đa quốc gia, họ phải thực hiện các chính sách làm tối đa hoá giá trị của toàn bộ công ty đa quốc gia, chứ không phải giá trị của riêng công ty họ. Đối với nhiều công ty đa quốc gia, các quyết định quan trọng của giám đốc các công ty con phải được công ty mẹ chấp thuận. Tuy nhiên, rất khó cho công ty mẹ giám sát tất cả các quyết định của các giám đốc công ty con.

Các hạn chế cản trở mục tiêu của công ty đa quốc gia. Khi các giám đốc tài chính của công ty MNC cố gắng tối đa hoá giá trị công ty của họ, họ phải đối phó với rất nhiều hạn chế. Các hạn chế này có thể được phân loại theo tính chất môi trường, quy chế, hay đạo đức.

Các hạn chế về môi trường. Mỗi quốc gia thực hiện các biện pháp hạn chế riêng của mình về môi trường. Một vài quốc gia có thể áp dụng nhiều hạn chế hơn đối với các công ty con đặt trụ sở ở một quốc gia khác. Các quy tắc về xây dựng, xử lý chất thải sản xuất, và kiểm soát ô nhiễm là thí dụ về các hạn chế buộc các công ty con phải gánh chịu

thêm chi phí. Nhiều nước Châu Âu mới đây đã áp dụng các luật lệ chống ô nhiễm cứng rắn hơn do các vấn đề ô nhiễm môi trường nghiêm trọng.

Các hạn chế mang tính quy chế. Mỗi nước cũng thi hành các hạn chế về quy chế liên quan đến thuế, chuyển đổi tiền, chuyển thu nhập ra nước ngoài và các quy định khác có thể ảnh hưởng đến lưu lượng tiền mặt của một công ty con thành lập ở nước đó. Bởi vì các quyết định này có thể ảnh hưởng đến lưu lượng tiền mặt, các giám đốc tài chính phải xem xét đến các quy định này khi đánh giá các chính sách. Và bất cứ thay đổi nào trong các quy định này cũng có thể đòi hỏi xem xét, sửa đổi lại các chính sách tài chính hiện hành. Vì vậy, các giám đốc tài chính không nên chỉ hiểu biết về các hạn chế có tính quy chế hiện hành ở một nước mà còn phải theo dõi những thay đổi có thể có đối với các quy chế này qua thời gian.

Các hạn chế mang tính đạo đức. Không có các tiêu chuẩn về hành vi kinh doanh thống nhất cho tất cả các quốc gia. Một phương thức kinh doanh bị xem là phi đạo đức ở một quốc gia này có thể được xem là hoàn toàn hợp đạo đức ở một quốc gia khác. Thí dụ, các công ty đa quốc gia có trụ sở đặt tại Mỹ biết rõ là phương thức kinh doanh thông thường ở một vài nước kém phát triển sẽ bị coi là bất hợp

pháp ở Mỹ. Ví dụ: Hối lộ các chính phủ để nhận các miễn giảm đặc biệt về thuế hay các đặc quyền khác. Các công ty đa quốc gia gặp phải một tình thế khó xử. Nếu không tuân thủ phương thức đó, có thể họ sẽ gặp bất lợi về cạnh tranh. Nhưng, nếu áp dụng, họ sẽ bị mang tiếng xấu ở những nước không chấp nhận các thông lệ này. Một vài công ty đa quốc gia có trụ sở đặt tại Mỹ đã thực hiện một sự lựa chọn tốn kém để hạn chế các phương thức kinh doanh hợp pháp ở một số nước nào đó nhưng không hợp pháp ở Mỹ. Tức là, họ theo đuổi một chuẩn mực đạo đức chung cho toàn thế giới. Điều này có thể củng cố uy tín của họ khắp thế giới, và nhờ đó có thể gia tăng nhu cầu toàn cầu đối với các sản phẩm do họ sản xuất.

1.2 ĐỘNG CƠ THỨC ĐẨY KINH DOANH QUỐC TẾ

Các giả thiết thường được dùng để giải thích cho việc các công ty thúc đẩy mở rộng kinh doanh quốc tế là: (1) lý thuyết lợi thế cạnh tranh, (2) lý thuyết thị trường không hoàn hảo và (3) lý thuyết chu kỳ sản xuất. Cả ba lý thuyết này trùng lặp ở một mức độ và có thể bổ sung cho nhau trong việc triển khai một lý do căn bản cho sự phát triển của kinh tế quốc tế .

Lý thuyết lợi thế cạnh tranh : Việc kinh doanh đa quốc gia có thể được thực hiện qua xuất khẩu hay qua đầu tư trực tiếp nước ngoài. Cả hai hình thức này thường gia tăng theo thời gian. Một phần của sự tăng trưởng này là do gia tăng nhận thức rằng sự chuyên môn hoá của các quốc gia có thể làm gia tăng hiệu năng sản xuất. Một vài quốc gia như Nhật và Mỹ chẳng hạn, có ưu thế kỹ thuật trong khi Mexico, Hàn Quốc và các nước Đông Nam Á có ưu thế về chi phí lao động cơ bản. Vì chuyên môn hoá trong một vài sản phẩm có thể đưa đến việc không sản xuất các sản phẩm khác. Vì thế các quốc gia phải tăng cường mua bán với nhau. Đây là lập luận của lý thuyết lợi thế cạnh tranh cổ điển. Do lợi thế cạnh tranh, ta có thể hiểu tại sao các công ty có khả năng thâm nhập vào thị trường nước ngoài.

Lý thuyết thị trường không hoàn hảo : Mỗi nước đều có một nguồn nguyên liệu khác nhau. Tuy nhiên ngay cả với lợi thế cạnh tranh, khối lượng kinh doanh quốc tế sẽ bị giới hạn nếu tất cả các nguồn nguyên liệu có thể chuyển dịch dễ dàng giữa các quốc gia. Ở các thị trường hoàn hảo, các yếu tố sản xuất (trừ đất đai) sẽ có tính cơ động và có thể chuyển dịch một cách tự do. Tính cơ động không giới hạn ở các yếu tố này tạo nên sự bằng nhau trong chi phí và thu nhập. Nó huỷ bỏ tất cả các lợi thế cạnh tranh. Tuy nhiên, thế

gợi lại chịu các điều kiện thị trường không hoàn hảo, theo đó các yếu tố sản xuất có phần nào bất động. Trong thị trường này xảy ra các chi phí, và thông thường, các hạn chế liên quan đến chuyển dịch lao động và các nguồn nguyên liệu khác sử dụng cho sản xuất. Bởi vì các thị trường của nhiều nguồn tài nguyên khác nhau dùng trong sản xuất “không hoàn hảo”, các công ty thường nhận ra các lợi thế có thể có từ các nguồn tài nguyên của một nước khác. Đây là một khuyến khích cho các công ty tìm kiếm các cơ hội ở nước ngoài.

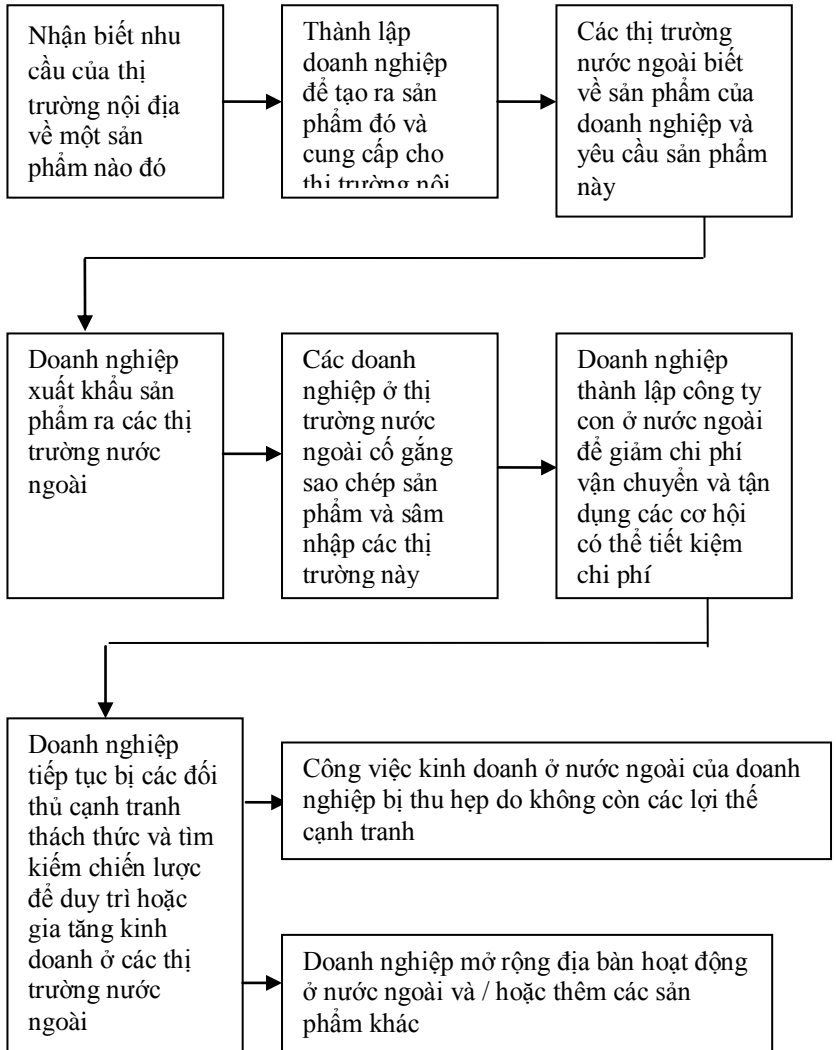
Lý thuyết chu kỳ sản phẩm : Một trong những giải thích phổ biến hơn cho việc tại sao các công ty tiến triển thành các công ty đa quốc gia được giới thiệu trong lý thuyết chu kỳ sản phẩm. Theo lý thuyết này các công ty trở nên ổn định trên thị trường nội địa do một lợi thế nào đó mà họ có so với các đối thủ cạnh tranh hiện hữu, thí dụ thị trường cần thêm ít nhất một nhà cung cấp sản phẩm nữa chẳng hạn. Do sẵn có thông tin về các thị trường và cạnh tranh trong nước, một công ty sẽ ổn định kinh doanh ở thị trường trong nước trước tiên. Nhu cầu của nước ngoài đối với sản phẩm của công ty lúc đầu sẽ được cung cấp qua xuất khẩu. Và qua thời gian, công ty có thể nhận thấy cách duy nhất để duy trì lợi thế cạnh tranh ở nước ngoài là sản

xuất sản phẩm ngay cả thị trường nước ngoài, nhờ đó giảm được chi phí chuyên chở. Cạnh tranh ở các thị trường nước ngoài có thể gia tăng theo thời gian khi các nhà sản xuất khác trở nên quen thuộc hơn các sản phẩm của công ty. Do đó, công ty có thể triển khai các chiến lược để kéo dài nhu cầu của các nước đối với sản phẩm của mình để các nhà cạnh tranh khác không thể cung ứng sản phẩm giống hệt, những giai đoạn này của chu kỳ được trình bày trong **hình 1.1** . Sau đây là một thí dụ : Công ty 3M dùng một sản phẩm mới để thâm nhập các thị trường nước ngoài. Sau khi đã vào được thị trường, công ty mở rộng mặt hàng của mình. Hiện nay công ty có doanh thu quốc tế hàng năm hơn 6 tỷ đô la, bằng khoảng 50% tổng doanh thu .

Còn có nhiều điều hơn về lý thuyết chu kỳ sản phẩm, ở đây chúng tôi chỉ tóm lược khái quát để cho thấy rằng khi một công ty trưởng thành, công ty đó có thể nhận biết thêm nhiều cơ hội bên ngoài nước mình. Việc kinh doanh ở nước ngoài của công ty thu hẹp hay phát triển theo thời gian sẽ tùy thuộc vào việc công ty thành công như thế nào trong việc duy trì ưu thế cạnh tranh của mình. Ưu thế có thể tiêu biểu một lợi thế trong phương pháp sản xuất hay tài trợ làm giảm được chi phí. Hoặc ưu thế cũng có thể phản ánh một lợi thế trong phương pháp tiếp thị làm giảm phát sinh và

duy trì một nhu cầu mạnh mẽ đối với sản phẩm của mình.(hình 1.1) .

Hình 1.1 : Vòng đời sản phẩm quốc tế .



1.3 GIA TĂNG TOÀN CẦU HOÁ

Theo thời gian, nhiều sự phát triển đã thúc đẩy toàn cầu hóa các nền kinh tế thế giới qua mậu dịch và đầu tư quốc tế. Những phát triển này bao gồm tiêu chuẩn hóa sản phẩm và quy trình sản xuất, sự gần gũi hơn nữa các quốc gia nhờ giao thông vận tải được cải tiến, và các nỗ lực này càng tăng của các nước nhằm cắt giảm thuế quan và các hàng rào khác, do đó làm hàng hóa và dịch vụ di chuyển dễ dàng hơn trên khắp thế giới.

Sự hội nhập toàn cầu của hàng hóa và dịch vụ cải thiện hiệu năng toàn bộ của việc sử dụng tài nguyên. Hàng hóa thường được sản xuất ở những nước có chi phí sản xuất thấp nhất, và chi phí thấp hơn mang đến thu nhập thực tế cao hơn. Hơn nữa, sự hội nhập toàn cầu có xu hướng làm tăng cạnh tranh, buộc các công ty, hoạt động hiệu quả hơn.

Nhiều chính phủ các nước đã bán một số các hoạt động của họ cho các công ty và các nhà đầu tư khác, cho phép tự do kinh doanh nhiều hơn. Điều được gọi là tư nhân hóa này đã xảy ra ở một số nước Châu Mỹ la tinh như Brazil và Mexico, các nước Đông Âu và ngay cả ở Việt Nam. Tư nhân hóa cho phép kinh doanh quốc tế phát triển

rộng lớn hơn do các công ty nước ngoài có thể sở hữu các hoạt động do chính phủ các nước bán ra.

Các lý do của việc khuyến khích tư nhân hóa thay đổi tùy theo quốc gia. Tư nhân hoá được sử dụng ở Chilê để ngăn ngừa một vài nhà đầu tư nắm quyền kiểm soát tất cả các cổ phiếu, và ở Pháp để tránh việc có thể lùi trở lại một nền kinh tế mang tính quốc hữu hoá hơn. Ở Anh, tư nhân hoá được khuyến khích để phân bố rộng quyền sở hữu cổ phần cho các nhà đầu tư, điều này cho phép có thêm nhiều người được hưởng lợi trực tiếp trong sự thành công của nền công nghiệp Anh.

Lý do chủ yếu của việc giá trị thị trường của một công ty có thể gia tăng khi được tư nhân hoá là các cải tiến được dự đoán trong hiệu năng quản lý. Mục tiêu tối đa hóa tài sản cổ đông được tập trung hơn việc quản lý một công ty nhà nước, vì nhà nước phải xem xét các chi tiết phức tạp về kinh tế và xã hội của bất cứ một quyết định kinh doanh nào. Các giám đốc của một công ty tư nhân cũng có động cơ thúc đẩy để đảm bảo khả năng sinh lợi của công ty hơn, vì sự nghiệp của họ có thể tùy thuộc vào điều này. Vì những lý do này, các công ty được tư nhân hóa sẽ tìm kiếm các cơ hội địa phương cũng như toàn cầu có thể làm tăng giá trị

của mình. Xu hướng tư nhân hoá chắc chắn sẽ tạo nên một thị trường toàn cầu mang tính cạnh tranh cao hơn.

Một nguyên nhân khác của việc toàn cầu hoá kinh doanh là sự gia tăng tiêu chuẩn hoá sản phẩm và dịch vụ giữa các nước. Điều này cho phép các công ty bán sản phẩm của mình ra khắp các nước, mà không cần phải chỉnh sửa sản phẩm tốn kém. Sự chênh lệch trong quy cách sản phẩm trước đây tượng trưng cho một hàng rào mậu dịch tiềm ẩn do các chi phí phụ thêm đi kèm theo việc làm cho sản phẩm được chấp nhận ở các nước cụ thể nào đó. Việc tiêu chuẩn hoá làm giảm rất lớn sự bất tiện trong chuyên chở hàng hoá và đã đưa đến gia tăng đáng kể trong kinh doanh quốc tế.

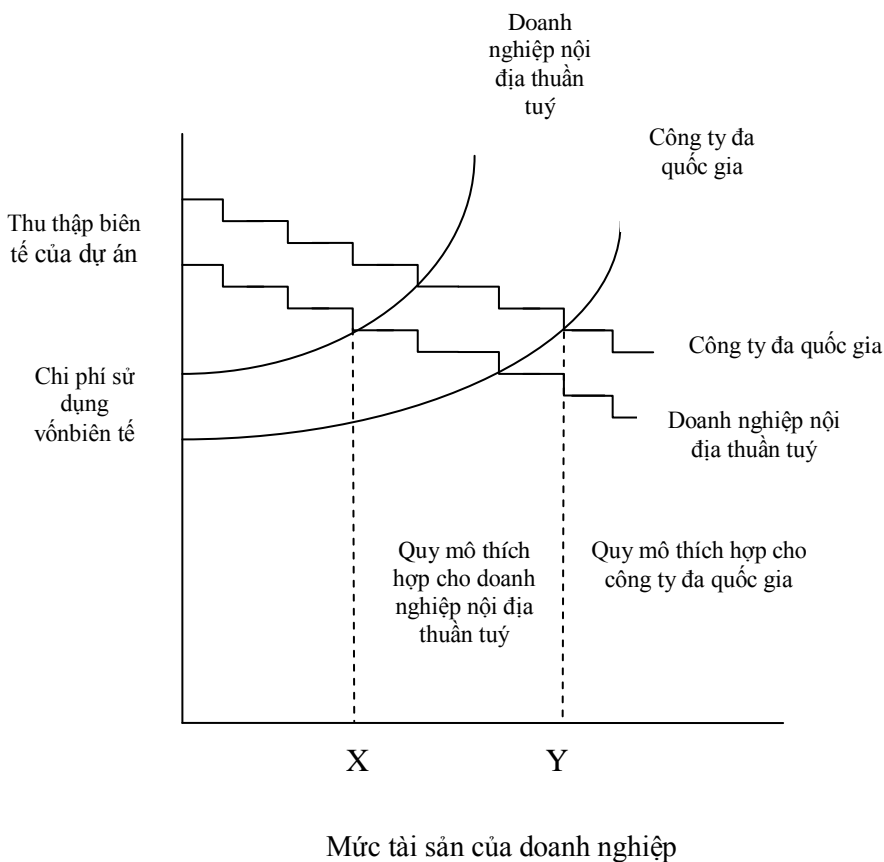
1.4 CÁC CƠ HỘI TÀI TRỢ VÀ ĐẦU TƯ QUỐC TẾ

Do các lợi thế chi phí có thể của việc sản xuất ở nước ngoài hay các cơ hội thu nhập có thể có từ nhu cầu của các thị trường nước ngoài, sự tăng trưởng tiềm năng sẽ trở nên lớn hơn cho các công ty có kinh doanh ở nước ngoài. **Hình 1.2** cho thấy mức tăng trưởng của một công ty có thể bị ảnh hưởng thế nào của các cơ hội tài trợ và đầu tư nước ngoài. Các cơ hội đầu tư giả định cho cả hai: một công ty thuần túy nội địa và một công ty đa quốc gia có hoạt động mang cùng các tính chất đang trình bày trong hình. Mỗi bậc của trục

ngang biểu thị một dự án cụ thể. Mỗi dự án đề nghị được dự đoán sẽ phát sinh một thu nhập biên cho công ty. Chiều dài các bậc của trục ngang khác nhau vì quy mô của các dự án khác nhau. Một dự án lớn hơn biểu thị một số lượng tài sản lớn hơn.

Di chuyển từ trái qua phải trong **hình 1.2**, các dự án được sắp xếp thứ tự ưu tiên theo thu nhập biên. Giả dụ các dự án này độc lập đối với nhau và lợi nhuận dự kiến cho thấy trong hình đã được điều chỉnh có tính đến rủi ro. Với các giả định này, một công ty sẽ chọn dự án có thu nhập biên cao nhất làm dự án khả thi nhất và sẽ thực hiện dự án này. Sau đó, công ty sẽ thực hiện một dự án đề nghị có thu nhập biên cao nhất kế đó. Thu nhập biên từ các dự án của công ty đa quốc gia sẽ cao hơn thu nhập biên của công ty thuần túy nội địa, vì công ty đa quốc gia có thể lựa chọn từ một tập hợp lớn hơn các cơ hội các dự án có thể có.

Hình 1.2 Đánh giá chi phí - lợi nhuận của các công ty nội địa so với các MNC



Hình 1.2: cũng thể hiện các đường cong chi phí sử dụng vốn của các công ty đa quốc gia và công ty thuần túy nội địa, ta thấy chi phí sử dụng vốn gia tăng cùng với quy mô tài sản của cả hai loại công ty. Điều này căn cứ trên tiền đề

là các chủ nợ hay cổ đông đòi hỏi một tỷ suất lợi nhuận cao hơn công ty phát triển, tăng trưởng quy mô tài sản đòi hỏi tăng nợ, điều này buộc công ty phải tăng việc trả lãi định kỳ cho các chủ nợ. Vì vậy, công ty có một xác suất không thể đáp ứng các nghĩa vụ nợ cao hơn. Khi các chủ nợ và các cổ đông của một công ty mắc nợ nhiều hơn đòi hỏi một tỷ suất lợi nhuận cao hơn, chi phí sử dụng vốn của công ty tăng theo khối lượng tài sản. Công ty đa quốc gia có ưu thế trong việc tìm được nguồn vốn với chi phí thấp hơn các công ty nội địa thuần túy. Đó là do tập hợp cơ hội lớn hơn về các nguồn vốn trên khắp thế giới mà họ có thể chọn lựa.

Một khi chi phí sử dụng vốn biên tế của việc tài trợ dự án vượt quá thu nhập biên từ dự án, công ty không nên theo đuổi các dự án này. Như **hình 1.2** cho thấy, một công ty nội địa thuần túy sẽ tiếp tục chấp nhận các dự án cho đến điểm X. Sau điểm này, chi phí sử dụng vốn biên tế của các dự án thêm vào sẽ vượt quá lợi nhuận dự kiến.

Khi xem xét các nguồn vốn và các dự án tiềm năng, khối lượng các dự án khả thi của công ty đa quốc gia sẽ lớn hơn. Các dự án của công ty đa quốc gia trở nên không thể chấp nhận được sau điểm Y. Mức tài sản tối ưu này cao hơn mức tài sản của công ty nội địa thuần túy. Sự chênh lệch này là do các lợi thế chi phí và cơ hội ở nước ngoài. Sự so sánh

này cho ta hiểu tại sao các công ty có thể mong muốn được quốc tế hoá.

Có rất nhiều hạn chế đối với khái niệm trình bày trong **hình 1.2**. Đầu tiên, có thể có vài trường hợp không có các cơ hội ở nước ngoài khả thi cho một công ty. Ngoài ra, người ta có thể lập luận rằng các dự án ở nước ngoài có nhiều rủi ro hơn các dự án ở trong nước và vì vậy chi phí sử dụng vốn sẽ cao hơn. Cuối cùng, một vài nhà phê bình cho rằng chi phí sử dụng vốn biên tế sẽ không gia tăng khi có thêm nhiều dự án nếu công ty đa dạng hoá các dự án của mình một cách thích hợp. Dù sao, **hình 1.2** cũng giúp ta hiểu tại sao các công ty mở rộng hoạt động ra khỏi biên giới nước mình. Hơn nữa, nó cũng minh hoạ tại sao quy mô tối ưu của một công ty thường sẽ lớn hơn nếu công ty này tính toán tới các cơ hội làm ăn ở nước ngoài.

1.5 RỦI RO TRONG KINH DOANH QUỐC TẾ

Trong khi các lợi thế của kinh doanh quốc tế được trình bày trên đây có thể khuyến khích các công ty gia tăng mức độ hoạt động kinh doanh quốc tế, bên cạnh đó cũng có một số bất lợi đáng chú ý. Bất kỳ tính chất nào của kinh doanh quốc tế có thể làm gia tăng chi phí sản xuất, giảm nhu cầu sản phẩm, hay tăng rủi ro cho công ty đều bị coi là

một bất lợi. Thí dụ, các tỷ giá hối đoái giữa bất kỳ hai đồng tiền nào đó sẽ thay đổi theo thời gian. Do đó, số đơn vị đồng nội tệ mà một công ty cần để mua nguyên liệu nước ngoài có thể thay đổi ngay cả khi giá thực tế của nguyên liệu do nhà sản xuất nước ngoài cung cấp giữ nguyên không đổi. Ngoài ra, dao động tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến mức cầu nước ngoài đối với sản phẩm của công ty hay chi phí tài trợ bằng các đồng ngoại tệ.

Đối với các công ty có công ty con đặt ở nước ngoài, dao động tỷ giá hối đoái sẽ tác động lên giá trị thu nhập do công ty con chuyển về trụ sở chính. Hơn nữa, thuế suất do các chính phủ nước ngoài có thể thay đổi, hay các biện pháp hạn chế tiền tệ có thể ngăn cấm việc chuyển thu nhập về công ty mẹ. Cuối cùng, chính phủ nước chủ nhà nơi công ty con hoạt động có thể quyết định mua lại công ty con với một mức giá mà họ cho là thỏa đáng. Các rủi ro vừa kể trên sẽ không ngăn cản một công ty tính đến việc mở rộng kinh doanh ra quốc tế. Tuy nhiên, nếu các công ty chỉ đơn thuần đánh giá các lợi thế có thể có của kinh doanh quốc tế mà không xem xét đến các rủi ro thường rất dễ đi đến các quyết định sai lầm.

Một vài loại rủi ro mang tính hệ thống và không thể loại trừ bằng cách đa dạng hoá. Thí dụ, một cuộc suy thoái

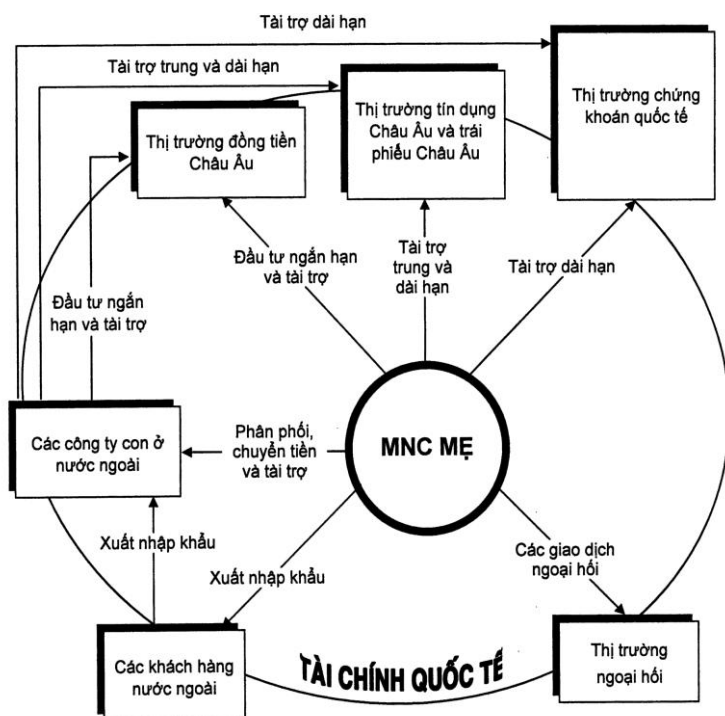
toàn thế giới có thể làm giảm nhu cầu đối với sản phẩm của một công ty ở tất cả các nước mà sản phẩm này có mặt trên thị trường. Các loại rủi ro khác không có tính hệ thống và có thể loại trừ được nhờ đa dạng hoá. Thí dụ, trong khi một cuộc suy thoái ở Mỹ có thể làm giảm nhu cầu của Mỹ đối với sản phẩm của một công ty, mức cầu của các nước khác có thể không bị ảnh hưởng. Vì vậy, đa dạng hoá qua các thị trường quốc tế có thể làm giảm tác động của các điều kiện bất lợi riêng của nước chủ nhà.

TÓM LƯỢC :

Tài chính quốc tế liên quan đến những chiều hướng vận động mạnh tính toàn cầu của những thị trường, định chế, công cụ, kỹ thuật tài chính cho đến việc ban hành các chính sách công xuất phát từ nhu cầu của thị trường. Tài chính quốc tế đã hình thành ngay từ khi thương mại quốc tế ra đời và cũng nhằm tạo sự thuận lợi cho hoạt động kinh doanh toàn cầu. Hai điểm mốc lịch sử quan trọng trong quá trình phát triển của thị trường tài chính quốc tế là sự hình thành - thất bại của chế độ “Bản vị vàng” và sự ra đời của chế độ “Bản vị đô la” tại hội nghị Bretton Wood vào năm 1944. Đến năm 1971, chế độ “Bản vị đô la” bị sụp đổ, tiếp theo đó là hai thập kỷ thực hiện chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi dẫn đến các vòng chu chuyển không lồ đã đẩy các đồng

tiền vượt xa giá trị ban đầu của nó tạo nên những nguy cơ bất ổn về tài chính. Đến đầu thập kỷ 80, chính phủ các nước đã thử nghiệm nhiều hệ thống khác nhau mà chúng ta sẽ có dịp nghiên cứu ở các chương sau.

Có thể nói trong suốt 30 năm qua tài chính quốc tế đã phát triển một cách mạnh mẽ và đã cho ra đời thị trường tài chính toàn cầu bao gồm : Thị trường ngoại hối quốc tế, thị trường đồng tiền Châu Âu, thị trường tín dụng Châu Âu, thị trường trái phiếu Châu Âu và thị trường chứng khoán



quốc tế .**Hình 1.3 : Môi trường tài chính quốc tế của các MNC .**

Tài chính quốc tế rất cần thiết cho các công ty đa quốc gia nhiều năm qua nhưng nó không phải là một khoa học chính xác. Hiện nay, ngay cả các công ty nhỏ hơn cũng nhận biết nhu cầu hiểu biết về quản trị tài chính quốc tế, vì kinh doanh quốc tế không nhất thiết chỉ dành cho các công ty lớn. Nếu các biện pháp hạn chế của các chính phủ không quá đáng, kinh doanh quốc tế sẽ tiếp tục lớn mạnh. Vì vậy, tất cả các quyết định quản trị tài chính liên quan đến việc kinh doanh của một công ty đa quốc gia, như tài trợ, quản trị vốn lưu động, lập ngân sách vốn, và đánh giá rủi ro quốc gia, sẽ trở nên thiết yếu hơn cho sự sống còn và thành quả của công ty.

Bước đầu tiên trong quản trị tài chính đa quốc gia là nhận diện mục tiêu tổng thể của một công ty đa quốc gia, vì không thể đưa ra các quyết định quản trị khi chưa xác lập được mục tiêu này. Mục tiêu của công ty đa quốc gia, giống như của một công ty nội địa thuần túy, sẽ là tối đa hoá tài sản cổ đông, khi tiêu chuẩn quyết định của một công ty đa quốc gia tương tự như của một công ty nội địa là tập hợp

các cơ hội có thể có để đạt được mục tiêu lớn hơn nhiều. Các cơ hội bổ sung này có thể đòi hỏi việc đánh giá nhiều hình thức rủi ro mà thường không được tính đến khi đánh giá các dự án nội địa. Nói chung, công ty đa quốc gia có một nhiệm vụ phức tạp hơn do có một tập hợp lớn hơn các chiến lược có thể có để đạt được mục tiêu và các rủi ro có thể có của các chiến lược này.

Tóm lại, nội dung của chương này là phát hoạ những nét cơ bản của bức tranh tài chính quốc tế, mà trong đó hạt nhân là các MNC. Vì vậy, hãy xem **hình 1.3** để có được một cái nhìn cụ thể và cái nhìn tổng quát về môn tài chính quốc tế.

Chương 2

CHU CHUYỂN VỐN QUỐC TẾ VÀ MỐI LIÊN HỆ GIỮA LẠM PHÁT – LÃI SUẤT - TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

2.1 CHU CHUYỂN VỐN QUỐC TẾ

Kinh doanh quốc tế được làm cho dễ dàng hơn nhờ các thị trường cho phép trao đổi ngoại tệ và chu chuyển vốn giữa các quốc gia. Các giao dịch phát sinh từ kinh doanh quốc tế có thể khiến cho tiền luân chuyển từ quốc gia này sang quốc gia khác. Trong chương này, chúng ta thảo luận về cán cân thanh toán, một thước đo của chu chuyển tiền tệ quốc tế. Ngoài ra, chúng ta cũng xác định các yếu tố ảnh hưởng đến các tài khoản của cán cân thanh toán. Cuối cùng là phần giới thiệu về các tổ chức giám sát giao dịch quốc tế.

2.1.1 CÁN CÂN THANH TOÁN

Cán cân thanh toán là một đo lường tất cả các giao dịch giữa các cư dân trong nước và cư dân nước ngoài qua một thời kỳ quy định. Việc dùng từ “tất cả các giao dịch” có thể gây hiểu lầm, bởi vì một vài giao dịch có thể được ước tính. Việc ghi nhận các giao dịch có thể được thực hiện qua **bút toán kép**. Tức là, mỗi giao dịch được ghi vào sổ hai lần trên tư cách là một khoản có và một khoản nợ. Như vậy, trên tổng thể tổng các khoản có và tổng các khoản nợ sẽ bằng nhau đối với một cán cân thanh toán của một quốc gia,

tuy nhiên đối với một phần nào của báo cáo cán cân thanh toán, có thể có vị thế thâm hụt hay thặng dư. Một bản báo cáo cán cân thanh toán có thể tách ra nhiều phần nhỏ khác nhau. Những phần được chú trọng nhiều nhất là tài khoản vãng lai và tài khoản vốn.

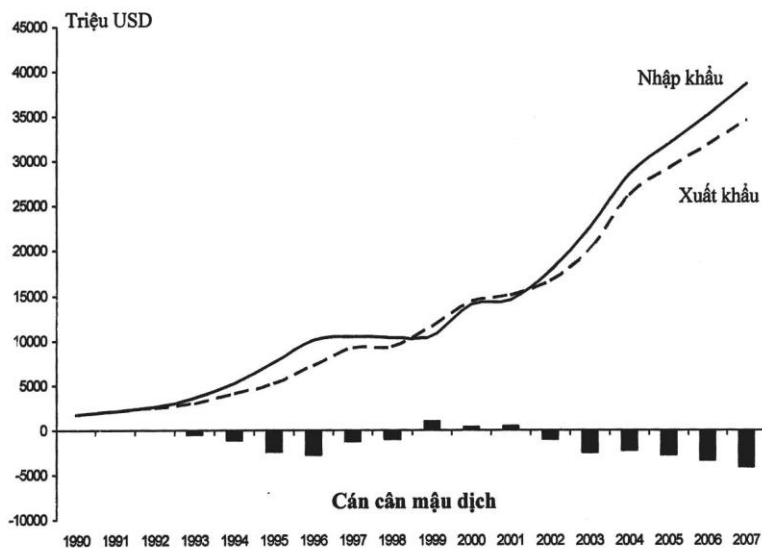
2.1.2 TÀI KHOẢN VÃNG LAI

Tài khoản vãng lai là một thước đo rộng nhất của mậu dịch quốc tế về hàng hoá và dịch vụ của một quốc gia. Thành phần chủ yếu của tài khoản này là **cán cân mậu dịch**, thuật ngữ này nói lên chênh lệch giữa xuất khẩu và nhập khẩu hàng hoá. Một thâm hụt trong cán cân mậu dịch tiêu biểu một giá trị hàng nhập khẩu lớn hơn hàng xuất khẩu. Ngược lại, một thặng dư phản ánh một giá trị hàng xuất khẩu lớn hơn hàng nhập khẩu. Ngoài ra, tài khoản vãng lai còn bao gồm **cán cân dịch vụ**, đó là số tiền chi trả thuận tiền lãi và lợi tức cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài, cũng như số tiền thu và chi từ du lịch quốc tế và các giao dịch khác. Cuối cùng tài khoản vãng lai cũng phản ánh các **chuyển giao đơn phương** bao gồm các khoản biếu tặng hay viện trợ của chính phủ và tư nhân.

Để có thể ví dụ về ảnh hưởng của giao dịch quốc tế đối với cán cân tài khoản vãng lai, hãy xem xét việc các du khách Việt Nam chi tiêu ở Singapore. Những chi tiêu này phản ánh một luồng tiền chi ra từ Việt Nam. Chúng sẽ làm giảm cán cân

tài khoản vãng lai của Việt Nam và làm tăng cán cân tài khoản vãng lai của Singapore. Ngược lại, nếu du khách người Singapore đến ăn tại một nhà hàng ở Việt Nam, chi tiêu của họ tượng trưng cho một luồng tiền thu vào cho Việt Nam. Như vậy, tài khoản vãng lai của Việt Nam sẽ tăng trong khi tài khoản vãng lai của Singapore giảm xuống.

Hình 2.1: Cán cân mậu dịch của Việt Nam



Hình 2.1 cho thấy cán cân mậu dịch của Việt Nam từ đầu thập niên 90 cho đến năm 2007. Xu hướng thâm hụt mậu dịch của Việt Nam cho đến 2007 là theo dự báo của Ngân hàng phát triển Châu Á ADB. Dự báo đến năm 2007, thâm hụt mậu dịch của Việt Nam là khoảng 4,1 tỷ đôla.

Việc chu chuyển vốn quốc tế cũng xảy ra để chi trả cho nhập khẩu và được tính vào khi tính toán một tài khoản vãng lai của một quốc gia. Thí dụ, một nhà hàng đặt cơ sở ở Việt Nam nhập khẩu rượu vang của Pháp sẽ phải đưa tiền ra khỏi Việt Nam để chi trả, do đó làm giảm tài khoản vãng lai của Việt Nam. Ngược lại, một nhà sản xuất cà phê của Việt Nam xuất khẩu hàng sang Thụy Sĩ sẽ nhận được tiền chi trả từ nước ngoài và làm tăng tài khoản vãng lai của Việt Nam.

Những thay đổi quá khứ trong mậu dịch Châu Âu. Từ khi Đạo luật Châu Âu Thống Nhất được thể hiện để bãi bỏ các hàng rào mậu dịch hiện và ẩn, xuất khẩu và nhập khẩu giữa các quốc gia Châu Âu được kỳ vọng sẽ gia tăng đáng kể. Cán cân mậu dịch của bất cứ một quốc gia Châu Âu nào so với các quốc gia Châu Âu khác có thể tùy thuộc vào mức độ nghiêm ngặt của các hàng rào đã có trước đây. Thí dụ, một quốc gia Châu Âu đã áp đặt các hàng rào tương đối lớn trên nhập khẩu sẽ có một gia tăng lớn trên nhập khẩu. Ngược lại, một quốc gia Châu Âu khác có hàng rào nhỏ hơn sẽ không có thay đổi bởi vì các cơ hội xuất khẩu đến quốc gia đó đã có sẵn. Sự hội nhập giữa các quốc gia

Châu Âu có thể có tác động quan trọng đến cán cân mậu dịch giữa các quốc gia Châu Âu và các quốc gia ngoài Châu Âu. Có thể có hai trường hợp xảy ra như sau:

Trường hợp 1: “Châu Âu pháo đài” – không trả đũa. Một vài nhà phân tích đã cho rằng trong khi các quốc gia Châu Âu cắt giảm hàng rào mậu dịch trong phạm vi Châu Âu, họ sẽ kết hợp lại để đặt các hàng rào cho hàng nhập khẩu từ các quốc gia không phải Châu Âu. Khảo hướng này được gọi là “Châu Âu pháo đài”, theo đó các công ty Châu Âu được bảo hộ chống lại các nhà xuất khẩu bên ngoài Châu Âu. Nếu các quốc gia Châu Âu cho rằng các hàng rào mậu dịch của các quốc gia khác như Nhật và Mỹ là quá đáng, họ có thể áp đặt các hàng rào đối với hàng hoá xuất khẩu từ các quốc gia này. Thí dụ, vào năm 1999 – 2000, các quốc gia Châu Âu đã cấm nhập thịt bò xử lý bằng các hóc môn tăng trưởng từ Mỹ. Ngoài ra, vào những năm 90 họ cũng ấn định giá sàn cho các chip bộ nhớ máy tính nhập từ Nhật, sau khi buộc tội Nhật “bán phá giá” (bán thấp hơn giá thành) các chip bộ nhớ máy tính ở Châu Âu. Nếu các quốc gia Âu Châu gia tăng các hàng rào, xuất khẩu thuần của họ sẽ gia tăng.

Đối với một vài quốc gia Châu Âu, hàng rào mậu dịch đối với nhập khẩu từ các quốc gia bên ngoài cộng đồng Châu Âu có thể bị cắt giảm. Chẳng hạn, những quốc gia có

hạn ngạch rất hạn chế đối với nhập khẩu ô tô của Nhật có thể phải tuân thủ một hạn ngạch EC thống nhất. Trước đây Ý duy trì một hạn ngạch 3.500 xe Nhật, ít hơn thị trường của mình 1%. Hạn ngạch EC có thể từ 10 đến 11%.

Nếu hầu hết các hàng rào mậu dịch EC bên ngoài cộng đồng gia tăng, các công ty vừa và nhỏ xuất khẩu sang Châu Âu có thể bị ảnh hưởng ngược lại. Ngoài ra, việc bãi bỏ các hàng rào giữa các quốc gia Châu Âu có thể tăng cường sự cạnh tranh giữa các quốc gia này. Đây là một lý do khác tại sao các nhà xuất khẩu sang Châu Âu có thể bị bất lợi. Các nhà xuất khẩu quá nhỏ không thể tính đến việc đầu tư nước ngoài trực tiếp có thể bị đẩy ra khỏi thị trường.

Trường hợp 2: “Châu Âu pháo đài” - trả đũa.
Nếu các quốc gia không phải Châu Âu trả đũa đối với khẩu hướng “Châu Âu pháo đài”, lúc đó thay đổi trong xuất khẩu thuần của các quốc gia Châu Âu khó dự đoán hơn. Trong khi nhập khẩu từ các quốc gia không phải Châu Âu giảm, xuất khẩu đến những quốc gia này cũng giảm.

Nói chung khẩu hướng “Châu Âu pháo đài” có thể được coi là không thích hợp vì nó có thể đưa đến sút giảm mậu dịch quốc tế. Tuy nhiên, nếu nó chỉ được dùng như một răn đe đối với các hàng rào mậu dịch quá cao từ các quốc gia không phải Châu Âu, chứ không được thực thi liên

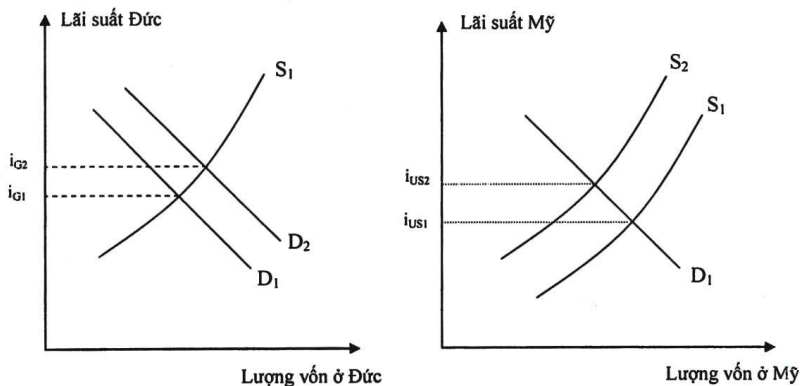
tục, thì theo quan điểm của các nhà kinh tế Châu Âu, khảo hướng này có thể thực sự khuyến khích mạo dịch tự do.

Tài khoản vốn: Tài khoản vốn phản ánh các thay đổi trong tài sản ngắn hạn và dài hạn mà quốc gia sở hữu. Đầu tư nước ngoài dài hạn bao gồm tất cả đầu tư vốn giữa các quốc gia, kể cả đầu tư nước ngoài trực tiếp và mua chứng khoán với kỳ hạn trên một năm. Đầu tư nước ngoài ngắn hạn gồm các lưu lượng vốn đầu tư vào chứng khoán có kỳ hạn dưới một năm. Do kỳ hạn ngắn, nhà đầu tư những chứng khoán này thường duy trì vốn của họ ở một quốc gia nào đó chỉ trong một thời gia ngắn, tạo nên biến động nhanh của các dòng vốn đầu tư ngắn hạn theo thời gian.

Những thay đổi quá khứ trong chu chuyển vốn ở Châu Âu. Vốn chu chuyển đáp ứng với các qui định thay đổi theo thời gian. Khi hiệp định Châu Âu hợp nhất năm 1987 được thực hiện để đạt được hội nhập toàn Châu Âu, các luồng vốn được chuyển hướng về các quốc gia Châu Âu để tài trợ các dự án mới có thể thực hiện. Kết quả là vốn chuyển dịch đến các nước khác ít hơn, do đó nguồn cung vốn có sẵn trở nên thấp hơn nhu cầu về vốn. Hậu quả là có một áp lực gia tăng lãi suất ở các nước này. Luân chuyển vốn giữa các quốc gia cũng chịu ảnh hưởng do cuộc tái thống nhất nước Đức cuối năm 1989. Việc khuyến khích kinh doanh sau khi thống nhất nước Đức tạo nên một gia

tăng đáng kể nhu cầu về vốn ở đây. Vào tháng 08.1990, lãi suất ở Tây Đức đạt mức cao nhất trong 7 năm trước đó. Các dòng vốn chuyên hướng về Đức để tài trợ các dự án mới. Kết quả là lượng vốn chuyển đến Mỹ và các nước khác ít đi, làm cho lãi suất ở các nước này tăng (**hình 2.2**). Như vậy, dao động lãi suất giữa các quốc gia có mối tương quan rất cao, cũng như số lượng các luồng vốn chảy vào và chảy ra từ hầu hết các quốc gia đều chịu ảnh hưởng của cùng các yếu tố.

Hình 2.2: Ảnh hưởng của sự tái thống nhất nước Đức đối với lãi suất



Để minh họa cho sự quan trọng của các dòng vốn đầu tư quốc tế, hãy xem việc các nhà đầu tư Nhật thường mua từ 15% đến 30% các trái khoán kỳ hạn 30 năm do Bộ Tài chính Mỹ phát hành. Ngoài ra, các nhà đầu tư Nhật còn tham gia khoảng 25% khối lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán NewYork. Một vài nhà phân tích cho rằng hành động của các nhà đầu tư đã gây ra hai lần sụt giảm thị trường chứng khoán lớn nhất trong thập niên 1980. Lần phá sản ngày 19/10/1987 bắt đầu sau khi các nhà đầu tư Nhật bán một lượng rất lớn dự trữ trái phiếu kho bạc Mỹ, đẩy các lãi suất tăng nhanh một cách đột ngột. Ngày 13/10/1989, thị trường chứng khoán sụt giảm sau khi hai ngân hàng Nhật quyết định không hỗ trợ tài chính cho các giám đốc UAL mua công ty UAL ở mức đề nghị 6.75 tỷ. Sự kiện này có vẻ như để làm cho các nhà đầu tư tin rằng không thể hoàn thành các việc hợp nhất hay sáp nhập sáp tới bởi vì không có hỗ trợ đầy đủ của các nhà đầu tư.

2.1.3 CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CÁN CÂN TÀI KHOẢN VĂNG LAI

Khi phân tích các yếu tố tác động đến tài khoản vãng lai, chúng ta dựa trên nguyên tắc **ceteris paribus**. Nghĩa là, khi nghiên cứu tác động của một nhân tố thì ta cố định các nhân

tổ khác. Do cán cân tài khoản vãng lai của một quốc gia có thể ảnh hưởng đáng kể đến nền kinh tế của quốc gia đó, việc xác định và điều phối các yếu tố ảnh hưởng đến cán cân tài khoản vãng lai rất quan trọng. Các yếu tố ảnh hưởng nhiều nhất là:

- Lạm phát
- Thu nhập quốc dân
- Tỷ giá hối đoái
- Các biện pháp hạn chế của chính phủ

Ảnh hưởng của lạm phát: Nếu một quốc gia có tỷ lệ lạm phát tăng so với các quốc gia khác có quan hệ mậu dịch, thì tài khoản vãng lai của quốc gia này sẽ giảm nếu các yếu tố khác bằng nhau. Bởi vì người tiêu dùng và các doanh nghiệp trong nước hầu như sẽ mua hàng nhiều hơn từ nước ngoài (do lạm phát trong nước cao), trong khi xuất khẩu sang các nước khác sẽ sụt giảm.

Ảnh hưởng của thu nhập quốc dân : Nếu mức thu nhập của một quốc gia (thu nhập quốc dân) tăng theo tỷ lệ cao hơn tỷ lệ tăng của các quốc gia khác, tài khoản vãng lai của quốc gia đó sẽ giảm nếu các yếu tố khác bằng nhau. Do mức thu nhập thực tế (đã điều chỉnh do lạm phát) tăng, mức tiêu thụ hàng hoá cũng tăng. Một tỷ lệ gia tăng trong tiêu thụ hầu như sẽ phản ánh một mức cầu gia tăng đối với hàng hoá nước ngoài. Để minh hoạ ảnh hưởng tiềm ẩn của

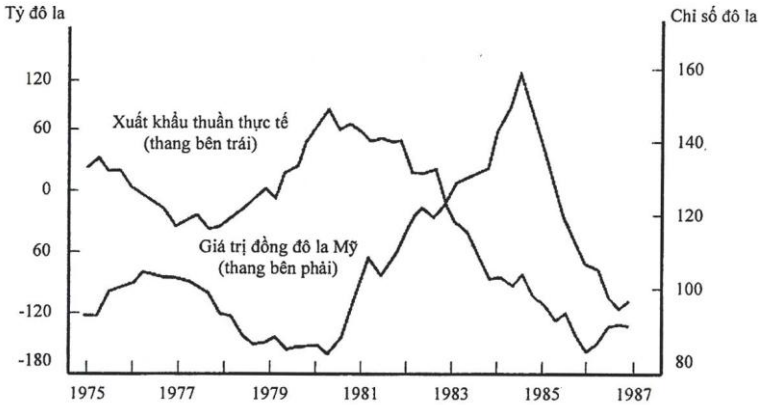
thu nhập quốc dân đối với cán cân tài khoản vãng lai, ta hãy xem cuộc họp tháng 7/1989 giữa các cường quốc, trong đó Mỹ đã yêu cầu các quốc gia khác thúc đẩy các nền kinh tế của họ. Loại chính sách này sẽ gia tăng nhu cầu hàng hoá ở nước Mỹ, Tuy nhiên các nước như Nhật và Đức đang bận tâm hơn về việc cắt giảm lạm phát. Vì vậy, họ luôn muốn thực hiện chính sách thúc đẩy kinh tế, kết quả là Mỹ phải tìm các giải pháp khác để giải quyết vấn đề thâm hụt lớn trong cán cân mậu dịch của mình. Việc bãi bỏ “bức màn sắt” đã thúc đẩy kinh tế Châu Âu vào cuối năm 1989 và trong năm 1990 đưa đến nhu cầu cao đối với hàng hoá Mỹ. Trên thực tế, Mỹ đã có thặng dư cán cân mậu dịch đối với các nước Châu Âu trong bốn tháng đầu năm 1990, một tiến bộ quan trọng so với thâm hụt 1,3 tỷ trong năm 1989.

Ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái : Nếu đồng tiền của một nước bắt đầu tăng giá so với đồng tiền của các nước khác, tài khoản vãng lai của nước đó sẽ giảm nếu các yếu tố khác bằng nhau. Hàng hoá xuất khẩu từ nước này sẽ trở nên mắc hơn đối với các nước nhập khẩu nếu đồng tiền của họ mạnh. Thí dụ, một nhà nhập khẩu Thụy Sĩ sẽ phải trả 200 đồng franc Thụy Sĩ cho một cây vợt tennis với giá bán 100 đô la ở Mỹ nếu một đô la trị giá bằng 2 franc. Tuy nhiên nếu một đô la trị giá 3 franc, sẽ phải mất 300 franc để mua cây vợt, và do đó có thể làm giảm nhu cầu của người Thụy

Sỹ đối với món hàng này, sẽ có mối liên quan này giữ tỷ giá hối đoái và cán cân tài khoản vãng lai khi hàng hoá mua bán có tính **co giãn theo giá**. Trong cuối thập niên 1990, giá trị đồng đô la tăng tới mức cao kỷ lục. Đây là lý do chính tại sao mâu dịch của Mỹ với các nước khác thay đổi so với trước đó. Đồng đô la mạnh đã khuyến khích Mỹ nhập khẩu và làm giảm nhu cầu hàng hoá Mỹ ở nước ngoài. Thâm hụt của Mỹ trong năm 2000 đạt đến mức kỷ lục trên 400 tỷ đô la.

Mối liên hệ giữa **xuất khẩu thuần thực tế** (xuất khẩu đã điều chỉnh theo lạm phát trừ nhập khẩu đã điều chỉnh theo lạm phát) và giá trị thực (đã điều chỉnh theo lạm phát) của đồng đô la được trình bày trong **hình 2.3**. Như đã dự kiến, mối liên quan nghịch chiều giữa xuất khẩu thuần thực tế và giá trị thực của đồng đô la đã hiện diện trong hầu hết thời kỳ 1972- 1987. Tuy nhiên từ năm 1985 đến đầu năm 1987, xuất khẩu thuần thực tế giảm ngay cả khi đồng đô la giảm giá. Mối liên hệ mâu thuẫn này giữa tỷ giá hối đoái và cán cân mâu dịch được giải thích như sau:

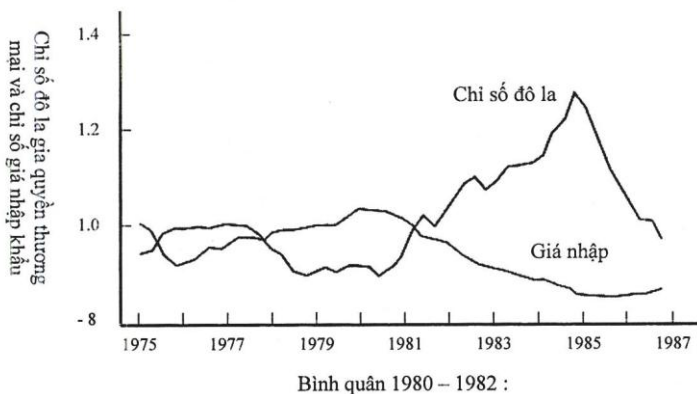
Hình 2.3 : Mối liên hệ giữa giá trị đồng đô la và xuất khẩu thực tế của Mỹ



Trong suốt thời gian đô la yếu, nhiều nhà xuất khẩu hàng sang Mỹ có thể bù trừ phần giá đô la cao hơn sẽ được trả cho hàng của họ bằng cách giảm giá. Giả dụ rằng bàn viết sử dụng cho văn phòng nhập từ Đức được định giá 500 mác Đức. Nếu 1 mác trị giá 0,40 đô la, một doanh nghiệp Mỹ sẽ phải trả 200 đô la cho một bàn viết này. Nếu đồng mác tăng giá 25% lên 0,50 đô la, giá bàn viết sẽ tăng lên đến 250 đô la. Nhà sản xuất bàn có thể xem xét việc cắt giảm giá xuống 400 mác Đức cho các doanh nghiệp Mỹ, để giá bàn vẫn giữ ở mức 200 đô la. Trong thí dụ này, các nhà sản xuất chịu tác động của việc giảm giá đô la. Việc giảm giá

không chỉ làm giảm mức lợi nhuận của nhà sản xuất, trong một vài trường hợp, có thể đưa đến thiệt hại. Tuy nhiên, nếu việc đồng đô la yếu được xem là ngắn hạn, phần thiệt hại này được xem là đáng để duy trì thị phần. Một khi đồng đô la mạnh lên, nhà sản xuất có thể điều chỉnh giá lên để lấy lại mức lợi nhuận trước đây.

Hình 2.4 : Mối liên hệ giữa giá trị đồng đô la và giá nhập khẩu



Trên thực tế, họ có thể tính cho các doanh nghiệp Mỹ giá cao hơn 500 mác Đức trong suốt thời gian đồng đô la mạnh để bù trừ cho sức mua ngang giá tăng của các doanh nghiệp Mỹ. Việc điều chỉnh giá thực sự của họ phần nào tùy thuộc vào cạnh tranh. Nếu có nhiều đối thủ nước ngoài cạnh tranh, việc điều chỉnh giá sẽ tùy thuộc vào giá mà các đối thủ nước

ngoài của họ tính cho các khách hàng Mỹ. Nếu các đối thủ cạnh tranh chính ở tại Mỹ, doanh nghiệp xuất khẩu hàng sang Mỹ có mức linh hoạt lớn hơn để nâng giá trong suốt thời gian đồng đô la mạnh, vì đồng đô la mạnh sẽ không có lợi trực tiếp cho các đối thủ này của họ.

Để có một thí dụ thực tế, hãy xem trường hợp của Công ty Fujinon Optical, một công ty xuất khẩu Nhật, trong năm 1985 đã định giá ống nhòm hàng hải là 93.600 Yên Nhật. Vào lúc này, giá trị đồng đô la là 240 Yên Nhật, vì vậy các công ty nhập khẩu Mỹ có thể mua ống nhòm này với giá 390 đô la ($93.600/240$). Vào tháng 7 năm 1986 đồng đô la sụt giá đáng kể và chỉ còn bằng 156 Yên Nhật. Với tỷ giá 1 đô la bằng 156 Yên Nhật, giá này sẽ bằng 430 đô la, cao hơn giá các nhà nhập khẩu Mỹ mua năm 1985 là 10%. Tuy vậy, giá của Fujinon nếu tính bằng đồng Yên thấp hơn giá vào mùa thu năm 1985 đến 28%.

Giá cả của nhiều hàng hoá của Nhật như áo sơ mi, áo ngắn, quần jean, túi xách, viết bi và đĩa hát cũng được cắt giảm, tối đa khoảng 25%, để đáp ứng với sự rớt giá của đồng đô la. Bộ lao động Mỹ ước tính từ tháng 03/1985 đến tháng 09/1987, chỉ có 46% của sự sụt giá bình quân 29% của đồng đô la được phản ánh trong giá cả hàng hoá do các

công ty Mỹ nhập khẩu, cho thấy các công ty xuất khẩu nước ngoài đã hấp thụ hết phần 54% còn lại.

Hình 2.4 : cho thấy giá hàng nhập khẩu Mỹ đáp ứng thế nào với những dao động trong tỷ giá hối đoái trung bình của các đồng tiền chính (so với đô la) theo thời gian. Trong thập niên 70 và đầu thập niên 80, có mối liên hệ nghịch chiều rõ ràng giữa hai biến số này. Tuy nhiên, khi đồng đô la Mỹ bắt đầu suy yếu năm 1985, giá hàng nhập khẩu Mỹ sẽ tăng nhẹ - điều này xác nhận rằng các công ty xuất khẩu không phải là công ty Mỹ đã bù đắp phần đồng đô la yếu cho các công ty nhập khẩu Mỹ bằng cách giảm giá .

Bài Đọc Thêm

Đo lường ảnh hưởng của dao động tỷ giá hối đoái đối với mậu dịch quốc tế

Tính đáp ứng nhanh của xuất khẩu, nhập khẩu hay cán cân mậu dịch đối với tỷ giá hối đoái có thể được đo lường bằng phân tích hồi quy (xin xem chi tiết về phân tích hồi quy ở phần phụ lục). Thí dụ, một cuộc nghiên cứu mới đây đã phân tích tỷ giá hối đoái ảnh hưởng thế nào đến ngành nhập khẩu hàng dệt của Mỹ. Phương trình hồi quy sau đây được áp dụng:

$$\begin{aligned} (\% \text{ thay đổi trong nhập khẩu} &= b_0 + b_1 (\% \text{ thay đổi trong tỷ giá} \\ \text{thực của đô la})_{t-1} &+ b_2 (\% \text{ thay đổi trong GNP} \\ \text{hàng dệt Mỹ})_t &+ u_t \end{aligned}$$

Trong đó b_0, b_1 và b_2 tiêu biểu cho các hệ số hồi quy, t tiêu biểu cho quý (3 tháng) và u tiêu biểu cho một đại lượng sai số.

Tỷ giá thực của đô la là tỷ giá bình quân tính theo trọng lượng mậu dịch có điều chỉnh theo lạm phát. GNP thực cũng điều chỉnh theo lạm phát. Lưu ý rằng mối liên hệ diễn tả trong phương trình được thiết kế để nắm được tác động trễ của các biến số độc lập đối với nhập khẩu. Mô hình hồi quy được áp dụng cho các dữ kiện từng quý từ năm 1990 đến 1999. Kết quả của mô hình hồi quy như sau :

(% thay đổi trong nhập khẩu = - 29,41 + 1,33 (% thay đổi trong tỷ giá thực của đô la)_{t-1} hàng dệt Mỹ)_t + 2,91 (% thay đổi trong GNP thực)_{t-1}

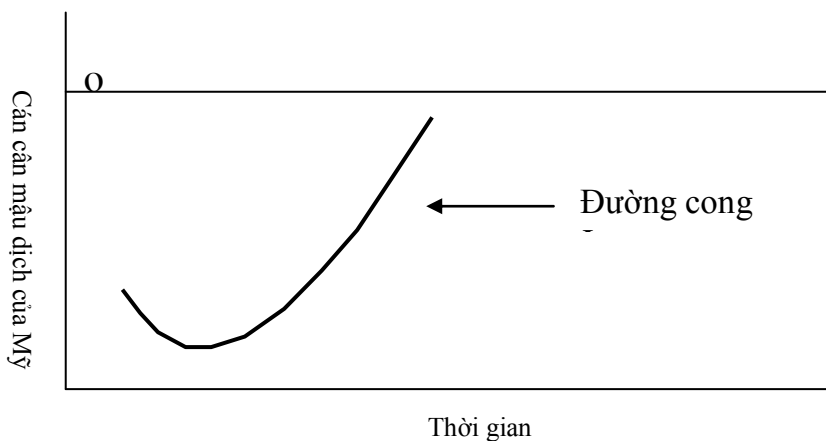
Hệ số hồi quy 1,33 cho thấy một thay đổi 1% trong tỷ giá thực của một đồng đô la đưa đến thay đổi 1,33% trong nhập khẩu hàng dệt sau đó một quý. Hơn nữa, $b_2 = 2,91$, tức thay đổi 1% trong GNP kéo theo thay đổi 2,91% trong nhập khẩu hàng dệt sau đó một quý. Cả hai mối liên hệ này rất đáng kể về mặt thống kê. Kết quả cho thấy có thể gia tăng trong nhập khẩu hàng dệt bắt nguồn từ một gia tăng có sẵn trong giá trị đồng đô la có điều chỉnh theo lạm phát và trong tăng cường GNP.

Khi các công ty xuất khẩu không bù đắp cho các công ty nhập khẩu Mỹ cho đồng đô la yếu, hầu như chắc chắn là các công ty nhập khẩu sẽ tìm một nguồn hàng khác để thay thế. Tuy nhiên, họ có thể không muốn quay sang các doanh nghiệp Mỹ. Do đồng tiền của các quốc gia lớn khác tăng giá so với đồng đô la từ năm 1986 đến năm 1988, nhiều công ty nhập khẩu Mỹ chuyển sang các quốc gia khác có đồng tiền không tăng giá. Thí dụ, tiền của các nước như Singapore, Đài Loan, Hồng Kông và Hàn Quốc tương đối

ổn định so với đồng đô la. Kết quả là thâm hụt mậu dịch của Mỹ với các nước này tăng, vượt quá phần bù trừ cho bất cứ ảnh hưởng thuận lợi nào đối với cán cân mậu dịch các nước khác. Một lý do khác tại sao đồng đô la yếu sẽ không luôn luôn làm giảm thâm hụt mậu dịch của Mỹ là các giao dịch mậu dịch quốc tế thường được sắp xếp trước và không thể điều chỉnh tức khắc.

Như thế, các công ty nhập khẩu không phải Mỹ có thể bị các doanh nghiệp Mỹ hấp dẫn do đồng đô la yếu, nhưng họ không thể cắt đứt ngay quan hệ của họ với các nhà cung cấp từ các quốc gia khác. Theo thời gian, họ có thể tận dụng đồng đô la yếu bằng cách mua hàng nhập từ Mỹ nếu họ tin rằng đồng đô la còn tiếp tục yếu. Thời gian trễ giữa đồng đô la yếu và nhu cầu tăng đối với các sản phẩm Mỹ của các doanh nghiệp không phải Mỹ đôi khi được ước tính là 18 tháng hay lâu hơn.

Hình 2.5 Phản ứng của cán cân mậu dịch Mỹ đối với một đồng đô la yếu



Cũng có một mối liên hệ trễ giữa giá trị đồng đô la và số lượng nhập khẩu của Mỹ, với cùng lý do. Các công ty nhập khẩu Mỹ sẽ không ngay tức khắc chuyển sang mua hàng sản xuất tại Mỹ khi đồng đô la yếu. Có thể họ đã thiết lập một mối liên hệ dài hạn với các nhà cung cấp không phải Mỹ, hay họ có thể tin rằng ở Mỹ không có hàng thay thế đủ phẩm chất như các hàng hoá này. Với một số lượng ổn định hàng đã nhập khẩu và một đồng đô la yếu, giá trị nhập khẩu bằng đô la tăng. Vì vậy cán cân mậu dịch của

Mỹ có thể thực sự xấu đi trong ngắn hạn do đồng đô la sụt giá. Cán cân này chỉ có thể được cải thiện khi các nhà nhập khẩu Mỹ và không phải Mỹ đáp ứng với thay đổi trong sức mua do đồng đô la yếu gây ra. Điều này tượng trưng cho cái gọi là hiệu ứng đường cong J, như trong **hình 2.5**. Đường đi xuống sâu hơn trong cán cân mậu dịch trước khi đi lên tạo nên một đường cong trông giống chữ J.

Ảnh hưởng của các biện pháp hạn chế của chính phủ: Nếu chính phủ của một quốc gia đánh thuế trên hàng nhập khẩu, giá của hàng nước ngoài đối với người tiêu dùng tăng trên thực tế. Thuế suất thuế nhập khẩu do chính phủ Mỹ ấn định trung bình thấp hơn so với các chính phủ khác. Tuy nhiên, một vài ngành công nghiệp được bảo hộ bằng thuế nhập khẩu cao hơn các ngành khác. Các sản phẩm ngành may mặc và nông phẩm Mỹ được bảo hộ nhiều hơn nhằm chống lại cạnh tranh nước ngoài nhờ thuế nhập khẩu cao đánh vào hàng nhập khẩu có liên quan. Việc gia tăng áp dụng thuế nhập khẩu nhằm làm tăng cán cân tài khoản vãng lai của Mỹ, trừ trường hợp các chính phủ khác trả đũa.

Có chênh lệch lớn trong thuế nhập khẩu giữa các quốc gia. Thí dụ, năm 1990, Mỹ đánh thuế nhập khẩu 13.5 xu trên một thùng bia nước ngoài, trong khi thuế nhập khẩu của Canada là 24xu/thùng, của hầu hết các nước Châu Âu là 2,93 đô la/thùng và của Trung Quốc là 14,60 đô la/thùng.

Ngoài thuế nhập khẩu, một chính phủ có thể cắt giảm nhập khẩu bằng cách áp dụng một hạn ngạch, hay giới hạn tối đa có thể nhập khẩu. Hạn ngạch thường được Mỹ và các nước khác áp dụng cho rất nhiều loại hàng hoá nhập khẩu.

Hạn chế mậu dịch có thể bảo vệ công ăn việc làm, nhưng phải trả giá. Một cuộc nghiên cứu mới đây của Viện Kinh tế Quốc tế ước tính chi phí của mỗi việc làm được bảo vệ được lên đến 705.000 đô la cho ngành công nghệ xe hơi Mỹ và một triệu đô la cho công nghiệp thép chuyên ngành. Ngoài ra, hạn chế mậu dịch thường chỉ làm lợi cho một vài ngành công nghiệp, trong khi gây bất lợi cho các ngành khác khi các quốc gia khác trả đũa bằng cách áp dụng các biện pháp hạn chế mậu dịch của họ. Trong trường hợp này, nhập khẩu của cả hai quốc gia có thể sụt giảm làm cho mức tài khoản vãng lai không chênh lệch gì lắm so với mức trước khi áp dụng vòng đầu các biện pháp hạn chế mậu dịch.

Sau đây là một thí dụ về hạn chế mậu dịch. Vào tháng 7/1983, theo yêu cầu của ngành công nghiệp thép, chính phủ Mỹ quy định hạn ngạch cho thép chuyên ngành nhập vào Mỹ, để giúp ngành chống lại cạnh tranh từ các nhà sản xuất nước ngoài. Hành động này không được xem là hợp pháp, căn cứ trên các điều khoản của **Hiệp định chung về thuế quan và mậu dịch** (GATT) thành lập từ năm 1947.

Các quy định của GATT chỉ cho phép hạn chế mậu dịch để trả đũa các hành động mậu dịch bất hợp pháp của các nước khác, chẳng hạn như việc một chính phủ trợ cấp xuất khẩu. Các biện pháp hạn chế mậu dịch do chính phủ Mỹ áp dụng có vẻ bất hợp pháp bởi vì chúng chỉ nhằm làm tăng lợi thế cạnh tranh của ngành công nghiệp thép trong thị trường nội địa. Kết quả là chính phủ Mỹ bị buộc phải chấp nhận các hạn chế có cùng giá trị đối với xuất khẩu của mình. Ngay sau đó, một nhóm các quốc gia Châu Âu công bố rằng họ sẽ trả đũa bằng cách áp dụng thuế nhập khẩu và hạn ngạch cho hoá chất, nhựa và hàng thể thao của Mỹ xuất sang nước họ. Chính phủ Mỹ cho rằng các hành động trả đũa này quá đáng và xem xét các biện pháp trả đũa trên các mặt hàng khác nhập vào Mỹ từ các quốc gia này. Trong thí dụ này, ngành công nghiệp thép Mỹ được lợi từ các biện pháp hạn chế mậu dịch do chính phủ thực thi, nhưng các ngành hoá chất, nhựa và hàng thể thao chịu ảnh hưởng ngược lại do các hành động trả đũa của các nước Châu Âu. Qua thời gian, có nhiều cố gắng để giảm bớt các hạn chế mậu dịch. Một trong những nỗ lực mới đây nhất được tiêu biểu bởi **Đạo luật mậu dịch và thuế quan năm 1984** (còn được gọi là **Đạo luật Omnibus**, có hiệu lực từ tháng 10/1984). Đạo luật này bao gồm các điều khoản khuyến khích chung mậu dịch tự do. Trong năm 1989, các thành viên GATT đã đạt tiến bộ

xa hơn trong việc tự do hoá mậu dịch thế giới bằng cách bãi bỏ trợ cấp nông nghiệp. Họ cũng thoả thuận củng cố quyền lực của GATT trong điều phối mậu dịch. Có một vài phản đối từ các nhóm có quyền lợi đặc biệt tiêu biểu cho nông nghiệp, ngành dệt và các ngành công nghiệp khác muốn được bảo hộ nhiều hơn. Năm 1990, Mỹ và Nhật đạt được một thoả thuận, theo đó Nhật sẽ cắt giảm các hạn chế mậu dịch của mình, trong khi Mỹ sẽ áp dụng các biện pháp để cải thiện khả năng cạnh tranh toàn cầu.

Trong những năm gần đây, thâm hụt lớn cán cân mậu dịch của Mỹ đã thúc đẩy chính phủ Mỹ buộc các quốc gia khác giảm bớt các hạn chế mậu dịch của họ. Thí dụ, năm 1988 Mỹ làm áp lực để Đài Loan cắt giảm thuế nhập khẩu. Chính phủ Đài Loan phải tuân thủ các yêu cầu của Chính phủ Mỹ, bởi vì gần phân nửa xuất khẩu của Đài Loan là sang Mỹ. Nếu Đài Loan không cắt giảm thuế nhập khẩu, Mỹ có thể trả đũa đối với xuất khẩu của Đài Loan. Chính phủ Mỹ cũng làm áp lực với Hàn Quốc để làm nước này cắt giảm thuế nhập khẩu năm 1988.

Đối với một vài ngành công nghiệp, chính phủ vẫn duy trì các hạn chế về ngoại thương. Thí dụ, các nhà sản xuất xe hơi chính của Mỹ đã gây áp lực với chính phủ yêu cầu chính phủ Nhật giới hạn xuất khẩu xe từ Nhật sang Mỹ.

Chính phủ Nhật đã tuân thủ yêu cầu này, và đã hạn chế xuất khẩu xe sang Mỹ từ năm 1985.

Bài đọc thêm

Các hàng rào mậu dịch của Nhật có thái quá?

Đôi khi các hàng rào mậu dịch tiềm ẩn của một chính phủ có thể ảnh hưởng quan trọng đến mậu dịch quốc tế. Nhật Bản nổi tiếng với các hàng rào ẩn, như tiêu chuẩn chất lượng sản phẩm quá nghiêm ngặt đối với hàng hoá nhập khẩu. Một vài nhà kinh tế lập luận rằng chính các hàng rào này đã làm kéo dài thâm hụt mậu dịch của Mỹ với Nhật. Tuy nhiên, một số khác lại quy trách nhiệm sự thâm hụt này do chất lượng sản phẩm hảo hạng và hiệu năng sản xuất của Nhật.

Nền kinh tế Nhật đã được hưởng lợi rất nhiều từ tham gia mậu dịch quốc tế kể từ Thế chiến II. Nhật đã có thặng dư cán cân mậu dịch từ đầu thập niên 1980. Một vài quốc gia đã công khai chỉ trích Nhật về việc áp dụng các chính sách bảo hộ để tối đa hoá xuất khẩu và giới hạn nhập khẩu, và Nhật đã phản ứng lại sự phê bình này bằng cách cắt giảm có mức độ các hàng rào mậu dịch của mình.

Một cuộc nghiên cứu mới đây dùng phương pháp phân tích hồi quy để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến mức xuất khẩu và nhập khẩu của Mỹ từ Nhật. Phân tích này

cho thấy hầu hết các biến động trong xuất khẩu và nhập khẩu đều liên quan đến các biến số kinh tế (như giá cả và thu nhập của quốc gia) và tỷ giá hối đoái, nhưng không liên quan đến các hàng rào mậu dịch của chính phủ. Điều này cho thấy rằng việc áp đặt các hàng rào mậu dịch không tác động lớn đến cán cân mậu dịch .

Ngoài việc áp dụng các biện pháp hạn chế, chính phủ cũng có các cách khác có thể ảnh hưởng đến tài khoản vãng lai. Các chính sách tiền tệ và tài khoá có thể ảnh hưởng đến các biến số kinh tế như mức lạm phát và thu nhập, và các biến số này lại tác động đến cán cân tài khoản vãng lai. Ngoài ra, chính phủ có thể trợ cấp cho một số các doanh nghiệp, nhờ đó có thể tăng cường tiềm năng xuất khẩu của các doanh nghiệp này. Thí dụ, năm 1991 chính phủ Pháp đã cung cấp những khoản trợ cấp khổng lồ cho hai trong số các công ty điện tử lớn. Một vài quốc gia Châu Âu đã chỉ trích hành động này vì không nhất quán với các bãi bỏ trước đó về các hạn chế và trợ cấp có thể cản trở mậu dịch tự do.

Sự tương tác của các yếu tố. Để đơn giản hóa, tác động của mỗi yếu tố kinh tế và hạn chế của chính phủ đã được đánh giá riêng rẽ, không tính tới các yếu tố khác. Các yếu tố vừa được trình bày tác động lẫn nhau, vì vậy ảnh hưởng đồng thời của chúng đối với cán cân mậu dịch rất

phức tạp. Thí dụ, khi một tỉ lệ lạm phát của Mỹ cao làm giảm tài khoản vãng lai, nó cũng tạo áp lực làm giá trị đồng đô la sụt giảm. Do đồng đô la yếu có thể cải thiện tài khoản vãng lai, nó có thể bù trừ một phần ảnh hưởng của lạm phát đối với tài khoản này. Phân tích hồi quy thường được sử dụng để đánh giá ảnh hưởng đã qua của một hay nhiều yếu tố đối với tài khoản

2.2 MỐI QUAN HỆ GIỮA LẠM PHÁT – LÃI SUẤT VÀ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

2.2.1 LÝ THUYẾT NGANG GIÁ SỨC MUA

Xét về mặt lý thuyết, nếu các yếu tố khác như nhau, khi tỷ lệ lạm phát của một nước tăng tương đối so với một nước khác, mức cầu của đồng tiền nước đó giảm do xuất khẩu giảm do giá cao hơn. Ngoài ra, người tiêu dùng và các công ty trong nước có lạm phát cao có xu hướng tăng nhập khẩu. Cả hai lực này tạo áp lực giảm giá đồng tiền của nước có mức lạm phát cao. Tỷ lệ lạm phát thường khác nhau giữa các quốc gia, tạo nên các kiểu mẫu mậu dịch quốc tế để điều chỉnh thích hợp và ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái.

Một trong những lý thuyết nổi tiếng nhất và gây nhiều tranh cãi nhất trong tài chính quốc tế là thuyết ngang giá sức mua, tập trung vào mối liên hệ lạm phát - tỷ giá hối đoái. Có nhiều hình thức khác nhau của lý thuyết này. Theo hình thức **tuyệt đối**, còn được gọi là “**luật một giá**” cho

rằng giá cả của các sản phẩm giống nhau của hai nước khác nhau sẽ bằng nhau khi được tính bằng một đồng tiền chung. Nếu có một chênh lệch trong giá cả khi được tính bằng một đồng tiền chung hiện hữu, mức cầu sẽ dịch chuyển để các giá cả này gặp nhau.

Ví dụ: Nếu cùng một sản phẩm được Mỹ và Anh sản xuất, và giá ở Anh thấp hơn khi được tính bằng một đồng tiền chung, cầu của sản phẩm này sẽ tăng ở Anh và giảm đi ở Mỹ. Vì vậy, giá thực tế tính ở mỗi nước hoặc tỷ giá hối đoái có thể điều chỉnh lại hoặc 2 nhân tố này bị tác động đồng thời. Cả hai lực này sẽ làm cho giá của các sản phẩm sẽ giống nhau khi được tính bằng một đồng tiền chung. Trên thực tế, sự hiện hữu của chi phí vận chuyển, thuế nhập khẩu và hạn ngạch có thể ngăn cản hình thức ngang giá sức mua tuyệt đối. Nếu chi phí vận chuyển trong thí dụ này cao, mức cầu đối với sản phẩm có thể không chuyển dịch theo cách nêu trên. Vì vậy, chênh lệch trong giá cả sẽ tiếp tục.

Hình thức **tương đối** của lý thuyết này là một hình thức khác giải thích cho khả năng bất hoàn hảo của thị trường như chi phí vận chuyển, thuế quan và hạn ngạch. Hình thức này công nhận rằng do các bất hoàn hảo của thị trường, giá cả của những sản phẩm giống nhau ở các nước khác nhau sẽ không nhất thiết bằng nhau khi được tính bằng một đồng tiền chung. Tuy nhiên, theo hình thức này, tỷ lệ

thay đổi trong giá cả sản phẩm sẽ phần nào giống nhau khi được tính bằng một đồng tiền chung, miễn là chi phí vận chuyển và các hàng rào mậu dịch không thay đổi.

Giả dụ rằng chỉ số giá cả ở trong nước (P_h) và ở nước ngoài (P_f) bằng nhau. Bây giờ giả dụ rằng theo thời gian, mức lạm phát trong nước là I_h trong khi mức lạm phát của nước ngoài là I_f . Do lạm phát, chỉ số hàng hoá tiêu dùng (P_h) trong nước trở thành: $P_h(1+I_h)$. Chỉ số giá cả của nước ngoài (P_f) cũng sẽ thay đổi do lạm phát ở nước đó: $P_f(1+I_f)$.

Nếu $I_h > I_f$ và tỷ giá giữa hai đồng tiền của hai nước không thay đổi, sức mua hàng nước ngoài sẽ lớn hơn sức mua hàng trong nước. Trong trường hợp này, không có ngang giá sức mua. Nếu $I_h < I_f$ và tỷ giá giữa hai đồng tiền của hai nước không thay đổi, khi đó sức mua hàng trong nước lớn hơn sức mua hàng nước ngoài. Trong trường hợp này cũng vậy, không có ngang giá sức mua.

Theo lý thuyết ngang giá sức mua, tỷ giá hối đoái sẽ không giữ nguyên, mà sẽ điều chỉnh để duy trì ngang giá trong sức mua. Nếu lạm phát và tỷ giá của đồng tiền nước ngoài thay đổi, chỉ số giá cả nước ngoài từ góc độ của người tiêu dùng trong nước trở thành $P_f(1+I_f)(1+e_f)$.

Trong đó e_f tiêu biểu cho phần trăm thay đổi giá trị của đồng ngoại tệ. Theo lý thuyết ngang giá sức mua, phần trăm của thay đổi trong đồng ngoại tệ (e_f) sẽ thay đổi để duy

trì ngang giá trong chỉ số giá cả mới của cả hai nước. Chúng ta có thể tính (e_f) theo các điều kiện của ngang giá sức mua bằng cách đặt công thức cho chỉ số giá cả mới của nước ngoài bằng với công thức tính chỉ số giá cả mới trong nước như sau:

$$P_f(1+I_f)(1+e_f) = (P_h(1+I_h)).$$

Để tính được e_f chúng ta có:

$$e_f = \frac{P_h(1+I_h)}{P_f(1+I_f)} - 1$$

Vì $P_h = P_f$ (các chỉ số giá cả ban đầu được giả dụ bằng nhau ở cả hai nước) nên loại trừ lẫn nhau, còn lại:

$$e_f = \frac{(1 + I_h)}{(1 + I_f)} - 1$$

Công thức này phản ánh mối liên hệ giữa tỷ lệ lạm phát tương đối và tỷ giá hối đoái theo ngang giá sức mua. Lưu ý rằng nếu $I_h > I_f$; e_f sẽ dương. Điều này ngụ ý rằng đồng ngoại tệ sẽ tăng giá khi lạm phát trong nước vượt quá lạm phát ở nước ngoài. Ngược lại, nếu $I_h < I_f$; e_f sẽ âm. Điều này ngụ ý rằng đồng ngoại tệ sẽ giảm giá khi lạm phát ở nước ngoài vượt quá lạm phát trong nước.

Để có một thí dụ bằng số, giả dụ rằng tỷ giá hối đoái ban đầu cân bằng. Sau đó đồng tiền trong nước chịu mức lạm phát 5%, trong khi đồng ngoại tệ chỉ chịu mức lạm phát 3%. Theo ngang giá sức mua, đồng ngoại tệ sẽ điều chỉnh như sau:

$$e_f = \frac{(1 + I_h)}{(1 + I_f)} - 1 = \frac{1 + 0,05}{1 + 0,03} - 1 = 0,0194 \text{ hay } 1,94\%$$

Như vậy, đồng ngoại tệ sẽ tăng giá 1,94% để đáp ứng mức lạm phát cao hơn trong nước so với nước ngoài. Nếu tỷ giá hối đoái này thay đổi đúng như vậy, chỉ số giá cả của nước ngoài sẽ cao bằng với chỉ số giá cả trong nước từ góc độ của người tiêu dùng trong nước. Thậm chí dù lạm phát ở nước ngoài thấp hơn nhưng dưới góc độ của người tiêu dùng trong nước việc tăng giá của đồng ngoại tệ sẽ đẩy chỉ số giá cả ở nước ngoài tăng lên. Khi xem xét tác động của tỷ giá hối đoái, các chỉ số giá cả của cả hai quốc gia đều tăng 5% từ góc nhìn của người trong nước, do đó sức mua hàng nước ngoài bằng với sức mua hàng nội địa.

Thí dụ thứ nhì, cũng giả dụ rằng tỷ giá hối đoái ban đầu cân bằng. Sau đó trong nước có mức lạm phát 4%, trong khi ở nước ngoài, tỷ lệ lạm phát là 7%. Theo ngang giá sức mua, đồng ngoại tệ sẽ điều chỉnh như sau:

$$e_f = \frac{(1 + I_h)}{(1 + I_f)} - 1 = \frac{1 + 0,04}{1 + 0,07} - 1 = - 0,028 \text{ hay } -2,8\%$$

Như vậy đồng ngoại tệ nên giảm giá 2.8% để đáp ứng với mức lạm phát ở nước ngoài cao hơn so với lạm phát trong nước. Nếu sự điều chỉnh này xảy ra, chỉ số giá cả trong nước sẽ bằng với chỉ số giá cả nước ngoài. Thậm chí cho dù lạm phát trong nước thấp hơn, nhưng dưới góc độ của người tiêu dùng việc giảm giá của đồng ngoại tệ sẽ tạo một áp lực làm cho chỉ số giá cả ở nước ngoài giảm xuống. Khi xem xét tác động của tỷ giá, các chỉ số giá cả của cả hai nước tăng 4% do đó ngang giá sức mua vẫn hiện hữu do điều chỉnh tỷ giá hối đoái.

Một mối liên hệ căn cứ trên ngang giá sức mua đơn giản hơn nhưng không chính xác bằng là: $e_f = I_h - I_f$. Tức là, phần trăm thay đổi của tỷ giá hối đoái sẽ gần bằng chênh lệch trong tỷ lệ lạm phát giữa hai quốc gia. Để minh họa việc sử dụng công thức đơn giản hoá này, hãy xem hai nước Mỹ và Anh mua bán với nhau rất lớn. Giả dụ có một trạng thái cân bằng trong đó 1 bảng Anh ban đầu trị giá 2 đô la. Bây giờ giả dụ Mỹ chịu một tỷ lệ lạm phát ban đầu là 9%, trong khi mức lạm phát của Anh chỉ là 5%. Theo các điều kiện này, lý thuyết sức mua ngang giá cho thấy rằng đồng

bảng Anh nên tăng giá khoảng 4%, là chênh lệch giữa hai tỷ lệ lạm phát.

Lý do cơ bản đằng sau thuyết Ngang giá sức mua:

Nếu hai quốc gia sản xuất những sản phẩm có thể thay thế lẫn nhau, nhu cầu đối với sản phẩm sẽ điều chỉnh khi tỷ lệ lạm phát khác nhau. Trong thí dụ trước, giá cả ở Mỹ tăng 9% so với 5% ở Anh. Điều này đầu tiên sẽ làm cho người tiêu dùng Mỹ tăng nhập khẩu từ Anh và người tiêu dùng Anh giảm nhu cầu đối với hàng hoá Mỹ (vì giá hàng hoá ở Anh tăng với mức thấp hơn). Những áp lực như thế tạo sức ép tăng giá trị đồng bảng Anh. Việc chuyển dịch trong tiêu dùng từ Mỹ sang Anh sẽ tiếp tục cho đến khi giá trị đồng bảng Anh được tăng lên tới một mức mà (1) giá cả người tiêu dùng Mỹ trả cho hàng hoá Anh không thấp hơn giá cả ở Mỹ, (2) giá cả người tiêu dùng Anh trả cho hàng hoá Mỹ không cao hơn giá cả ở Anh. Mức tăng giá của đồng bảng cần đạt được mức cân bằng mới khoảng 4%, như sẽ được chứng minh dưới đây.

Với lạm phát 5% ở Anh và đồng bảng tăng giá 4%, người tiêu dùng Mỹ sẽ trả cho hàng hoá Anh cao hơn giá họ trả trước đây trong trạng thái cân bằng ban đầu khoảng 9%, bằng với giá tăng 9% trong giá hàng hoá Mỹ do lạm phát ở Mỹ. Hãy xem trường hợp đồng bảng Anh chỉ tăng giá 1%. Trong trường hợp này, giá cả hàng hoá Anh đối với người

tiêu dùng Mỹ tăng khoảng 6% (5% lạm phát và 1% tăng giá đồng bảng Anh), tức là thấp hơn gia tăng 9% giá cả hàng hoá Mỹ đối với người tiêu dùng Mỹ. Như vậy, ta sẽ thấy là người tiêu dùng Mỹ tiếp tục chuyển sang tiêu dùng hàng hoá Anh. Ngang giá sức mua cho thấy việc gia tăng tiêu thụ hàng hoá Anh của người tiêu dùng Mỹ sẽ tiếp diễn cho đến khi đồng bảng Anh tăng giá khoảng 4%. Bất cứ mức tăng giá nào thấp hơn tỷ lệ này sẽ tượng trưng cho việc giá cả của Anh hấp dẫn hơn giá cả ở Mỹ từ quan điểm của người tiêu dùng Mỹ.

Từ quan điểm của người tiêu dùng Anh. Giá cả hàng hoá Mỹ ban đầu đã tăng cao hơn hàng hoá Anh. Như vậy, người tiêu dùng Anh sẽ tiếp tục giảm nhập khẩu từ Mỹ cho đến khi đồng bảng Anh tăng giá 4%, nó sẽ bù trừ một phần gia tăng 9% trong giá hàng Mỹ từ quan điểm của người tiêu dùng Anh. Chính xác hơn, hiệu quả ròng là giá của hàng hoá Mỹ sẽ tăng khoảng 5% đối với người tiêu dùng Anh (9% lạm phát trừ 4% tiết kiệm được cho người tiêu dùng Anh do tăng giá đồng bảng Anh 4%).

Dùng ngang giá sức mua để đánh giá biến động của đồng tiền trong tương lai. Giá trị mới của tỷ giá giao ngay của một đồng tiền nào đó (S_{t+1}) sẽ là một hàm số của tỷ giá giao ngay ban đầu đã có trong tình trạng cân bằng (S_t) và chênh lệch lạm phát như dưới đây:

$$S_{t+1} = S_t \left[1 + \frac{(1 + I_h)}{(1 + I_f)} - 1 \right]$$

Công thức gần đúng là:

$$S_{t+1} = S_t [1 + (I_h - I_f)]$$

Ví dụ đồng bảng Anh được cho giá trị ban đầu bằng 2 đô la, tỷ lệ lạm phát của Mỹ ban đầu là 9%, tỷ lệ lạm phát của Anh là 5%, theo lý thuyết ngang giá sức mua, sẽ gây nên điều chỉnh gần đúng là:

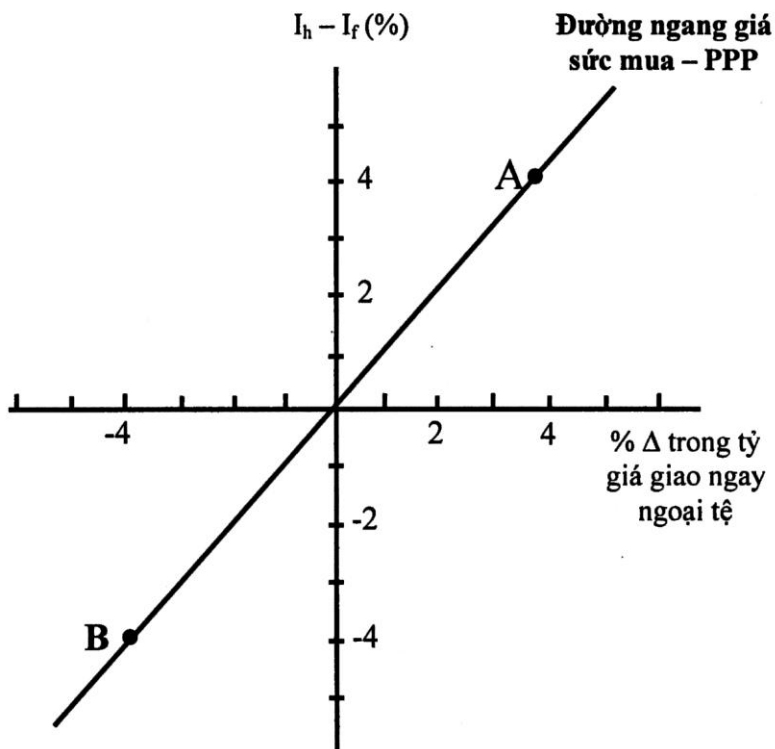
$$S_{(t+1)} = S_t [1 + (0,09 - 0,05)] = 2,00 \times 1,04 = \$2,08$$

Để kiểm tra lại hiểu biết của bạn, hãy xem một thí dụ thứ nhì. Giả dụ Canada và Mỹ buôn bán với nhau rất lớn và cả hai nước đều sản xuất các sản phẩm phần nào giống nhau. Giả dụ giá trị cân bằng ban đầu của đồng đô la Canada (CAD) là 0,90 đô la Mỹ. Giả dụ rằng mức lạm phát ở Mỹ là 1% trong khi mức lạm phát của Canada là 6%. Theo lý thuyết ngang giá sức mua, tỷ giá giao ngay của đô la Canada sẽ điều chỉnh như sau:

$$\begin{aligned} S_{t+1} &= S_t [1 + (0,01 - 0,06)] \\ &= 0,90 [1 + (-0,05)] \\ &= \$ 0,855 . \end{aligned}$$

Phân tích ngang giá sức mua bằng đồ thị. Dùng lý thuyết ngang giá sức mua, chúng ta sẽ có thể đánh giá tác động có thể có của lạm phát đối với tỷ giá hối đoái. Hình 2.6 là một cách trình bày lý thuyết ngang giá sức mua bằng đồ thị.

Hình 2.6 Minh họa ngang giá sức mua



Các điểm trên hình cho thấy rằng khi có một chênh lệch lạm phát giữa nước chủ nhà và nước ngoài là $x\%$, đồng tiền nước ngoài sẽ điều chỉnh $x\%$ do chênh lệch lạm phát đó. Đường chéo nối tất cả những điểm này được gọi là đường ngang giá sức mua.

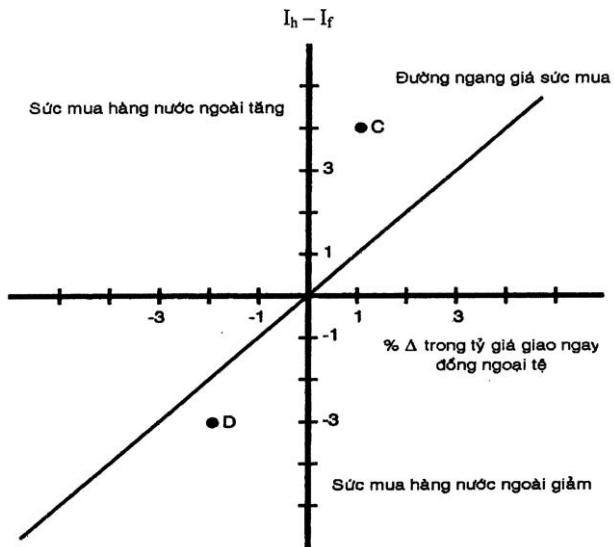
Điểm A tượng trưng cho thí dụ của chúng ta trong đó mức chênh lệch lạm phát giữa Mỹ (ở đây được coi là nước chủ nhà) được giả dụ bằng 9% và của Anh được giả dụ bằng 5% , do đó $I_h - I_f = 4\%$. Ta nhớ lại rằng điều này đưa đến một tăng giá dự báo của đồng bảng Anh 4% như điểm A cho thấy. Điểm B phản ánh thí dụ trong đó mức lạm phát của Mỹ và của Canada được giả dụ bằng 1% và 6% , do đó $I_h - I_f = -5\%$. Điều này đưa đến một giảm giá dự báo của đồng đô la Canada 5% như điểm B cho thấy. Nếu tỷ giá đáp ứng với chênh lệch lạm phát đúng theo lý thuyết ngang giá sức mua, các điểm thực tế sẽ nằm trên hoặc gần đường ngang giá sức mua.

Hình 2.6 xác định các vùng không ngang giá sức mua. Giả dụ có một tình trạng cân bằng ban đầu, sau đó có một thay đổi trong tỷ lệ lạm phát của hai nước. Nếu tỷ giá hối đoái không chuyển động theo lý thuyết ngang giá sức mua, lúc đó sẽ có sự không ngang giá trong sức mua của hai nước.

Điểm C trong hình tiêu biểu lạm phát trong nước (I_h) cao hơn lạm phát nước ngoài (I_f) 4% . Tuy nhiên, đồng ngoại tệ chỉ tăng giá 1% để đáp ứng với chênh lệch lạm phát

này. Do đó xuất hiện không ngang giá sức mua. Sức mua hàng nước ngoài của người tiêu dùng trong nước trở nên thuận lợi hơn so với sức mua hàng trong nước. Theo lý thuyết ngang giá sức mua, việc không ngang giá trong sức mua như vậy chỉ sẽ hiện diện trong giai đoạn ngắn. Qua thời gian, khi người tiêu dùng trong nước tận dụng sự không ngang giá sức mua bằng cách mua hàng nước ngoài nhiều hơn, áp lực tăng trên giá trị đồng tiền nước ngoài sẽ làm điểm C chuyển dịch về phía đường ngang giá sức mua. Tất cả các điểm phía trái (hay bên trên) đường ngang giá sức mua tiêu biểu cho sức mua thuận lợi đối với hàng nước ngoài hơn hàng trong nước.

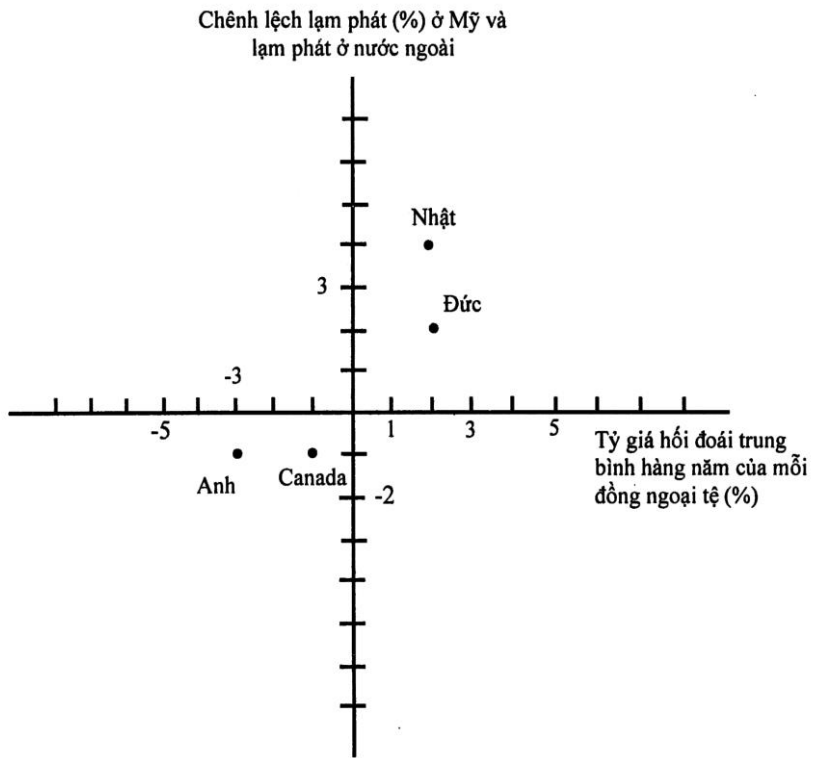
Hình 2.7 Xác định không ngang giá trong sức mua



Điểm D trong **hình 2.7** tiêu biểu lạm phát trong nước thấp hơn lạm phát nước ngoài 3%. Tuy nhiên, đồng ngoại tệ chỉ giảm giá 2%. Một lần nữa, lại xuất hiện không ngang giá sức mua. Sức mua hàng nước ngoài trở nên kém thuận lợi hơn so với sức mua hàng trong nước. Theo lý thuyết ngang giá sức mua, đồng ngoại tệ trong thí dụ này đáng lẽ nên sụt giá 3% để bù trừ đầy đủ phần chênh lệch lạm phát 3%. Vì đồng ngoại tệ đã không yếu đi trong thí dụ này, người tiêu dùng trong nước có thể không tiếp tục mua hàng nước ngoài nữa, làm cho đồng ngoại tệ sụt giá đến mức mà lý thuyết ngang giá sức mua dự báo. Nếu như vậy, điểm D sẽ dịch chuyển về phía đường ngang giá sức mua. Tất cả mọi điểm bên phải (hay bên dưới) đường ngang giá sức mua tiêu biểu cho sức mua hàng ngang giá trong nước thuận lợi hơn sức mua hàng nước ngoài.

Kiểm định hiệu lực của lý thuyết ngang giá sức mua. Lý thuyết ngang giá sức mua không chỉ giải thích tại sao mức lạm phát tương đối giữa hai nước có thể ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái, mà còn cung cấp thông tin để dự báo các tỷ giá hối đoái. Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để tìm hiểu về việc có ngang giá sức mua hay không. Kết quả của các cuộc kiểm định này sẽ được đề cập dưới đây. Nhưng, câu hỏi đầu tiên là làm thế nào để kiểm định xem có ngang giá sức mua hay không? Một phương pháp đơn giản

là chọn hai nước (thí dụ như Mỹ và một nước khác) và so sánh sai biệt trong tỷ lệ lạm phát của hai nước này với phần trăm thay đổi trong giá trị đồng ngoại tệ qua nhiều giai đoạn thời gian. Chúng ta có thể vẽ một đồ thị giống như **hình 2.7**, mỗi điểm tượng trưng cho sai biệt lạm phát và phần trăm thay đổi của tỷ giá hối đoái ở mỗi thời kỳ nhất định và sau đó xác định xem các điểm này có gần giống đường ngang giá sức mua vẽ trong **hình 2.7** không. Nếu các điểm lệch một cách đáng kể khỏi đường ngang giá sức mua thì phần trăm thay đổi của đồng ngoại tệ không chịu ảnh hưởng của tỷ lệ lạm phát theo lý thuyết ngang giá sức mua.



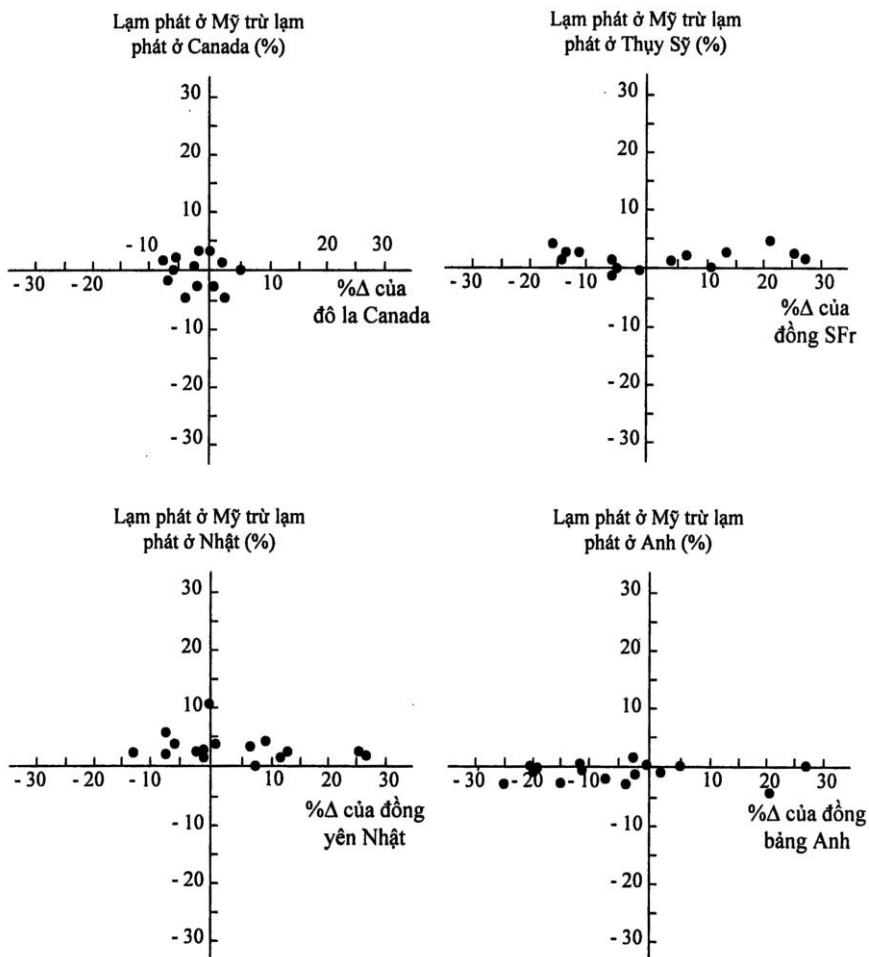
Hình 2.8

Một cách kiểm định ngang giá sức mua khác là so sánh nhiều nước khác với nước chủ nhà qua một thời kỳ cho sẵn. Mỗi nước sẽ có một chênh lệch lạm phát so với nước chủ nhà, mức này có thể được so sánh với thay đổi trong tỷ giá trong suốt thời kỳ nói trên. Như vậy, ta biểu diễn mỗi nước phân tích bằng một điểm trên một đồ thị như **hình 2.7**. Nếu các điểm này chênh lệch đáng kể so với đường ngang

giá sức mua, các tỷ giá hối đoái không đáp ứng với chênh lệch lạm phát theo lý thuyết ngang giá sức mua. Lý thuyết ngang giá sức mua có thể được kiểm định với bất cứ quốc gia nào mà ta có sẵn thông tin về lạm phát.

Nhiều cuộc nghiên cứu đã được thực hiện để kiểm định xem ngang giá sức mua có hiện hữu không. Các cuộc nghiên cứu mới đây của Miskhin, Adler, Dumas, Abuaf và Jorion đã tìm thấy bằng chứng sự lệch hướng đáng kể từ đường ngang giá sức mua, tồn tại qua nhiều thời kỳ dài. Một cuộc nghiên cứu có liên quan do Adler là Lehman thực hiện đã cung cấp chứng cứ chống lại ngang giá sức mua trong dài hạn.

Hình 2.9: So sánh sự khác nhau trong lạm phát hàng năm và biến động tỷ giá hối đoái



Để xem xét thêm ngang giá sức mua có hiệu lực không, **hình 2.8** minh hoạ các tỷ lệ lạm phát tương đối qua thời gian. Chênh lệch lạm phát vẽ trong hình được tính bằng tỷ lệ lạm phát ở Mỹ trừ đi tỷ lệ lạm phát ở nước ngoài. Chênh lệch trong lạm phát giữa Mỹ và mỗi nước ngoài được tiêu biểu trên trục đứng của **hình 2.8**. Ngoài ra, phần trăm thay đổi tỷ giá trung bình hàng năm của mỗi đồng ngoại tệ (so với đồng đô la Mỹ) được tiêu biểu bởi trục ngang. Nếu có ngang giá sức mua trong thời kỳ xem xét, các điểm trên đồ thị sẽ ở gần một đường chéo 45^0 tưởng tượng, chia hai các trục (giống như đường ngang giá sức mua trong **hình 2.7**). Các điểm tiêu biểu cho Canada, Nhật và Đức thường phản ánh ngang giá sức mua trong khi các điểm tiêu biểu cho Anh lệch rất xa đường ngang giá sức mua tưởng tượng.

Hình 2.9 cho thấy đánh giá thêm mối liên hệ giữa các chênh lệch mức lạm phát và các tỷ giá hối đoái. Sự đánh giá này dựa trên các dữ kiện hàng từ năm 1981 -1990. Các tỷ lệ lạm phát hàng năm trong suốt thời kỳ này của Canada, Nhật, Anh, Mỹ và Đức được sử dụng để tính toán các chênh lệch giữa lạm phát Mỹ và lạm phát ở mỗi quốc gia này. Đồng tiền của mỗi nước được minh hoạ ở một đồ thị riêng.

Trong khi kết quả ở mỗi đồ thị khác nhau, có một vài nhận xét chung cho tất cả. Phần trăm thay đổi trong các tỷ giá thường biến chuyển nhiều hơn chênh lệch lạm phát. Như vậy, các tỷ giá biến động ở mức độ lớn hơn mức mà lý thuyết ngang giá sức mua dự đoán. Trong vài năm, lý thuyết ngang giá sức mua không thể dự đoán ngay hướng biến động của một đồng tiền. Các kết quả trong **hình 2.9** cho thấy rằng mối liên hệ giữa chênh lệch lạm phát và biến động của tỷ giá hối đoái thường

bị biến dạng. Đánh giá ngắn hạn này ít hỗ trợ cho lý thuyết ngang giá sức mua hơn đánh giá dài hạn như trong **hình 2.8**

Hãy xem trường hợp của công ty Zenith Electronics, sản xuất một số các sản phẩm TV và đầu Video ở Mexico. Nếu lương bổng ở Mexico tăng theo lạm phát, và vẫn duy trì được ngang giá sức mua, bất cứ gia tăng nào trong lương cao hơn mức tăng lương ở Mỹ sẽ được bù trừ bằng một đồng peso sụt giá. Như vậy, số tiền trả bằng đồng đô la cho các sản phẩm này bán ở Mỹ sẽ không bị ảnh hưởng bởi mức lương. Tuy nhiên, trong năm 1990, mức tăng lương của Mexico vượt quá mức sụt giá của đồng peso, làm tăng chi phí sản xuất lên 16 triệu đô la. Do ngang giá sức mua không còn được duy trì liên tục, các doanh nghiệp không thể chắc rằng các ảnh hưởng của lạm phát sẽ được bù trừ bằng các ảnh hưởng của tỷ giá.

Theo dõi tỷ giá hối đoái thực để kiểm định lý thuyết ngang giá sức mua. Nếu có ngang giá sức mua, một tỷ giá niêm yết hay còn gọi là “tỷ giá danh nghĩa” của đồng tiền một nước so với tất cả đồng tiền của các nước khác sẽ biến động ngang với chênh lệch trong lạm phát của nước đó so với lạm phát của các nước khác. Tỷ giá thực là một chỉ số của sức mua khi chuyển đổi đồng nội tệ ra ngoại tệ. Sức mua phản ánh giá trị của hàng hoá nước ngoài có thể mua. Với một đồng tiền cho sẵn, tỷ giá thực (S^*) có thể xác định bằng:

$$S_t^* = \frac{S_t}{P / P_f}$$

Trong đó :

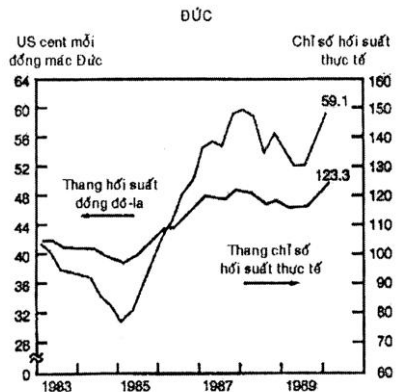
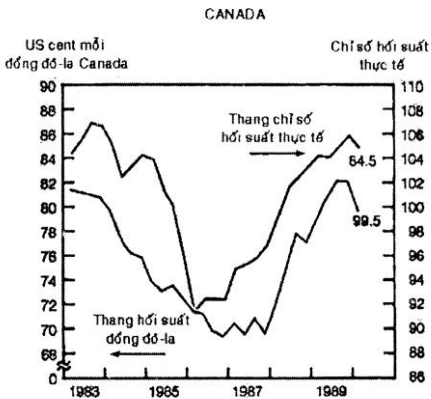
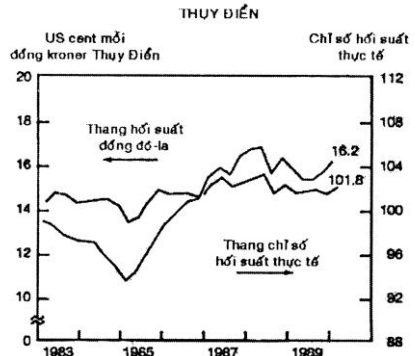
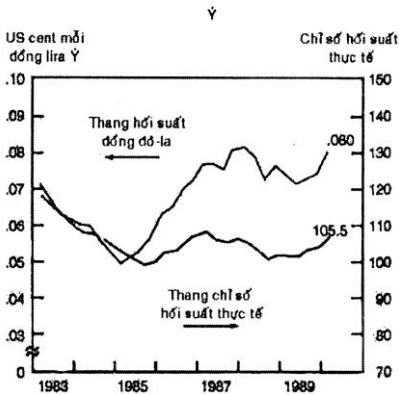
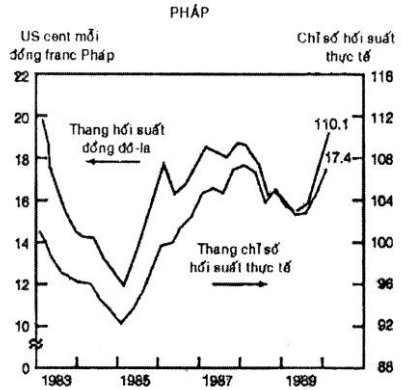
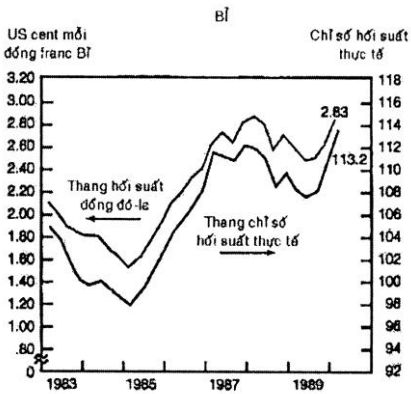
S_t : Tỷ giá giao ngay của đồng ngoại tệ so với đồng đô la

P_h : Mức giá trong nước

P_f : Mức giá nước ngoài.

Có thể theo dõi tỷ giá hối đoái thực để kiểm định lý thuyết ngang giá sức mua. Nếu một tỷ giá hối đoái điều chỉnh theo chênh lệch lạm phát theo ngang giá sức mua, thì tỷ giá hối đoái thực giữ nguyên không đổi. nếu ngang giá sức mua duy trì, các tỷ giá hối đoái thực sẽ tương đối ổn định qua thời gian.

Hình 2.10 Minh họa ngang giá sức mua



Hình 2.10 cho thấy xu hướng tỷ giá hối đoái của các ngoại tệ chính so với đồng đô la. Nó cũng minh họa xu hướng của chỉ số tỷ giá hối đoái thực của đồng ngoại tệ (so với nhiều đồng ngoại tệ chính khác), dùng năm 1980 làm năm căn bản (chỉ số tỷ giá hối đoái thực được cho một giá trị bằng 100 trong năm căn bản). Một sự gia tăng trong tỷ giá hối đoái thực của một đồng tiền được biểu thị một gia tăng trong sức mua, và một sụt giảm của tỷ giá hối đoái thực biểu thị sụt giảm trong sức mua. Nói chung, sự bất ổn của tỷ giá hối đoái thực cho thấy chênh lệch lạm phát hiếm khi được bù trừ bởi các biến động tỷ giá hối đoái theo cách của lý thuyết ngang giá sức mua.

Tại sao ngang giá sức mua không duy trì liên tục.

Có hai lý do thường được đưa ra để giải thích tại sao ngang giá sức mua không duy trì liên tục:

Các yếu tố ảnh hưởng khác: Ngoài chênh lệch lạm phát, tỷ giá hối đoái còn chịu ảnh hưởng của các yếu tố khác. Đó là sai biệt trong lãi suất, mức thu nhập và các biện pháp kiểm soát của chính phủ. Để minh họa, giả dụ tỷ lệ lạm phát của Canada cao hơn lạm phát của Mỹ là 5%. Từ thông tin này, theo lý thuyết ngang giá sức mua, đồng đô la Canada sẽ tụt giá 5% so với đồng đô la Mỹ. Tuy nhiên, nếu

chính phủ Canada áp dụng các hàng rào mậu dịch đối với hàng xuất khẩu của Mỹ, người tiêu dùng và các công ty Canada không thể điều chỉnh tiêu dùng của mình để đáp ứng với chênh lệch lạm phát. Vì vậy, tỷ giá sẽ không điều chỉnh.

Không có hàng thay thế cho hàng nhập khẩu. Theo lý thuyết ngang giá sức mua ngay khi giá cả trở nên tương đối cao hơn một nước, nước kia sẽ ngưng nhập khẩu và chuyển sang mua hàng nội địa để thay thế hàng nhập khẩu. Sự chuyển dịch này ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, nếu trong nước đó không có hàng để thay thế hàng nhập khẩu thì sao?. Thí dụ, nếu lạm phát ở Canada cao hơn lạm phát ở Mỹ 5%, có thể người tiêu dùng Mỹ không nhất thiết tìm được hàng thay thế thích hợp trong nước. Như vậy, có thể họ tiếp tục mua hàng Canada dù giá cao hơn, và đồng đô la Canada có thể không sụt giá như lý thuyết ngang giá sức mua dự kiến.

2.2.2 LÝ THUYẾT HIỆU ỨNG FISHER QUỐC TẾ

Cùng với lý thuyết ngang giá sức mua, một lý thuyết quan trọng khác trong tài chính quốc tế là **lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế - IFF**. Lý thuyết này sử dụng lãi suất (chứ không dùng chênh lệch mức lạm phát) để giải thích tại sao tỷ giá hối đoái thay đổi theo thời gian, nhưng nó có liên quan mật thiết với lý thuyết ngang giá sức mua vì lãi suất

thường có sự quan hệ mật thiết với tỷ lệ lạm phát. Do đó, chênh lệch lãi suất giữa các quốc gia có thể là kết quả chênh lệch trong lạm phát.

Ta biết rằng nếu có ngang giá lãi suất thì tỷ suất sinh lợi của nhà đầu tư từ kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa không cao hơn tỷ suất sinh lợi trong nước. Theo điều kiện này, một công ty có tiền mặt ngắn hạn thặng dư có thể vẫn xem xét đầu tư nước ngoài, nhưng phải sẵn sàng để vị thế ngoại hối mở (không bảo hiểm). Việc chiến lược này có đem đến một tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất sinh lợi trong nước hay không tùy thuộc vào điều gì xảy ra cho giá trị của đồng tiền đó. Thí dụ, hãy xem một công ty Mỹ có thể đạt được lãi suất 10% từ ký thác ở một ngân hàng Mỹ so với 12% từ ký thác ở một ngân hàng Anh.

Để đầu tư vào ký thác Anh, đầu tiên công ty Mỹ này phải đổi đồng đô la Mỹ ra đồng bảng Anh. Sau đó, khi ký thác tới hạn, công ty sẽ nhận đồng bảng Anh và hầu như sẽ phải đổi ngược đồng bảng Anh ra đô la Mỹ. Nếu đồng bảng Anh giảm giá đáng kể trong suốt thời gian công ty Mỹ này giữ ký thác Anh, tỷ suất sinh lợi từ ký thác này sẽ thấp hơn tỷ suất sinh lợi từ ký thác Mỹ. Giả dụ rằng các nhà đầu tư ở Mỹ dự kiến tỷ lệ lạm phát là 6%/năm và đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi thực 2%/năm; lãi suất danh nghĩa của tín phiếu kho bạc sẽ là 8%/năm. Nếu các nhà đầu tư ở tất cả mọi quốc gia

đều đòi hỏi tỷ suất sinh lợi thực như nhau cho một năm, lúc đó chênh lệch trong các lãi suất danh nghĩa giữa bất kỳ hai nước nào cũng biểu thị cho chênh lệch lạm phát tương ứng giữa hai nước đó. Giả dụ lãi suất danh nghĩa là 8% ở Mỹ và 5% ở Nhật.

Nếu các nhà đầu tư ở cả hai nước này đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi thực là 2%, lúc đó chênh lệch lạm phát dự kiến là 3% (6% ở Mỹ - 3% ở Nhật) theo lý thuyết ngang giá sức mua, đồng Yên Nhật sẽ được dự kiến tăng giá bằng chênh lệch lạm phát dự kiến là 3%. Nếu tỷ giá hối đoái thay đổi như dự kiến, các nhà đầu tư Nhật cố gắng vốn hoá trên lãi suất cao hơn ở Mỹ sẽ đạt được một tỷ suất sinh lợi tương tự như tỷ suất sinh lợi mà đáng lẽ họ sẽ đạt được ở nước họ. Trong khi lãi suất ở Mỹ cao hơn 3%, các nhà đầu tư Nhật sẽ mua đồng Yên vào nhiều hơn mức bán đồng Yên ra là 3%.

Để củng cố khái niệm này, giả dụ rằng lãi suất danh nghĩa ở Canada là 13%. Cho rằng các nhà đầu tư ở Canada cũng đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi thực là 2%, mức lạm phát dự kiến ở Canada phải là 11%. Theo lý thuyết ngang giá sức mua, đồng đô la Canada sẽ giảm giá khoảng 5% so với đồng đô la (do tỷ lệ lạm phát ở Canada cao hơn 5%). Vì vậy các nhà đầu tư Mỹ sẽ không được lợi từ việc đầu tư ở Canada vì chênh lệch lãi suất 5% vào cuối kỳ. Các nhà đầu

tư Mỹ sẽ kiếm được 8% từ đầu tư Canada, bằng với mức độ họ có thể đạt được ở Mỹ.

Bảng 2.11 Minh họa hiệu ứng Fisher quốc tế từ các góc độ khác nhau của nhà đầu tư

Nhà đầu tư tại	Đầu tư vào	Chênh lệch lạm phát dự kiến ($I_h - I_f$)	Phần trăm thay đổi tỷ giá dự kiến (e_f)	Lãi suất danh nghĩa	Tỷ suất sinh lợi cho nhà đầu tư sau khi có tính điều chỉnh tỷ giá hối đoái	Lạm phát dự kiến trong nước	Tỷ suất sinh lợi thực
Nhật	Nhật			5%	5%	3%	2%
	Mỹ	3%-6% = -3%	-3%	8	5	3	2
	Canada	3%-11% = -8%	-8	13	5	3	2
Mỹ	Nhật	6%-3% = 3%	3	5	8	6	2
	Mỹ			8	8	6	2
	Canada	6%-11% = -5%	-5	13	8	6	2
Canada	Nhật	11%-3% = 8%	8	5	13	11	2
	Mỹ	11%-6% = 5%	5	8	13	11	2
	Canada			13	13	11	2

Theo thông tin này, chênh lệch lạm phát dự kiến giữa Canada và Nhật là 8%. Theo lý thuyết ngang giá sức mua,

chênh lệch lạm phát này cho thấy đồng đô la Canada sẽ giảm giá 8% so với đồng Yên. Vì vậy, ngay cả khi đối với các nhà đầu tư Nhật sẽ kiếm thêm được một lãi suất 8% từ một đầu tư ở Canada, đô la Canada sẽ bị giảm giá 8% vào cuối kỳ. Theo các điều kiện này, các nhà đầu tư Nhật sẽ đạt được tỷ suất sinh lợi 5%, bằng với tỷ suất sinh lợi mà họ sẽ đạt được từ một đầu tư ở Nhật. Các cơ hội đầu tư có thể có này cùng với một vài cơ hội khác được tóm tắt trong **bảng 2.11**. Lưu ý rằng dù các nhà đầu tư của một nước cho sẵn đầu tư ở bất kỳ nơi nào, tỷ suất sinh lợi danh nghĩa dự kiến đều bằng nhau.

Mối liên hệ chính xác giữa chênh lệch lãi suất của hai nước và thay đổi tỷ giá hối đoái dự kiến theo hiệu ứng Fisher quốc tế có thể được diễn đạt như sau. Đầu tiên, **tỷ suất sinh lợi thực sự** cho các nhà đầu tư, đầu tư vào chứng khoán thị trường tiền tệ (như ký thác ngân hàng ngắn hạn) ở nước họ chỉ là lãi suất của các chứng khoán đó. Tuy nhiên, tỷ suất sinh lợi thực sự của các nhà đầu tư đầu tư vào chứng khoán thị trường tiền tệ nước ngoài tùy thuộc không chỉ vào lãi suất nước ngoài (i_f) mà còn vào phần trăm thay đổi trong giá trị của ngoại tệ (e_f) của chứng khoán. Công thức tính tỷ suất sinh lợi thực sự (đã điều chỉnh theo tỷ giá hối đoái) còn gọi là tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ ký thác ở một ngân

hàng nước ngoài (hay bất kỳ kỳ chứng khoán thị trường tiền tệ nào) là: $r = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1$

Theo lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế, tỷ suất sinh lợi từ đầu tư trong nước tính trung bình sẽ bằng tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ đầu tư nước ngoài. Tức là: $r = i_h$

Trong đó r là tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ ký thác nước ngoài và i_h là lãi suất ký thác trong nước. Chúng ta có thể xác định mức độ mà đồng ngoại tệ phải thay đổi để làm cho đầu tư ở cả hai nước cùng có tỷ suất sinh lợi bằng nhau. Lấy công thức tính r và cho r bằng i_h ta có :

$$r = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1 = i_h$$

Bây giờ ta tìm e_f : $(1 + i_f)(1 + e_f) = (1 + i_h)$

$$(1 + e_f) = \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)}$$

$$e_f = \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1$$

Như được chứng minh ở đây, lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế khẳng định khi $i_h > i_f$; e_f sẽ dương. Tức là, đồng ngoại tệ sẽ tăng giá khi lãi suất nước ngoài thấp hơn lãi suất trong nước. Sự tăng giá này sẽ cải thiện tỷ suất sinh lợi từ nước ngoài cho các nhà đầu tư trong nước, làm cho tỷ

suất sinh lợi chứng khoán nước ngoài tương tự với tỷ suất sinh lợi từ chứng khoán trong nước. Ngược lại, khi $i_h < i_f$, e_f sẽ âm. Tức là, đồng ngoại tệ sẽ giảm giá khi lãi suất nước ngoài cao hơn lãi suất trong nước. Sự giảm giá này sẽ làm giảm tỷ suất sinh lợi từ chứng khoán nước ngoài dưới góc nhìn của các nhà đầu tư trong nước, làm cho tỷ suất sinh lợi từ chứng khoán nước ngoài không cao hơn tỷ suất sinh lợi từ chứng khoán trong nước.

Ví dụ lãi suất cho kỳ thác ngân hàng trong nước thời hạn một năm là 11% và lãi suất kỳ thác ngân hàng nước ngoài kỳ hạn một năm là 12%. Để tỷ suất sinh lợi thực của hai đầu tư này bằng nhau từ góc nhìn của các nhà đầu tư trong nước, đồng ngoại tệ sẽ phải thay đổi trong thời kỳ đầu tư theo tỷ lệ phần trăm sau đây:

$$e_f = \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1 = \frac{(1 + 0,11)}{(1 + 0,12)} - 1 = -0,0089 \text{ hay } -0,89\%$$

Có nghĩa là đồng ngoại tệ của kỳ thác nước ngoài sẽ cần giảm giá 0,89% để làm cho tỷ suất sinh lợi thực từ kỳ thác nước ngoài bằng 11% từ góc nhìn của các nhà đầu tư trong nước. Điều này sẽ làm cho tỷ suất sinh lợi từ đầu tư nước ngoài bằng với tỷ suất sinh lợi từ đầu tư trong nước. Một công thức đơn giản hoá nhưng không chính xác bằng hiệu ứng Fisher quốc tế là: $e_f = i_h - i_f$. Tức là, phần trăm thay

đổi tỷ giá hối đoái trong thời kỳ đầu tư sẽ bằng chênh lệch lãi suất giữa hai nước. Thí dụ, nếu lãi suất cho ký thác 6 tháng của Anh cao hơn của Mỹ 2%, đồng bảng Anh sẽ giảm khoảng 2% qua 6 tháng theo hiệu ứng Fisher quốc tế. Nếu điều này xảy ra, các nhà đầu tư Mỹ sẽ thu được tỷ suất sinh lợi từ ký thác Anh bằng với tỷ suất sinh lợi từ ký thác Mỹ. Như vậy, đầu tư nước ngoài sẽ không có lợi dù cả khi đầu tư nước ngoài có một mức lãi suất cao hơn đầu tư trong nước.

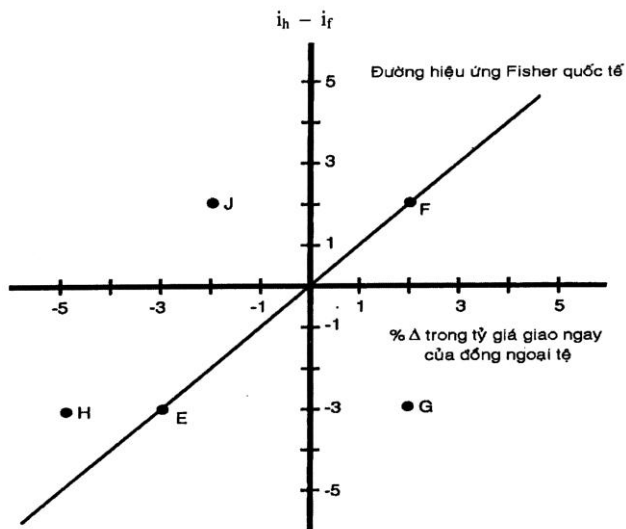
Phân tích bằng đồ thị hiệu ứng Fisher quốc tế.

Hình 2.12 minh họa đường hiệu ứng Fisher quốc tế (khi các thay đổi của tỷ giá hối đoái bù trừ hoàn toàn các chênh lệch lãi suất).

Hình 2.12 trình bày một tập hợp các điểm phù hợp với luận cứ đằng sau lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế. Thí dụ, điểm E phản ánh một trường hợp mà lãi suất nước ngoài cao hơn lãi suất trong nước 3%. Tuy nhiên, đồng ngoại tệ đã giảm giá 3% để bù trừ lợi thế lãi suất của nó. Như vậy, một nhà đầu tư khi mở một ký thác ở nước ngoài sẽ có thể đạt được một tỷ suất sinh lợi tương tự với tỷ suất sinh lợi có thể đạt được trong nước. Điểm F biểu thị cho lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài 2%. Nếu một nhà đầu tư trong nước mở một ký thác nước ngoài, họ ở thế bất lợi về lãi suất nước ngoài. Tuy nhiên, theo lý thuyết hiệu ứng

Fisher quốc tế, đồng ngoại tệ sẽ tăng giá 2% để bù trừ bất lợi lãi suất.

Hình 2.12 Minh họa đường hiệu ứng Fisher quốc tế (khi các thay đổi của tỷ giá hối đoái bù trừ hoàn toàn các chênh lệch lãi suất)



Điểm F trong **hình 2.12** cũng có thể minh họa hiệu ứng Fisher quốc tế từ góc nhìn của một nhà đầu tư nước ngoài. Lãi suất trong nước sẽ có vẻ hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, theo lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế, đồng ngoại tệ sẽ tăng giá 2%, mà đối với nhà đầu tư nước

ngoài, việc này có nghĩa đầu tư trong nước sẽ giảm giá để bù trừ lợi thế lãi suất.

Tất cả các điểm dọc theo đường hiệu ứng Fisher quốc tế trong hình 2.12 phản ánh điều chỉnh tỷ giá hối đoái để bù trừ chênh lệch trong lãi suất. Điều này có nghĩa một nhà đầu tư cuối cùng sẽ đạt được cùng một lãi suất sinh lợi (đã điều chỉnh theo các biến động tỷ giá hối đoái) bất kỳ đầu tư trong nước hay đầu tư ở nước ngoài.

Nói chính xác hơn, lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế không cho rằng mối liên hệ này sẽ hiện diện qua mỗi thời kỳ. Điểm chính của lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế là nếu một công ty đầu tư định kỳ ở nước ngoài để đạt được lợi thế lãi suất nước ngoài cao hơn, công ty này sẽ thu được một tỷ suất sinh lợi đôi khi cao hơn và đôi khi thấp hơn tỷ suất sinh lợi trong nước. Vì vậy, đầu tư định kỳ của một công ty Mỹ cố gắng lợi dụng lãi suất cao hơn, sẽ đạt được một tỷ suất sinh lợi, tính bình quân, tương tự với tỷ suất sinh lợi đạt được khi công ty này ký thác trong nước định kỳ.

Các điểm bên dưới đường hiệu ứng Fisher quốc tế thường phản ánh tỷ suất sinh lợi từ ký thác nước ngoài cao hơn. Thí dụ điểm G trong hình 2.12 biểu thị lãi suất nước ngoài cao hơn lãi suất trong nước 3%. Ngoài ra, đồng ngoại tệ tăng giá 2%. Sự kết hợp lãi suất nước ngoài cao hơn với tăng giá đồng ngoại tệ sẽ làm tỷ suất sinh lợi nước ngoài

cao hơn tỷ suất sinh lợi có thể có trong nước. Nếu các dữ liệu thực tế được tập hợp và ghi lại, và hầu hết các điểm đều nằm bên dưới đường hiệu ứng Fisher quốc tế, điều này cho thấy rằng các nhà đầu tư trong nước có thể liên tục gia tăng thu nhập từ đầu tư bằng cách mở ký thác ngân hàng ở nước ngoài. Các kết quả này bác bỏ lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế.

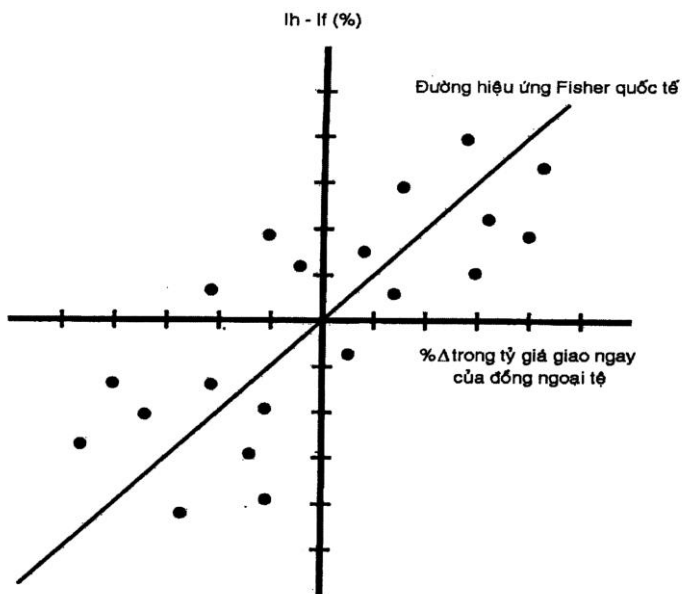
Các điểm nằm phía trên đường hiệu ứng Fisher quốc tế thường phản ánh tỷ suất sinh lợi từ ký thác nước ngoài thấp hơn tỷ suất sinh lợi có thể thu được trong nước. Thí dụ, điểm H phản ánh lãi suất nước ngoài cao hơn lãi suất trong nước 3%. Tuy nhiên, điểm H cũng cho thấy rằng tỷ giá hối đoái của đồng ngoại tệ giảm giá 5% để bù trừ nhiều hơn lợi thế lãi suất.

Một thí dụ khác, điểm J biểu thị một trường hợp mà một nhà đầu tư trong nước bị 2 trở ngại do đầu tư vào một ký thác nước ngoài. Thứ nhất, lãi suất nước ngoài thấp hơn lãi suất trong nước. Thứ hai, đồng ngoại tệ giảm giá trong suốt thời gian cầm giữ ký thác nước ngoài. Nếu các dữ liệu thực tế được tập hợp và ghi trên đồ thị, đa số các điểm đều nằm phía trên đường hiệu ứng Fisher quốc tế. Điều này có nghĩa là các nhà đầu tư trong nước liên tục đạt được tỷ suất sinh lợi từ đầu tư nước ngoài thấp hơn đầu tư trong nước. Các kết quả này bác bỏ lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế.

Nếu các điểm thực tế (một điểm cho mỗi kỳ) của lãi suất và thay đổi tỷ giá qua thời gian được ghi lại trên một đồ thị như **hình 2.12**, chúng ta có thể xác định xem các điểm đó có nằm một cách có hệ thống phía dưới đường hiệu ứng Fisher quốc tế (cho thấy tỷ suất sinh lợi từ đầu tư nước ngoài cao hơn), phía trên đường này (cho thấy tỷ suất sinh lợi từ đầu tư nước ngoài thấp hơn, hay nằm rải rác đều ở cả hai bên (cho thấy một cân đối của lợi nhuận từ đầu tư nước ngoài cao hơn ở một vài kỳ và thấp hơn ở các kỳ khác).

Hình 2.13 là một thí dụ về một tập hợp các điểm có xu hướng hỗ trợ lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế. Chúng cho thấy là tỷ suất sinh lợi từ đầu tư nước ngoài ngắn hạn tính trung bình bằng với tỷ suất sinh lợi có thể đạt được trong nước. Lưu ý rằng mỗi điểm riêng rẽ phản ánh một thay đổi trong tỷ giá hối đoái không bù trừ chính xác chênh lệch lãi suất. Trong vài trường hợp, thay đổi tỷ giá hối đoái không bù trừ đủ chênh lệch lãi suất. Nói chung, các kết quả bù trừ nhau để chênh lệch lãi suất tính trung bình được bù trừ bởi các thay đổi trong tỷ giá hối đoái. Như vậy, đầu tư nước ngoài tạo ra tỷ suất sinh lợi tính bình quân bằng với tỷ suất sinh lợi từ đầu tư trong nước.

Hình 2.13 Minh họa khái niệm hiệu ứng Fisher quốc tế
(Khi các thay đổi tỷ giá hối đoái bù trừ các chênh lệch lãi suất tính bình quân)



Nếu tỷ suất sinh lợi nước ngoài được dự kiến bằng với tỷ suất sinh lợi trong nước. Một công ty Mỹ hầu như sẽ thích đầu tư trong nước hơn, vì sẽ biết trước lãi suất từ chứng khoán ngắn hạn trong nước (như ký thác ngân hàng). Trong khi lãi suất sẽ đạt được từ chứng khoán ngắn hạn từ nước ngoài không biết chắc do sự bất trắc của tỷ giá giao ngay vào lúc chứng khoán tới hạn. các nhà đầu tư thường thích một đầu tư mà họ biết tỷ suất sinh lợi hơn là một đầu tư mà tỷ suất sinh lợi không biết chắc, giả dụ rằng các tính chất khác của các khoản đầu tư này là giống nhau.

Tại sao hiệu ứng Fisher quốc tế không luôn luôn đúng? Ở đầu chương này, chúng tôi đã trình bày ngang giá sức mua không đúng ở một số thời kỳ nào đó. Do hiệu ứng Fisher quốc tế căn cứ trên ngang giá sức mua, nó cũng không luôn luôn đúng. Do ngoài lạm phát còn có những yếu tố khác ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái, cho nên tỷ giá hối đoái không điều chỉnh theo chênh lệch lạm phát.

Giả dụ một lãi suất danh nghĩa ở nước ngoài cao hơn lãi suất ở Mỹ 3% do lạm phát dự kiến ở nước đó cao hơn lạm phát dự kiến ở Mỹ 3%. Ngay cả nếu các lãi suất danh nghĩa này phản ánh chính xác các dự kiến về lạm phát, thì ngoài chênh lệch lạm phát ra, tỷ giá hối đoái của đồng ngoại tệ sẽ phản ứng với cả các yếu tố khác. Nếu các yếu tố khác này tạo áp lực tăng đối với giá trị đồng ngoại tệ, chúng sẽ bù trừ áp lực giảm do chênh lệch lạm phát. Kết quả, đầu tư nước ngoài sẽ đạt tỷ suất sinh lợi cho các nhà đầu tư Mỹ cao hơn đầu tư trong nước.

Hiệu ứng Fisher quốc tế có đúng không? Hiệu ứng Fisher quốc tế có đúng trong thực tế hay không tùy thuộc vào thời kỳ cụ thể mà ta xem xét. Từ năm 1974 đến 1977, lãi suất Mỹ thường thấp hơn lãi suất nước ngoài. Như lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế dự báo, các đồng ngoại tệ sẽ giảm giá trong suốt thời kỳ dự báo này. Trong thời kỳ từ 1978 – 1979, lãi suất Mỹ thường cao hơn lãi suất nước

ngoài, và đồng ngoại tệ tăng giá trong suốt thời kỳ này (một lần nữa hỗ trợ phần nào cho lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế). Tuy nhiên, trong thời kỳ 1980 – 1984, các đồng ngoại tệ liên tục giảm giá thấp hơn nhiều so với mức mà lý thuyết này dự báo. Thêm nữa, trong thời kỳ 1985 – 1987, các đồng ngoại tệ tăng giá ở mức cao hơn nhiều so với chênh lệch lãi suất. Trong khi lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế có thể đúng trong một vài khung thời gian, có bằng chứng rằng nó không luôn luôn đúng.

Bài đọc thêm

Kiểm định bằng thống kê hiệu ứng Fisher quốc tế

Có thể triển khai một kiểm định hiệu ứng Fisher quốc tế bằng thống kê bằng cách dùng phân tích hồi quy các tỷ giá hối đoái và chênh lệch lãi suất danh nghĩa trong quá khứ. Phần trăm thay đổi giá trị ngoại tệ (e_f) có thể được hồi quy so với chênh lệch lãi suất danh nghĩa ở đầu quý:

$$e_f = a_0 + a_1 \left[\frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1 \right] + \mu$$

Trong đó a_0 là một hằng số, a_1 là hệ số góc và μ là một định lượng sai số. Phân tích hồi quy sẽ xác định các hệ số hồi quy. Giá trị được giả định của a_0 và a_1 là 0 và 1. Các hệ số giả thuyết này cho thấy rằng với một chênh lệch lãi suất danh nghĩa cho sẵn, có một bình quân phần trăm thay đổi bù trừ tương đương trong tỷ giá hối đoái. Kiểm định t thích hợp cho mỗi hệ số hồi quy đòi hỏi một so sánh với giá trị giả thiết và chia cho sai số tiêu chuẩn ký hiệu là (s.e.) của hệ số như sau:

Kiểm định cho $a_0 = 0$

$$t = \frac{a_0 - 1}{\text{s.e của } a_0}$$

Kiểm định cho $a_1 = 1$

$$t = \frac{a_1 - 1}{\text{s.e của } a_1}$$

Bảng t lúc đó sẽ được sử dụng để tìm giá trị t tới hạn. Nếu một trong hai kiểm định t tìm thấy các hệ số khác đáng kể so với dự kiến ($a_0 = 0$ và $a_1 = 1$), hiệu ứng Fisher quốc tế sẽ bị bác bỏ.

Nếu lý thuyết hiệu ứng Fisher đúng, một chiến lược vay tiền ở một quốc gia và đầu tư nguồn vốn này vào một quốc gia khác sẽ không cho một thu nhập trung bình dương. Lý do mà các tỷ giá hối đoái sẽ điều chỉnh để bù trừ chênh lệch lãi suất trung bình. Cuộc nghiên cứu của Madura và Nosari đã mô phỏng một chiến lược đầu tư theo đó đồng tiền có lãi suất niêm yết thấp nhất được một nhà đầu cơ Mỹ vay và chuyển đổi và đầu tư vào đồng tiền có lãi suất cao nhất. Vào cuối kỳ đầu tư, vốn được rút lại và thanh toán tiền vay. Chiến lược này được tiếp tục định kỳ qua thời gian. Nếu hiệu ứng Fisher đúng cho các thời kỳ này, mức chênh lệch tính trung bình sẽ bằng 0 (không tính chi phí giao dịch). Xu hướng của các mức chênh lệch trong suốt các thời kỳ khác nhau được trình bày trong **hình 2.13** cho thấy thường thì các mức chênh lệch dương.

Quá trình trình bày ở đây được tái lập từ góc nhìn của các nhà đầu tư đầu cơ ở 7 nước lớn. Không kể từ góc nhìn nào, mức chênh lệch được tìm thấy trung bình đều lớn hơn 0 rất đáng kể. Các kết quả này bác bỏ lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế.

Một cuộc nghiên cứu liên hệ của Thomas đã kiểm định lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế bằng cách xem xét các kết quả của: (1) các hợp đồng kỳ hạn mua các đồng tiền

với lãi suất cao có chiết khấu (so với giá giao ngay) và (2) các hợp đồng kỳ hạn bán các đồng tiền với lãi suất thấp có phân bù.

Nếu các đồng tiền có lãi suất cao giảm giá và các đồng tiền lãi suất thấp tăng giá ở mức độ như lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế dự báo, chiến lược mô tả ở đây sẽ không phát sinh tỷ suất sinh lợi đáng kể. Tuy nhiên 123 (57%) trong số 216 giao dịch do chiến lược này tạo nên có lợi nhuận. Ngoài ra, mức tỷ suất sinh lợi trung bình cao hơn mức lỗ trung bình. Tỷ suất sinh lợi trung bình 77%/năm. Cuộc nghiên cứu này cho thấy rằng hiệu ứng Fisher quốc tế không đúng - điều này không có nghĩa là tất cả các công ty đa quốc gia sẽ ngay lập tức đầu tư tất cả tiền mặt thặng dư vào các đồng tiền lãi suất cao. Có một rủi ro đáng kể trong một chiến lược như thế, như được chứng minh bằng các khoản lỗ phát sinh trong một số thời kỳ nghiên cứu.

Ứng dụng hiệu ứng Fisher quốc tế vào cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á. Theo hiệu ứng Fisher quốc tế (IFE), khi các nước Đông Nam Á có lãi suất cao trong thời kỳ trước cuộc khủng hoảng, thì các nước này không thể thu hút được đầu tư nước ngoài bởi kỳ vọng về tỷ giá. Cụ thể là lãi suất danh nghĩa cao phản ánh lạm phát dự kiến cao và kết quả là đồng tiền sẽ giảm giá (theo ngang giá sức mua). Nếu các nhà đầu tư nước ngoài sử dụng lý thuyết

này, họ sẽ không dự kiến thu lợi từ lãi suất cao ở các nước Đông Nam Á vì đồng tiền mà họ đầu tư vào dự kiến sẽ giảm giá, vì thế sẽ bù trừ vào lợi thế lãi suất cao.

Tuy nhiên, trong thực tế các nhà đầu tư nước ngoài đã nỗ lực tìm kiếm lời từ lãi suất cao ở các nước Đông Nam Á (ít nhất là trước khi xảy ra khủng hoảng). Điều này cho thấy rằng họ không dự kiến IFE tồn tại vì ngân hàng trung ương của một vài nước Đông Nam Á cố định đồng tiền của các nước này trong một dải băng hẹp, nên họ đã ngăn tỷ giá hối đoái khỏi giảm sút để bù đắp cho chênh lệch lãi suất. Vì thế, IFE không thể tồn tại được, và đó là động lực cho các nhà đầu tư nước ngoài kiếm lời từ lãi suất cao ở các nước Đông Nam Á. Tuy nhiên, chiến lược này đã có tác động bất lợi đối với bất kỳ nhà đầu tư nào muốn kiếm lời trên lãi suất cao trong cuộc khủng hoảng bởi lẽ nỗ lực duy trì một đồng tiền ổn định đã bị các lực của thị trường áp đảo. Kết quả là, lãi suất có hiệu lực (là lãi suất sau khi đã điều chỉnh theo biến động của tỷ giá) mà các nhà đầu tư nước ngoài nhận được đã bị âm. Về bản chất, sự giảm giá các đồng tiền này đã phá hủy lãi suất cao từ đầu tư đến nỗi mà cuối cùng các nhà đầu tư nhận được ít hơn những gì họ đầu tư lúc ban đầu.

2.2.3 SO SÁNH LÝ THUYẾT NGANG GIÁ SỨC MUA VÀ HIỆU ỨNG FISHER QUỐC TẾ

Đến đây, việc so sánh hai lý thuyết có liên quan trong tài chính quốc tế có thể có ích: **(1) ngang giá sức mua, (2) hiệu ứng Fisher quốc tế.** **Bảng 2.14** tóm tắt chủ đề chính của mỗi lý thuyết. Lưu ý rằng hai lý thuyết này liên quan đến việc xác định tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, chúng khác nhau ở các hàm ý. Lý thuyết ngang giá sức mua và lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế chú trọng cách tỷ giá giao ngay của một đồng tiền sẽ thay đổi theo thời gian. Trong khi lý thuyết ngang giá sức mua cho rằng tỷ giá giao ngay sẽ thay đổi theo chênh lệch lạm phát, thì lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế cho rằng tỷ giá giao ngay sẽ thay đổi theo chênh lệch lãi suất. Dù sao thì ngang giá sức mua cũng liên hệ với hiệu ứng Fisher quốc tế vì chênh lệch lạm phát ảnh hưởng đến chênh lệch lãi suất danh nghĩa giữa hai quốc gia.

Bảng 2.14: So sánh lý thuyết ngang giá sức mua và hiệu ứng Fisher quốc tế

Lý thuyết	Các biến số chính của lý thuyết		Tóm tắt lý thuyết
Ngang giá sức mua	Phân trăm thay đổi trong tỷ giá giao ngay	Chênh lệch tỷ lệ lạm phát	Tỷ giá giao ngay của một đồng tiền so với một đồng tiền khác sẽ thay đổi để đáp ứng chênh lệch trong tỷ lệ lạm phát giữa hai nước. Kết quả, sức mua của người tiêu dùng khi mua hàng hoá ở nước họ sẽ tương tự với sức mua khi nhập hàng hoá từ nước ngoài.

Hiệu ứng Fisher quốc tế	Phần trăm thay đổi trong tỷ giá giao ngay	Chênh lệch lãi suất	Tỷ giá giao ngay của một đồng tiền so với một đồng tiền khác sẽ thay đổi theo sai biệt trong lãi suất giữa hai nước. Kết quả, tỷ suất sinh lợi từ kinh doanh chênh lệch không phòng ngừa trên thị trường tiền tệ nước ngoài tính bình quân sẽ không cao hơn tỷ suất sinh lợi trên thị trường tiền tệ nội địa từ góc nhìn của các nhà đầu tư trong nước.
-------------------------	---	---------------------	---

TÓM LƯỢC

Trong số các yếu tố quyết định của tỷ giá hối đoái, lạm phát thường được coi như là yếu tố quan trọng nhất. Lý thuyết ngang giá sức mua quy định một mối liên hệ chính xác giữa các tỷ lệ lạm phát tương đối và tỷ giá hối đoái của hai nước. Theo những điều kiện không chính xác, lý thuyết ngang giá sức mua cho rằng tỷ giá hối đoái cân bằng sẽ điều chỉnh cùng một mức độ với chênh lệch trong tỷ lệ lạm phát giữa hai nước. Trong khi ngang giá sức mua tiếp tục là một khái niệm có giá trị, có bằng chứng của sự lệch hướng đáng kể của lý thuyết này trong thực tế.

Chênh lệch lãi suất giữa hai nước là một yếu tố quyết định quan trọng khác của tỷ giá hối đoái. Lý thuyết này, được gọi là hiệu ứng Fisher quốc tế, quy định mối liên hệ chính xác giữa lãi suất tương đối và tỷ giá hối đoái của hai quốc gia, một nhà đầu tư đầu tư một cách định kỳ vào các chứng khoán ở nước ngoài sẽ đạt được tỷ suất sinh lợi bình quân bằng với tỷ suất sinh lợi có thể đạt được trong nước. Điều này ngụ ý rằng tỷ giá hối đoái của nước có lãi suất cao sẽ giảm giá để bù trừ lợi thế lãi suất do đầu tư ở nước ngoài đạt được. Tuy nhiên, có bằng chứng là trong vài thời kỳ, hiệu ứng Fisher không đúng. Như vậy, đầu tư vào chứng

khoán ngắn hạn nước ngoài có thể đạt được một tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ suất sinh lợi có thể có trong nước. Tuy nhiên, nếu một công ty cố gắng đạt được mức tỷ suất sinh lợi cao hơn này, công ty đó có thể phải gánh chịu một rủi ro là đồng tiền của chúng khoán nước ngoài có thể giảm giá so với đồng nội tệ trong suốt thời gian đầu tư. Trong trường hợp này, chúng khoán nước ngoài có thể phát sinh một tỷ suất sinh lợi thấp hơn chúng khoán trong nước, ngay cả khi nó cho thấy một lãi suất cao hơn.

Chương 3

QUẢN LÝ NỢ VÀ TÀI SẢN NGẮN HẠN

3.1 TÀI TRỢ NGẮN HẠN CỦA CÁC CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

Tất cả các công ty thường xuyên thực hiện các quyết định tài trợ ngắn hạn. Bởi vì MNC tiếp cận với nhiều nguồn vốn hơn, do đó quyết định tài trợ của MNC phức tạp hơn các công ty khác. Chương này đề cập đến quyết định tài trợ ngắn hạn và được tóm lược bằng hai câu hỏi sau: Thứ nhất, công ty mẹ hoặc các công ty con của một MNC có nhu cầu về vốn nên vay nội bộ hay vay từ các nguồn khác? Thứ hai, MNC nên vay bằng nội tệ hay bằng ngoại tệ? Câu hỏi thứ hai sẽ được phân tích chi tiết vì nó có tác động lớn đến hoạt động của một công ty.

3.2 NGUỒN TÀI TRỢ NGẮN HẠN

Công ty mẹ và các công ty con của một MNC thường được sử dụng những phương pháp huy động vốn ngắn hạn khác nhau. Phương pháp được sử dụng phổ biến trong những năm gần đây là phát hành trái phiếu Châu Âu hoặc trái phiếu nợ không thể chấp. Lãi suất của chúng được dựa trên LIBOR. Các chứng khoán này thường có kỳ hạn một, ba hoặc sáu tháng. Một số MNC liên tục phát hành chúng như là một hình thức tài trợ trung hạn. Các ngân hàng thương mại bảo lãnh trái phiếu của MNC và một số ngân

hàng thương mại mua chúng để thiết lập một danh mục đầu tư tổng hợp.

Ngoài trái phiếu Châu Âu, MNC cũng phát hành thương phiếu Châu Âu để tài trợ ngắn hạn. Những nhà kinh doanh phát hành chứng khoán này cho MNC mà không có bất kỳ sự bảo lãnh nào của nhà bảo lãnh, vì thế giá bán chứng khoán không được đảm bảo bởi các nhà bảo lãnh. Kỳ hạn có thể được thiết lập thích ứng với sở thích của nhà đầu tư. Các nhà kinh doanh làm giá ở thị trường thứ cấp bằng cách đặt lệnh mua lại thương phiếu Châu Âu trước khi đáo hạn.

Nguồn tài trợ ngắn hạn phổ biến khác mà các MNC thường sử dụng là vay trực tiếp từ ngân hàng Châu Âu. Các MNC sử dụng hình thức này để duy trì mối quan hệ với ngân hàng Châu Âu. Nếu không thể sử dụng nguồn tài trợ ngắn hạn khác, các MNC sẽ dựa vào những khoản vay trực tiếp từ ngân hàng Châu Âu. Hầu hết các MNC vay tại nhiều ngân hàng khác nhau khắp nơi trên thế giới.

Các phương án lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn. Các công ty nhìn chung thích tài trợ một phần tài sản hiện có tạm thời bằng vốn ngắn hạn. Có hai phương án tài trợ ngắn hạn có thể áp dụng cho các MNC:

- Tài trợ bên trong của các công ty đa quốc gia
- Tài trợ bên ngoài của các công ty đa quốc gia

3.3 TÀI TRỢ BÊN TRONG CỦA CÁC CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

Trước khi một công ty mẹ hoặc công ty con của một MNC cần vốn tìm nguồn tài trợ bên ngoài, công ty này nên xác định có khoản tiền nào trong nội bộ MNC có thể sử dụng được hay không? Nghĩa là, công ty nên kiểm tra vị thế dòng tiền của các công ty con. Nếu một số công ty nào đó có thu nhập cao và phần lớn thu nhập này chủ yếu được đầu tư vào các chứng khoán trên thị trường tiền tệ ở địa phương, thì công ty mẹ có thể đề nghị các công ty con chuyển nguồn vốn này về cho công ty mẹ sử dụng. Phương cách tài trợ này đặc biệt khả thi trong suốt những thời kỳ khi chi phí sử dụng vốn ở chính quốc gia của công ty mẹ tương đối cao. Ví dụ, vào năm 2000, lãi suất cao ở Mỹ đã khuyến khích các MNC cần vốn yêu cầu các công ty con chuyển lợi nhuận về nước càng nhanh càng tốt.

Nếu lợi nhuận của các công ty con không có sẵn, công ty mẹ có thể xem xét nguồn tài trợ từ các công ty con ở hải ngoại, ví dụ công ty Thetford của Mỹ đã vay 1,6 triệu đô la Mỹ từ các công ty con ở Anh và Hà Lan khi lãi suất của Mỹ ở đỉnh cao. Khi vay các công ty con ở hải ngoại, các MNC phải gánh chịu rủi ro về tỷ giá hối đoái, ví công ty phải có ngoại tệ để trả các khoản vay bằng ngoại tệ. Tuy nhiên, một số các MNC cũng có thể nhận tài trợ từ các công ty con thông qua việc tăng các khoản cung ứng cho các công ty con. Trong trường hợp này, nguồn vốn mà các công

ty con tài trợ cho công ty mẹ sẽ được bù trừ bởi các nguồn cung ứng khác nhau (hàng hóa, vật tư...) của công ty mẹ chuyển cho công ty con. Phương pháp tài trợ này đôi khi có khả năng khả thi hơn so với phương pháp đã đề cập trên nếu nó tránh được những hạn chế hoặc thuế quan của chính phủ nước đó nơi đóng trụ sở của công ty mẹ. Tuy nhiên, phương pháp này bản thân nó có thể bị hạn chế bởi chính phủ nước chủ nhà nơi các công ty con hoạt động.

3.4 TÀI TRỢ BÊN NGOÀI CỦA CÁC CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

Bất chấp việc công ty mẹ hoặc các công ty con có quyết định vay từ các công ty con hoặc vay từ các nguồn khác, thì các MNC cũng phải quyết định xem có nên vay bằng ngoại tệ hay không? Thậm chí các MNC có nhu cầu đồng nội tệ thì họ cũng thích vay nợ bằng ngoại tệ. Lý do cho vấn đề này sẽ được giải thích sau đây:

Tài trợ bằng ngoại tệ để cân bằng các khoản thu ngoại tệ. Các công ty lớn có thể tài trợ bằng ngoại tệ để cân bằng vị thế phải thu ròng bằng chính đồng ngoại tệ đó. Giả sử, một công ty Mỹ có các khoản phải thu ròng bằng franc Thụy Sĩ. Nếu công ty này có nhu cầu nguồn vốn ngắn hạn, họ có thể vay bằng franc Thụy Sĩ và chuyển chúng sang đô la Mỹ để sử dụng. Sau đó, họ sẽ sử dụng khoản phải thu ròng bằng franc Thụy Sĩ để trả nợ. Trong trường hợp này, tài trợ bằng ngoại tệ không gặp rủi ro về tỷ giá. Chiến lược này đặc biệt hấp dẫn nếu lãi suất ngoại tệ thấp.

Tài trợ bằng ngoại tệ để làm giảm chi phí. Thậm chí khi một công ty mẹ hoặc công ty con của MNC không sử dụng chiến lược này để cân bằng các khoản phải thu ròng bằng ngoại tệ, thì họ vẫn xem xét vay mượn ngoại tệ nếu lãi suất trên các đồng ngoại tệ là hấp dẫn. Ngày nay, việc tài trợ bằng ngoại tệ là một hình thức phổ biến vì những phát triển của thị trường tiền tệ Châu Âu. Một khoản vay mượn bằng Eurocurrency có thể có một lãi suất hơi thấp hơn một khoản vay bằng đồng tiền tương tự ở chính quốc. Do đó, chẳng hạn một MNC Mỹ có thể nhận được một lãi suất thấp hơn khi đi vay bằng đô la Mỹ ở thị trường Eurocurrency so với đi vay ở một ngân hàng tại Mỹ. Tuy nhiên, MNC Mỹ cũng có thể xem xét tài trợ bằng ngoại tệ khác ở thị trường Eurocurrency ngay cả khi công ty này có nhu cầu về đô la Mỹ. Giả sử lãi suất Eurodollar là 12% trong khi lãi suất franc Thụy Sĩ là 8%. MNC Mỹ có thể vay franc Thụy Sĩ và ngay lập tức chuyển chúng sang đô la Mỹ để sử dụng. Khi giá trị của franc Thụy Sĩ tính theo đô la Mỹ vẫn không thay đổi trong suốt thời gian vay nợ thì công ty Mỹ chỉ trả lãi suất 8% trên khoản vay.

3.5 TÀI TRỢ TỔNG HỢP CỦA CÁC CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

Nghiên cứu gần đây của Eaker và Lenowitz đã cho thấy rằng tài trợ bằng ngoại tệ đã giảm được đáng kể chi phí tài trợ. Tuy nhiên, như đã đề cập ở phần trên khi các MNC vay ngoại tệ thì phải đối phó với rủi ro về tỷ giá. Để giảm

thiếu rủi ro, các MNC có thể sử dụng chiến lược tài trợ bằng một danh mục các loại ngoại tệ như được minh họa bằng ví dụ sau:

Một công ty đa quốc gia Mỹ đang cần vay 100.000 đô la Mỹ trong vòng một năm. Có những thông tin dưới đây:

- Lãi suất bằng đô la Mỹ là 15% năm
- Lãi suất bằng franc Thụy Sĩ là 8% năm
- Lãi suất bằng yên Nhật là 9% năm

Do lãi suất vay vốn bằng franc Thụy Sĩ và yên Nhật thấp, công ty Mỹ có thể vay vốn nước ngoài, công ty khác sẽ có 3 phương án lựa chọn trên những thông tin được cung cấp là:

- (1) Chỉ vay franc Thụy Sĩ
- (2) Chỉ vay yên Nhật
- (3) Vay một khoản hỗn hợp giữa hai loại franc Thụy Sĩ và yên Nhật

Giả sử công ty thiết lập được một bảng phản ánh tỷ lệ thay đổi có thể có đối với tỷ giá giao ngay trong suốt thời gian vay cho cả hai loại franc Thụy Sĩ và yên Nhật

(bảng 3.1)

Bảng 3.1

Loại tiền	Khả năng thay đổi tỷ giá giao ngay trong thời kỳ vay nợ (e_f)	Xác suất của sự thay đổi của tỷ giá giao ngay (p_i)	Lãi suất tài trợ có hiệu lực tương ứng
franc Thụy Sĩ	1%	30%	$1,08 [1 + 0,01] - 1 = 9,08\%$
franc Thụy Sĩ	3%	50%	$1,08 [1 + 0,03] - 1 = 11,24\%$
franc Thụy Sĩ	9%	20%	$1,08 [1 + 0,09] - 1 = 17,72\%$
		100%	
yên Nhật	-1%	35%	$1,09 [1 + (-0,01)] - 1 = 7,91\%$
yên Nhật	3%	40%	$1,09 [1 + 0,03] - 1 = 12,27\%$
yên Nhật	7%	25%	$1,09 [1 + 0,07] - 1 = 16,63\%$
		100%	

Bảng 3.2

Lãi suất tài trợ có hiệu lực		Tính toán xác suất liên kết	Tính lãi suất tài trợ có hiệu lực danh mục các loại tiền (50% cho franc Thụy Sĩ và 50% cho yên Nhật)
franc Thụy Sĩ	yên Nhật		
9,08%	7,91%	$30\% \times 35\% = 10,5\%$	$(50\% \times 9,08\%) + (50\% \times 7,91\%) = 8,495\%$
9,08%	12,27%	$30\% \times 40\% = 12\%$	$(50\% \times 9,08\%) + (50\% \times 12,27\%) = 10,675\%$
9,08%	16,63%	$30\% \times 25\% = 7,5\%$	$(50\% \times 9,08\%) + (50\% \times 16,63\%) = 12,885\%$
11,24%	7,91%	$50\% \times 35\% = 17,5\%$	$(50\% \times 11,24\%) + (50\% \times 7,91\%) = 9,575\%$
11,24%	12,27%	$50\% \times 40\% = 20\%$	$(50\% \times 11,24\%) + (50\% \times 12,27\%) = 11,755\%$
11,24%	16,63%	$50\% \times 25\% = 12,5\%$	$(50\% \times 11,24\%) + (50\% \times 16,63\%) = 13,935\%$
17,72%	7,91%	$20\% \times 35\% = 7\%$	$(50\% \times 17,72\%) + (50\% \times 7,91\%) = 12,815\%$
17,72%	12,27%	$20\% \times 40\% = 8\%$	$(50\% \times 17,72\%) + (50\% \times 12,27\%) = 14,955\%$
17,72%	16,63%	$20\% \times 25\% = 5\%$	$(50\% \times 17,72\%) + (50\% \times 16,63\%) = 17,175\%$
		100%	

Xét ở góc độ vay vốn bằng franc Thụy Sĩ:

- Có 30% ngẫu nhiên franc Thụy Sĩ tăng giá lên 1% trong suốt thời gian vay nợ. Nếu franc Thụy Sĩ tăng lên 1%, lãi suất tài trợ có hiệu lực là 9,08%, như vậy có khoảng 30% ngẫu nhiên lãi suất tài trợ có hiệu lực là 9,08%
- Có 50% xác suất lãi suất tài trợ có hiệu lực là 11,24%
- Có 20% xác suất lãi suất tài trợ có hiệu lực là 17,72%

Nếu so với lãi suất vay vốn bằng đô la Mỹ là 15% thì chỉ có khoảng 20% ngẫu nhiên là vay vốn bằng franc Thụy Sĩ sẽ dẫn đến lãi suất tài trợ có hiệu lực cao hơn vay vốn nội tệ.

Xét ở góc độ vay vốn bằng yên Nhật:

- Có 35% ngẫu nhiên lãi suất tài trợ có hiệu lực là 7,91%
- Có 40% ngẫu nhiên lãi suất tài trợ có hiệu lực là 12,27%
- Có 25% ngẫu nhiên lãi suất tài trợ có hiệu lực là 16,63%

Nếu so với lãi suất vay vốn bằng đô la Mỹ là 15% thì chỉ có 25% ngẫu nhiên là vay vốn bằng yên Nhật sẽ dẫn đến lãi suất tài trợ có hiệu lực cao hơn vay vốn nội tệ.

Vậy giá trị mong đợi của lãi suất tài trợ có hiệu lực của từng loại ngoại tệ r_f là:

franc Thụy Sĩ: $(30\% \times 9,08\%) + (50\% \times 11,24\%) + (20\% \times 17,72\%) = 11,888\%$

yên Nhật: $(35\% \times 7,91\%) + (40\% \times 12,27\%) + (25\% \times 16,63\%) = 11,834\%$

Lãi suất tài trợ có hiệu lực kỳ vọng cho hai loại tiền này hầu như giống nhau và mức độ rủi ro cũng tương đương nhau. Nếu công ty Mỹ chọn vay từng loại tiền riêng lẻ thì rất khó xác định vay loại tiền nào là thích hợp hơn. Bây giờ chúng ta hãy xem xét phương án thứ ba: đi vay bằng một danh mục các loại tiền (**bảng 3.2**)

Từ **bảng 3.2** chúng ta có:

- 10,5% ngẫu nhiên có mức lãi suất tài trợ có hiệu lực là 8,495%
- 12% ngẫu nhiên có mức lãi suất tài trợ có hiệu lực là 10,675% ...

Qua đó:

- Nếu tài trợ 100% bằng franc Thụy Sĩ sẽ có 20% khả năng lãi suất tài trợ có hiệu lực cao hơn lãi suất vay vốn nội tệ.
- Nếu tài trợ 100% bằng yên Nhật sẽ có 25% khả năng lãi suất tài trợ có hiệu lực cao hơn lãi suất vay bằng nội tệ.

- Nếu tài trợ hỗn hợp 50% tiền franc Thụy Sĩ và 50% tiền Yên Nhật thì chỉ có 5% khả năng tài trợ bằng ngoại tệ có lãi suất cao hơn lãi suất nội tệ. Khả năng này giảm thấp là do khi một ngoại tệ tăng giá, có thể loại ngoại tệ khác sẽ không đổi làm giảm mức độ tăng giá liên kết.

Trong thí dụ trên, công ty Mỹ có đến 95% khả năng sẽ đạt mức chi phí thấp đối với việc tài trợ bằng ngoại tệ so với vay vốn bằng nội tệ. Khi tài trợ bằng một loại ngoại tệ, khả năng rủi ro có thể cao nhưng khi tài trợ bằng một danh mục nhiều loại tiền, rủi ro lại giảm đi rất nhiều.

Trong ví dụ của chúng ta, chỉ một trường hợp duy nhất tài trợ bằng danh mục các loại tiền thể hiện lãi suất tài trợ có hiệu lực cao hơn lãi suất vay trong nước. Đó là khi cả hai loại ngoại tệ đều tăng giá ở mức tối đa (9% đối với franc Thụy Sĩ và 7% đối với yên Nhật). Lãi suất tài trợ có hiệu lực mong đợi trung bình của việc tài trợ tổng hợp (r_f): $0,5 \times 11,888\% + 0,5 \times 11,834\% = 11,861\%$. Như vậy, so với việc tài trợ bằng từng loại ngoại tệ, lãi suất tài trợ có hiệu lực của cả ba cách lựa chọn đều tương tự nhau. Tuy nhiên, rủi ro của tài trợ bằng danh mục các loại tiền đã giảm một cách đáng kể.

Trong ví dụ của chúng ta, việc tính toán các xác suất liên kết đòi hỏi một giả định rằng sự biến động của cả hai

loại tiền là độc lập nhau. Nếu sự biến động của hai loại tiền có mối tương quan xác định cao, thì tài trợ bằng danh mục các loại tiền sẽ không có lợi như chúng ta đã xác định vì có khả năng cả hai loại tiền sẽ đồng thời tăng lên ở mức độ cao. Nếu cả hai loại tiền không có tương quan xác định cao, chúng ta sẽ không mong đợi chúng đồng thời tăng với một mức độ như thế. Do đó, khả năng lãi suất tài trợ có hiệu lực của danh mục tài trợ tổng hợp cao hơn lãi suất trong nước giảm khi những đồng tiền trong danh mục tài trợ không có tương quan xác định cao.

Ví dụ trước gồm hai loại tiền trong danh mục tài trợ. Tài trợ bằng một danh mục đa dạng hoá với nhiều loại tiền hơn nữa sẽ tăng khả năng khi tài trợ bằng ngoại tệ sẽ có chi phí thấp hơn lãi suất vay trong nước. Vì một vài loại tiền không có khả năng thay đổi cùng một hướng. Một lần nữa mối tương quan giữa các loại tiền tỏ ra rất quan trọng ở đây. Nếu tất cả các loại tiền có tương quan xác định cao với nhau, thì tài trợ bằng một danh mục tổng hợp sẽ không khác biệt gì lắm so với tài trợ bằng từng loại tiền riêng lẻ. Mối tương quan giữa các loại tiền có thể được đo lường bằng hệ số tương quan.

Một công ty được tài trợ bằng một danh mục các loại tiền thường thích tạo ra một tài trợ trọn gói thể hiện lãi suất tài trợ có hiệu lực có phần nào dự đoán được trên cơ bản

định kỳ. Lãi suất tài trợ có hiệu lực càng dễ thay đổi theo thời gian, thì rủi ro càng nhiều. Mức độ biến động tùy thuộc vào độ lệch tiêu chuẩn và tương quan từng cặp về lãi suất tài trợ có hiệu lực của các loại tiền trong danh mục.

Chúng ta có thể sử dụng độ lệch tiêu chuẩn để đo lường mức độ biến động. Độ lệch tiêu chuẩn của lãi suất tài trợ có hiệu lực của danh mục tài trợ tổng hợp hai loại tiền được xác định như sau:

$$\sigma_{A,B} = \sqrt{(a)^2(\sigma_A)^2 + (b)^2(\sigma_B)^2 + 2a.b.\sigma_A.\sigma_B.r_{AB}}$$

a,b : tỷ lệ vay vốn bằng loại tiền A và B trong danh mục vay tổng hợp

σ_A, σ_B : độ lệch tiêu chuẩn của lãi suất tài trợ có hiệu lực của cả hai loại tiền A&B theo thời gian.

r_{AB} : hệ số tương quan của lãi suất tài trợ có hiệu lực của hai loại tiền A và B.

Vì tỷ lệ phần trăm thay đổi tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng lớn đến lãi suất tài trợ có hiệu lực, nên không có gì ngạc nhiên khi hệ số tương quan bị tác động mạnh bởi tương quan tỷ giá hối đoái của hai loại tiền. Một mối tương quan ngược chiều giữa hai loại tiền sẽ làm cho r_{AB} âm. Để minh họa cho độ lệch tiêu chuẩn của lãi suất tài trợ có hiệu lực liên quan đến đặc điểm của các loại tiền trong danh mục như thế nào, chúng ta giả định những thông tin sau đây về một số thời kỳ ba tháng.

- Lãi suất tài trợ có hiệu lực mong đợi kỳ hạn 3 tháng của CAD là: 3%.
- Lãi suất tài trợ có hiệu lực mong đợi kỳ hạn 3 tháng của franc Thụy Sĩ là: 2%.
- Độ lệch tiêu chuẩn của lãi suất tài trợ có hiệu lực bằng CAD là: 0,04.
- Độ lệch tiêu chuẩn của lãi suất tài trợ có hiệu lực bằng franc Thụy Sĩ là: 0,09.
- Hệ số tương quan giữa lãi suất tài trợ có hiệu lực của hai loại tiền là: -0,5
- Tỷ trọng tài trợ bằng franc Thụy Sĩ trong chiến lược tài trợ tổng hợp: 50%

Với những thông tin trên, lãi suất tài trợ có hiệu lực mong đợi của chiến lược tài trợ tổng hợp sẽ là:

$$\begin{aligned}\bar{r}_p &= a \bar{r}_A + b \bar{r}_B \\ &= 0,5 (0,03) + 0,5 (0,02) \\ &= 0,025 \text{ hay } 2,5\%\end{aligned}$$

Độ lệch tiêu chuẩn của chiến lược tài trợ tổng hợp sẽ là:

$$\begin{aligned}\sigma_p &= \sqrt{0,5^2 (0,04)^2 + 0,5^2 (0,09)^2 + 2(0,5)(0,5)(0,04)(0,09)(-0,5)} \\ &= \sqrt{0,0004 + 0,002025 - 0,0009} \\ &= \sqrt{0,001525} = 0,039.\end{aligned}$$

Kết quả trên cho thấy do lãi suất tài trợ có hiệu lực của franc Thụy Sĩ có mối tương quan phủ định (ngược chiều) vì thế σ_p đã thấp hơn σ_A và σ_B . Điều này cho thấy tài trợ bằng một danh mục các loại tiền có tương quan phủ định sẽ giảm thiểu rủi ro. Phân tích này không chỉ hạn chế chỉ ở hai loại tiền. Danh mục tài trợ các MNC có thể bao gồm nhiều loại tiền hơn nữa. Việc tính toán độ lệch tiêu chuẩn sẽ phức tạp hơn tuy nhiên các phần mềm tin học sẽ giải quyết vấn đề này rất dễ dàng.

TÓM LƯỢC

Quyết định đồng tiền hoặc các đồng tiền nào để vay vốn cho tài trợ ngắn hạn sẽ dễ dàng hơn khi công ty có các khoản phải thu bằng ngoại tệ trong tương lai có lãi suất thấp. Các MNC sẽ dùng các khoản phải thu này để hoàn trả các khoản vay bằng ngoại tệ, nếu công ty không có các khoản phải thu bằng đồng ngoại tệ có lãi suất thấp, thì quyết định trở nên phức tạp. Lãi suất tài trợ có hiệu lực của bất kỳ ngoại tệ nào đều không biết trước vì tỷ giá luôn thay đổi trong suốt thời gian vay nợ. Để ra quyết định tài trợ, MNC có thể dự kiến lãi suất tài trợ có hiệu lực dựa trên những dự kiến về thay đổi tỷ giá. Tính chính xác của tài trợ có hiệu lực chịu ảnh hưởng lớn bởi tính chính xác % thay đổi tỷ giá dự kiến, bởi vì dự báo tỷ giá thường không chính xác vì thế quyết định tài trợ không nên chỉ dựa vào dự báo này.

Một phân tích phần trăm thay đổi tỷ giá hoà vốn làm cho lãi suất tài trợ có hiệu lực của đồng ngoại tệ bằng với lãi suất đồng nội tệ có thể bổ sung vào đề MNC ra quyết định tài trợ. Nếu % thay đổi tỷ giá thấp hơn điểm hoà vốn này thì tài trợ bằng ngoại tệ sẽ có chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với vay bằng nội tệ và ngược lại. Một lần nữa nhắc lại rằng các công ty vay nợ bị giới hạn do họ không biết % thay đổi tỷ giá sẽ như thế nào. Nhưng họ dễ dàng dự đoán thay đổi sẽ cao hoặc thấp hơn điểm hoà vốn so với chỉ dựa vào phần trăm thay đổi tỷ giá.

Để đánh giá sâu hơn nữa quyết định tài trợ ngắn hạn, các công ty vay nợ có thể xây dựng một bảng phân phối xác suất những thay đổi tỷ giá. Từ thông tin này, chúng ta có thể xác định một bảng phân phối xác suất của lãi suất tài trợ có hiệu lực để xác định khả năng lãi suất tài trợ có hiệu lực cao hơn hoặc thấp hơn lãi suất vay nội tệ. Để giảm thiểu rủi ro từ việc tài trợ bằng ngoại tệ, công ty nên xem xét vay nợ bằng một danh mục tổng hợp các loại tiền. Trong khi những đồng tiền cụ thể có thể có những tác động bất ổn lên lãi suất tài trợ có hiệu lực, lãi suất tài trợ có hiệu lực của một danh mục tài trợ tổng hợp thường ổn định hơn do sự khác biệt trong biến động của các đồng tiền riêng lẻ vì không phải tất cả các loại tiền thay đổi cùng chiều với nhau. Một công ty có thể giảm đáng kể rủi ro khi tài trợ bằng một danh mục

các loại tiền hơn là tài trợ bằng một đồng tiền riêng lẻ. Mức độ giảm thiểu rủi ro từ việc tài trợ bằng một danh mục tổng hợp các loại tiền có thể tăng lên nếu các đồng tiền trong danh mục này có tương quan xác định tương đối thấp hoặc tương quan phủ định.

Chương 4

QUẢN TRỊ TIỀN MẶT QUỐC TẾ

4.1 PHÂN TÍCH LƯU LƯỢNG TIỀN MẶT TỪ CÁC CÔNG TY CON

Quản lý vốn luân chuyển (hàng hoá tồn kho, các khoản phải thu và tiền mặt) có ảnh hưởng trực tiếp đến số lượng và thời gian luân chuyển của tiền mặt. Quản lý vốn luân chuyển và quản lý dòng tiền được hợp thành một thể thống nhất. Chúng được thảo luận đầu tiên trước khi tập trung vào quản lý tiền mặt. **Hình 4.1** được sử dụng để bổ sung cho thảo luận này.

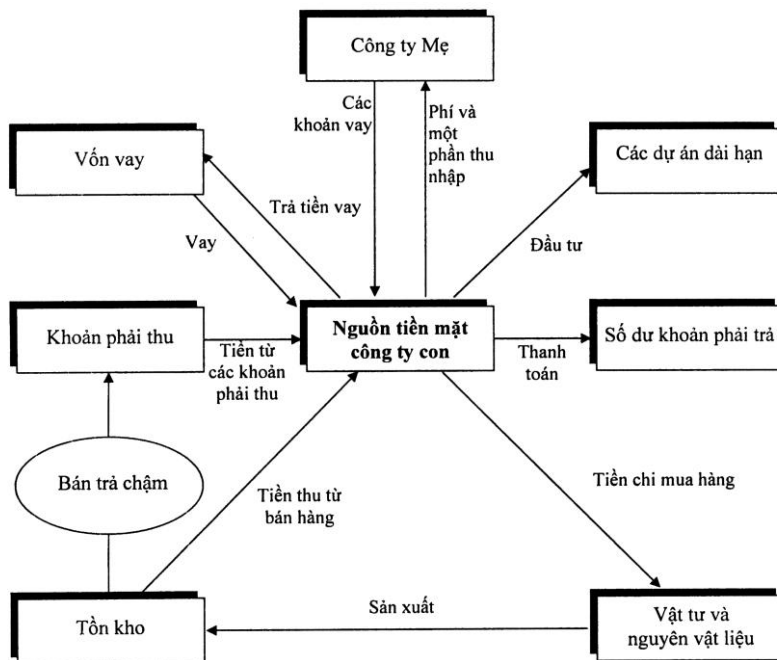
Bắt đầu bằng việc thanh toán của công ty con để mua vật liệu và hàng hoá. Các công ty con có nguồn hàng cung cấp ở các nước trên thế giới thường gặp khó khăn trong việc dự toán các chi phí phải thanh toán trong tương lai do có những biến động về tỷ giá. Do sự biến động của loại tiền được sử dụng trong hoá đơn thanh toán, công ty này có thể phải thanh toán một số tiền nhiều hơn. Vì vậy, bằng cách dự trữ một lượng hàng tồn kho lớn hơn, công ty có thể cắt giảm việc mua thêm hàng nếu đồng tiền trong hoá đơn thanh toán tăng giá. Một khó khăn khác là hàng hoá nhập khẩu từ nước khác có thể bị hạn chế bởi chính quyền của bên nhập khẩu (thông qua quota, thuế quan, các hàng rào phi mậu dịch).

Trong những tình huống như thế, dự trữ hàng tồn kho lớn sẽ giúp cho công ty có nhiều thời gian hơn để tìm kiếm nguồn nguyên liệu khác thay thế. Các công ty con có nguồn hàng cung cấp từ trong nước không nhất thiết phải có một mức dự trữ tồn kho lớn như vậy.

Việc thanh toán chi phí cho những nguồn hàng cung ứng sẽ bị ảnh hưởng bởi doanh số trong tương lai. Nếu doanh số bán chịu ảnh hưởng nặng bởi những dao động tỷ giá hối đoái, nghĩa là thu nhập trong tương lai trở nên không chắc chắn cũng sẽ làm cho việc thanh toán các chi phí trong tương lai trở nên bất ổn. Tình huống bất ổn này có thể buộc công ty con phải duy trì số dư tiền mặt lớn hơn để có thể bù đắp vào những yêu cầu gia tăng hàng hoá bất ngờ.

Một công ty con có sản phẩm xuất khẩu thì doanh số sẽ bị biến động nhiều hơn so với công ty con chỉ tiêu thụ sản phẩm trong nước. Điều này có thể do dao động của tỷ giá. Nếu nội tệ tăng giá, nhà nhập khẩu ở nước ngoài có xu hướng giảm số lượng đặt hàng cho công ty con. Nếu hàng hoá được tiêu thụ nội địa, các dao động tỷ giá sẽ không có tác động trực tiếp đối với doanh số, mặc dù chúng vẫn có một tác động gián tiếp bởi vì những biến động tỷ giá này sẽ tác động đến các loại giá mà các khách hàng ở địa phương của công ty con phải trả cho các khoản nhập khẩu từ các nhà cạnh tranh ở nước ngoài (với giá rẻ hơn).

Hình 4.1 Nghiên cứu tổng thể dòng tiền của các công ty đa quốc gia



Doanh số cũng có thể gia tăng khi những tín dụng bớt căng thẳng. Tuy nhiên, việc tập trung vào dòng tiền thu vào có ý nghĩa quan trọng hơn là tập trung vào doanh số. Một tiêu chuẩn tín dụng nới lỏng hơn sẽ làm cho dòng tiền thu vào bị chậm đi, từ đó có thể bù trừ phần ưu thế tăng lên do doanh số gia tăng. Trong bất cứ trường hợp nào, điểm chính yếu cần phải lưu ý ở đây là quản lý các khoản phải thu cũng là một phần quan trọng của quản lý vốn luân chuyển của công ty con vì tác động có thể có của chúng đối với dòng tiền thu vào.

Công ty con định kỳ phải phân phối tiền lãi cổ phần và nộp các khoản chi phí cho công ty mẹ. Những khoản chi phí này có thể là phí bản quyền phát minh hay là những chi phí gián tiếp mà công ty mẹ phải gánh chịu nhằm mang lại ưu thế cho công ty con. Thí dụ như chi phí nghiên cứu và phát triển do công ty mẹ gánh chịu nhưng có thể cải thiện chất lượng sản phẩm do công ty con sản xuất. Cho dù viện dẫn với bất kỳ lý do gì thì nhất thiết công ty con vẫn phải chi trả cho công ty mẹ. Khi các khoản chi trả lợi tức cổ phần và các khoản phí khác được biết trước và được định danh bằng dòng tiền của các công ty con thì việc dự báo về dòng tiền sẽ dễ dàng hơn cho công ty con. Lãi cổ phần mà công ty con trả cho công ty mẹ nhiều hay ít tùy thuộc vào các nhu cầu thanh toán, vào việc sử dụng tiền mặt ở những địa điểm

khác nhau của công ty con, vào những biến động dự kiến trong các dòng tiền của các công ty con và cuối cùng là phụ thuộc vào những quy định của chính phủ nước chủ nhà.

Sau khi tính toán tất cả các dòng tiền thu vào và chi ra, công ty con sẽ biết mình đang thặng dư hay thâm hụt tiền mặt. Nếu công ty thiếu hụt tiền mặt, công ty sẽ tính đến việc tài trợ ngắn hạn như đã nghiên cứu ở chương 3. Nếu công ty có dư tiền mặt, công ty phải quyết định sẽ sử dụng dòng tiền dư thừa như thế nào. Việc đầu tư vào những loại ngoại tệ khác nhau tuy có thể hấp dẫn nhưng những rủi ro về tỷ giá có thể làm cho **tỷ suất sinh lợi có hiệu lực** trở nên không chắc chắn. Vấn đề này sẽ được bàn đến ở phần sau.

Quản lý tính thanh khoản là một phần quan trọng trong quản lý vốn luân chuyển của công ty con. Các công ty con thường tiếp cận những **hạn mức tín dụng khác nhau** và **những thể thức cho vay ưu đãi** bằng nhiều loại tiền khác nhau. Vì thế, chúng có thể duy trì khả năng thanh toán mà không cần số dư tiền mặt đáng kể. Trong khi tính thanh khoản là quan trọng đối với tổng thể một MNC, thì nó cũng không thể chỉ được đo lường một cách đơn giản bằng các chỉ số thanh toán. Cách thức mà công ty có thể tiếp cận được đối với nguồn vốn trong trường hợp này là thích hợp hơn số dư tiền mặt mà công ty đang nắm giữ.

4.2 PHÂN TÍCH LƯU LƯỢNG TIỀN MẶT TẬP TRUNG

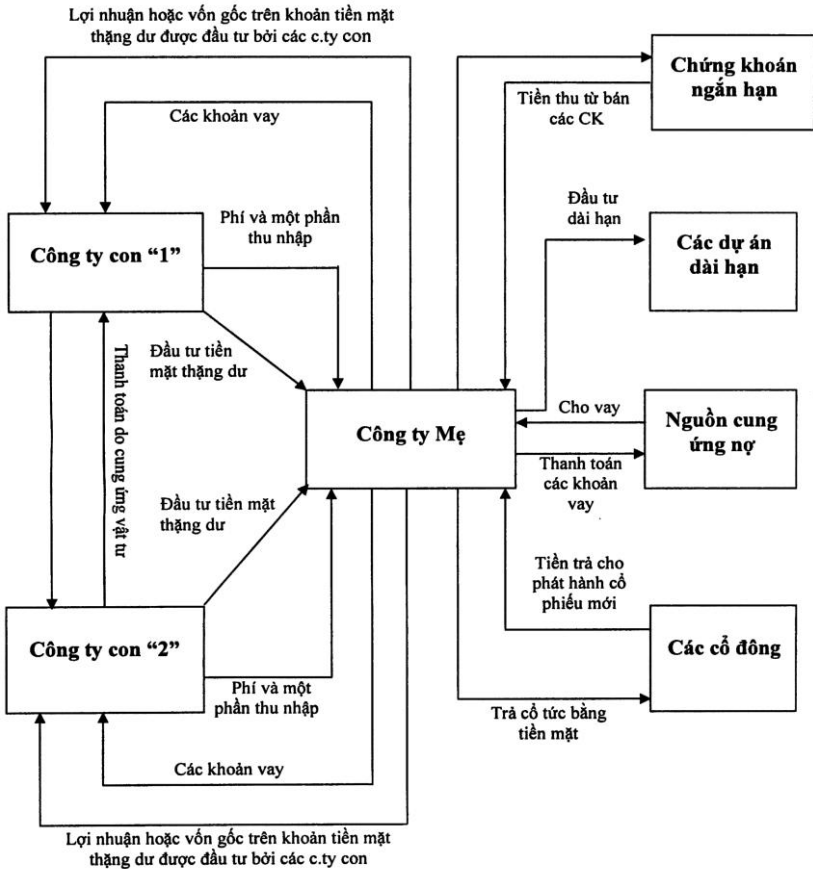
Mỗi công ty con nên quản lý vốn luân chuyển của mình bằng cách xem xét đồng thời tất cả những chủ điểm ở phần trên. Thông thường, các công ty con quan tâm đến hoạt động kinh doanh của mình hơn là hoạt động kinh doanh tổng thể của công ty đa quốc gia đó.

Do đó, cần phải tồn tại một nhóm quản lý vốn tập trung để điều tiết và quản lý dòng tiền của công ty mẹ và công ty con cũng như giữa những công ty con với nhau. Vai trò của nhóm này rất quan trọng vì nó có thể mang lại lợi ích cho các công ty con cần vốn hay phải chịu đựng rủi ro quá lớn về tỷ giá hối đoái. Ví dụ: Công ty Kraff thành lập bộ phận quản lý quỹ tập trung để quản lý tính thanh khoản, nguồn quỹ và các yêu cầu ngoại hối khác cho hoạt động của công ty trên toàn cầu.

Hình 4.2 dựa trên giả định đơn giản nhằm giúp minh họa một vài thuật ngữ chủ yếu của quản trị tiền mặt đa quốc gia. Hình trên cũng phản ánh một giả định rằng hai công ty con định kỳ gửi lợi tức cổ phần về công ty mẹ và cũng thường chuyển tiền mặt thặng dư về cho công ty mẹ (nơi quá trình **quản lý tiền mặt tập trung** xảy ra). Những dòng tiền này đại diện cho thu nhập bằng tiền mặt của công ty con chuyển về cho công ty mẹ. Dòng tiền mặt từ công ty mẹ

chuyển đến công ty con bao gồm các khoản cho vay, lợi nhuận từ các khoản đầu tư của công ty con trước đó. Các công ty con cũng có dòng tiền qua lại với nhau do việc chúng mua hàng hoá với nhau.

Hình 4.2 Giới thiệu một sơ đồ đơn giản về dòng tiền của một công ty đa quốc gia với hai công ty con ở những nước khác nhau.



Khi từng công ty con quản lý vốn luân chuyển của mình thì cũng tồn tại một nhu cầu theo dõi và quản lý các dòng tiền giữa công ty mẹ và các công ty con với nhau. Nhiệm vụ của việc quản lý tiền mặt quốc tế này được uỷ quyền cho một nhóm quản lý tiền mặt tập trung. Quản lý tiền mặt quốc tế có thể được phân chia thành hai chức năng như sau: (1) **Tối ưu hoá các biến động của dòng tiền** dựa trên những mục tiêu đã định để đẩy mạnh dòng tiền thu vào, làm chậm bớt nguồn tiền phải thanh toán và giảm thiểu chi phí sử dụng dòng tiền. (2) **Đầu tư tiền mặt thặng dư** dựa trên việc sử dụng nguồn quỹ sẵn có để bù đắp tốt nhất vào dòng tiền ròng phải thanh toán trong tương lai, trong trường hợp cần thiết cần phải tạo ra tỷ suất sinh lợi cao và duy trì rủi ro ở mức độ cho phép. Có lẽ không có một chiến lược riêng lẻ nào về mặt quản lý tiền mặt quốc tế có thể đáp ứng đồng thời hai mục tiêu này. Đây chính là điều làm cho việc quản lý tiền mặt quốc tế trở nên đầy thách thức. Trước hết chương này sẽ đề cập đến các kỹ thuật để tối ưu hoá dòng tiền và sau đó bàn đến vấn đề làm thế nào để đầu tư tiền mặt thặng dư.

4.3 CÁC KỸ THUẬT ĐỂ TỐI ƯU HOÁ LƯU LƯỢNG TIỀN TỆ

Dòng tiền có thể tối ưu hoá bằng cách:

- Tăng tốc dòng tiền thu vào.
- Sử dụng netting để giảm thiểu chi phí chuyển đổi tiền tệ.
- Tối thiểu hoá thuế đánh vào tiền mặt.
- Quản lý nguồn vốn không chuyển về nước.
- Thực hiện chuyển giao tiền mặt giữa các công ty con.

Tăng tốc dòng tiền thu vào. Mục tiêu chính của việc quản trị tiền mặt là nhằm tăng tốc dòng tiền thu vào vì tiền thu vào càng nhanh thì quá trình đầu tư càng sớm được thực hiện hay được sử dụng vào những mục đích khác. Có một số biện pháp nhằm tăng cường dòng tiền thu vào. Trước hết, có thể thành lập những **hộp khoá** trên khắp thế giới được đánh mã số theo hộp thư bưu cục cho những khách hàng được thông báo phải chi trả các khoản thanh toán. Khi được thành lập ở những địa điểm thích hợp (bưu cục gần ngân hàng), một hộp khoá có thể giảm bớt thời gian giao dịch. Việc xử lý các ngân phiếu gửi đến hộp khoá thường được thực hiện hằng ngày bởi một ngân hàng. Thứ hai là **Thanh toán uỷ quyền trước**: cho phép một công ty trả cho một tài khoản ngân hàng của khách hàng đến một

giới hạn nào đó. Cả hai cách trên đều có thể sử dụng cho các khoản thanh toán trong nước. Vì những giao dịch quốc tế đòi hỏi một khoảng thời gian dài nên sử dụng các phương pháp này để tăng tốc dòng tiền thu vào có giá trị đáng kể cho một công ty đa quốc gia.

Sử dụng netting để giảm thiểu chi phí chuyển đổi tiền tệ. Một kỹ thuật khác có thể tối ưu hoá dòng tiền là sử dụng thanh toán netting. Hình thức thanh toán này có thể được thực hiện với những nỗ lực của các công ty con hay bởi nhóm quản lý tiền mặt tập trung. Kỹ thuật này tối ưu hoá dòng tiền bằng cách giảm bớt các chi phí hành chính và chi phí giao dịch phát sinh từ việc chuyển đổi tiền tệ. Hãy xem một công ty đa quốc gia có hai công ty con đóng tại các quốc gia khác nhau. Khi hai công ty con này mua hàng của nhau, phải cần đến ngoại tệ để thanh toán. Cả hai công ty đó có thể giảm bớt chi phí giao dịch, chi phí chuyển đổi tiền tệ nếu họ chọn lựa phương thức giao dịch tổng hợp, nghĩa là họ sẽ tính toán tất cả các giao dịch mua bán của họ trong một thời kỳ nhất định để từ đó xác định mức thanh toán ròng. Bất kỳ công ty nào, dù là công ty nội địa hay công ty đa quốc gia cũng có thể giảm bớt các chi phí hành chính bằng cách thanh toán netting giữa các chi nhánh hay các công ty khác nhau. Tuy nhiên, các công ty đa quốc gia có thể có nhiều thuận lợi hơn các công ty trong nước. Để

minh hoạ hãy xem xét công ty A với 20 nhà máy, tất cả đều tại Mỹ. Mỗi nhà máy được chuyên môn hoá trong việc sản xuất những linh kiện khác nhau và giữa chúng có mua bán các linh kiện này với nhau. Cũng vậy, xem xét công ty B cùng hoạt động kinh doanh và cùng quy mô với công ty A. Nhưng công ty B có 20 nhà máy nằm khắp nơi trên thế giới. Cả hai công ty này đều có thể thu lợi từ hệ thống netting vì chi phí hành chính giảm xuống. Tuy nhiên công ty A không đòi hỏi việc chuyển đổi tiền tệ nên lợi ích từ netting hạn chế hơn lợi ích của công ty B, một công ty đa quốc gia.

Việc sử dụng phương pháp thanh toán netting ngày càng trở nên phổ biến. Các lợi ích chủ yếu của phương pháp này như sau: Trước hết, thanh toán netting làm giảm bớt số lượng giao dịch quốc tế giữa các công ty con, từ đó giảm bớt các chi phí hành chính cho việc chuyển đổi tiền mặt. Thứ hai, netting còn giảm bớt nhu cầu về chuyển đổi ngoại tệ bởi vì giao dịch sẽ ít hơn, từ đó sẽ giảm bớt chi phí giao dịch gắn liền với việc chuyển đổi ngoại tệ. Thứ ba, quá trình thanh toán netting sẽ bắt buộc kiểm soát chặt chẽ những thông tin về giao dịch giữa các công ty con. Do đó, các công ty con sẽ cố gắng báo cáo chính xác và kịp thời các khoản thanh toán với nhau. Cuối cùng, việc dự báo dòng tiền sẽ trở nên dễ dàng hơn vì chỉ có chuyển giao tiền mặt ròng được thực hiện vào cuối từng thời điểm thay vì thực

hiện nhiều hoạt động chuyển giao tiền mặt trong suốt thời kỳ. Việc dự báo dòng tiền theo cách trên có thể làm cho các quyết định đầu tư và tài trợ trở nên hiệu quả hơn.

Hệ thống netting song phương bao gồm các giao dịch giữa hai đơn vị, thí dụ như giữa công ty mẹ và công ty con hay giữa hai công ty con. Một hệ thống netting đa phương thường bao gồm một sự trao đổi phức hợp giữa công ty mẹ và nhiều công ty con. Đối với các công ty đa quốc gia lớn, một hệ thống thanh toán netting đa phương rất cần thiết để giảm bớt một cách có hiệu quả các chi phí hành chính và chi phí chuyển đổi ngoại tệ. Một hệ thống netting đa phương như thế thông thường sẽ được tập trung hóa để hợp nhất thông tin cần thiết. Từ thông tin dòng tiền hợp nhất, vị thế dòng tiền mặt ròng cho từng cặp công ty (các công ty con hoặc bất kỳ) được xác định, và các giải pháp tối hậu vào cuối mỗi thời kỳ sẽ được thiết lập. Nhóm quản lý tập trung có thể duy trì mức tồn quỹ bằng nhiều loại tiền tệ khác nhau, do đó việc chuyển đổi tiền tệ cho việc chi trả ròng vào cuối mỗi thời kỳ có thể được hoàn tất mà không cần phải tốn nhiều chi phí giao dịch. Chúng ta có thể xem xét một thí dụ về thanh toán netting trong bảng đối chiếu thanh toán liên công ty.

Bảng 4.1 là một ví dụ của ma trận các khoản chi trả trong nội bộ các công ty con. Ma trận này là tổng cộng chi

trả của từng công ty con so với mỗi công ty con khác. Tại hàng thứ nhất, công ty con Canada thiếu công ty Pháp số tiền tương đương 40.000 đô la Mỹ, thiếu công ty Anh tương đương 80.000 đô la Mỹ, trong cùng một thời gian những công ty này cũng nhận hàng từ công ty con Canada và chỉ trả thanh toán đến hạn. Tại cột thứ hai (dưới Canada), công ty con Pháp thiếu công ty con Canada tương đương 60.000 đô la Mỹ và thiếu công ty Anh 40.000 đô la Mỹ, công ty Anh lại nợ công ty Canada 90.000 đô la Mỹ. Do các công ty con thiếu nợ lẫn nhau, nếu thanh toán netting được sử dụng, có thể giảm được chi phí chuyển đổi tiền. Từ **bảng 4.1** chúng ta có thể thiết lập các dòng tiền thanh toán ròng giữa các công ty được thể hiện trong **bảng 4.2**

Bảng 4.1

Các khoản thiếu nợ của các công ty con đóng tại	Số tiền phải thanh toán tính bằng đôla Mỹ (đv:1.000 đô la) cho các công ty con đóng tại						
	Canada	Pháp	Anh	Nhật	Thụy Sĩ	Mỹ	Đức
Canada	-	40	80	90	20	40	60
Pháp	60	-	40	30	60	50	30
Anh	90	20	-	20	10	-	40
Nhật	100	30	50	-	20	30	10
Thụy Sĩ	10	50	30	10	-	50	70
Mỹ	10	60	20	20	20	-	40
Đức	40	30	-	60	40	70	-

Có một vài hạn chế khi sử dụng netting đa phương do có những biện pháp kiểm soát tỷ giá hối đoái. Mặc dù phần lớn các nước phát triển thường không áp đặt các biện pháp kiểm soát lên netting nhưng ở một số nước đang phát triển khác việc thanh toán netting lại bị cấm. Do đó, một công ty đa quốc gia có nhiều công ty con trên khắp thế giới có thể thực hiện thanh toán netting đa phương đối với chỉ với một số công ty con của mình, điều này sẽ hạn chế tác dụng của hệ thống thanh toán netting.

Bảng 4.2

Khoản thiếu nợ ròng của các công ty con đóng tại	Số tiền phải thanh toán tính bằng đôla Mỹ (đv:1.000 đô la) cho các công ty con đóng tại						
	Canada	Pháp	Anh	Nhật	Thụy Sĩ	Mỹ	Đức
Canada	-	0	0	0	10	30	20
Pháp	20	-	20	0	10	0	0
Anh	10	0	-	0	0	0	40
Nhật	10	0	30	-	10	10	0
Thụy Sĩ	0	0	20	0	-	30	30
Mỹ	0	10	20	0	0	-	0
Đức	0	0	0	50	0	30	-

Tối thiểu hoá thuế đánh vào tiền mặt. Để cho dòng tiền của mình được tối ưu hơn, MNC phải xem xét đến hệ quả của thuế làm thay đổi dòng tiền. Thí dụ, nếu chính phủ

nước chủ nhà của một công ty nào đó áp đặt mức thuế cao đối với lợi nhuận của công ty con chuyển về cho công ty mẹ, công ty đa quốc gia mẹ có thể chỉ thị cho công ty con tạm thời không chuyển lợi nhuận về mà thay vào đó nên tái đầu tư ở nước chủ nhà đó. Nếu **mức thuế khấu lưu** thường xuyên cao, công ty mẹ có thể có thể tính chi phí phát minh bản quyền hay các chi phí gián tiếp cao hơn cho các hoạt động của công ty mẹ đối với công ty con nhằm giảm bớt khoản thuế mà công ty con phải đóng. Một phương pháp khác nữa là công ty mẹ có thể chỉ thị cho công ty con thiết lập một bộ phận nghiên cứu và phát triển có thể mang lại lợi ích cho công ty con ở một nơi nào khác. Mục đích chính đằng sau chiến lược này là tìm cách sử dụng hiệu quả nguồn vốn ở nước ngoài nếu các nguồn vốn này không được chuyển về cho công ty mẹ mà không bị đánh thuế quá mức.

Bảng 4.3

Chỉ tiêu	Theo tính toán ban đầu		
	Công ty Hitax	Công ty Lotax	Được hợp nhất
Doanh số bán	100.000	150.000	250.000
Giá vốn hàng bán	50.000	100.000	150.000
Lãi gộp	50.000	50.000	100.000
Trừ chi phí hoạt động	20.000	20.000	40.000
EBIT (lãi trước thuế và lãi vay)	30.000	30.000	60.000

Lãi vay	5.000	5.000	10.000
Lãi trước thuế	25.000	25.000	50.000
Thuế Hitax 50%; Lotax 20%	12.500	5.000	17.500
Lãi ròng	12.500	20.000	32.500

Một chiến lược khả thi khác để đối phó với việc đánh thuế quá cao là điều chỉnh chính sách **định giá chuyển giao**. Để minh họa, giả sử tập đoàn Oakland đã thiết lập hai công ty con để **vốn hóa** các chi phí sản xuất thấp. Một trong hai công ty con, công ty Hitax đóng tại một quốc gia có mức thuế thu nhập là 50%. Công ty Hitax sản xuất bán thành phẩm và gửi sang cho công ty con khác là công ty Lotax, nơi cuối cùng tạo ra thành phẩm. Quốc gia mà công ty Lotax đóng có mức thuế thu nhập là 20%. Để đơn giản giả sử các công ty con không phải gửi tiền lãi cổ phần về cho công ty mẹ trong một thời gian gần.

Trong **bảng 4.3** phân tích ảnh hưởng của sự điều chỉnh giá cả chuyển giao đối với các khoản thu nhập và thuế tạm thời của tập đoàn Oakland. Theo bảng 4.3 cả hai công ty con đều có mức lãi trước thuế bằng nhau, tuy nhiên do thuế suất khác nhau, công ty Hitax sẽ có lãi ròng thấp hơn công ty Lotax khoảng 7,5 triệu đô la Mỹ.

Nếu tập đoàn Oakland có thể sửa đổi chính sách định giá chuyển giao thì tổng lãi ròng sẽ tăng lên. Để minh họa, giả sử giá của các sản phẩm được Hitax gửi sang cho Lotax giảm, sẽ làm cho doanh số bán của Hitax giảm từ 100 triệu đô la Mỹ xuống 80 triệu đô la Mỹ, điều này làm giảm giá vốn hàng bán của Lotax cũng giảm đi 20 triệu đô la Mỹ **(Bảng 17.4)**.

Khi thực hiện chính sách này, thu nhập trước thuế của Hitax chỉ còn 5 triệu đô la Mỹ và của Lotax tăng lên 45 triệu đô la Mỹ, mức chênh lệch của 2 công ty lúc này là 40 triệu đô la Mỹ cho dù con số tổng hợp không hề thay đổi. Do các thu nhập đã được chuyển từ Hitax sang Lotax, mức thuế giảm xuống còn 11,5 triệu đô la Mỹ so với mức thuế ban đầu là 17,5 triệu đô la Mỹ. Do vậy, số thuế phải nộp đã giảm đi 6 triệu đô la Mỹ và mức lãi ròng bây giờ dự kiến sẽ tăng 6 triệu đô la Mỹ so với ban đầu. Chú ý rằng việc điều chỉnh chính sách định giá chuyển giao cũng có một số hạn chế bởi vì chính quyền nước chủ nhà có thể áp dụng các luật lệ nhằm hạn chế chính sách này để giảm đi việc né tránh thuế.

Bảng 4.4:

Chỉ tiêu	Theo tính toán được điều chỉnh dựa trên việc thay đổi chính sách chuyển đổi chi phí		
	Công ty Hitax	Công ty Lotax	Được hợp nhất
Doanh số bán	80.000	150.000	230.000
Giá vốn hàng bán	50.000	80.000	130.000
Lãi gộp	30.000	70.000	100.000
Trừ chi phí hoạt động	20.000	20.000	40.000
EBIT (lãi trước thuế và lãi vay)	10.000	50.000	60.000
Lãi vay	5.000	5.000	10.000
Lãi trước thuế	5.000	45.000	50.000
Thuế Hitax 50%; Lotax 20%	2.500	9.000	11.500
Lãi ròng	2.500	36.000	38.500

Các chiến lược tài trợ cũng được áp dụng để đối phó với chính sách thuế cao. Thí dụ công ty mẹ Oakland có thể cung cấp một lượng vốn tối thiểu để hỗ trợ cho công ty Hitax, do đó bắt buộc công ty con phải vay vốn và gánh chịu tiền lãi hàng năm. Vốn vay trở thành nguồn vốn hấp dẫn khi thuế suất cao. Thực vậy, công ty mẹ đang cố gắng buộc Hitax vay vốn nhiều hơn nhu cầu và chuyển phần vốn vượt trội này sang cho những công ty con ở những nước khác. Hitax khi đó sẽ tiết kiệm thuế đáng kể từ việc vay vốn thuế suất cao. Chiến lược này cho thấy một công ty con sẽ

chịu thuế cao để trợ cấp luôn cho các công ty con khác. Chiến lược như thế sẽ làm giảm lợi nhuận của công ty con đó nhưng làm tăng dòng lưu chuyển tiền tệ cho các công ty đa quốc gia nói chung. Hiện nay, chính phủ của nhiều nước đã nỗ lực ngăn cản không cho các công ty đa quốc gia thực hiện chiến lược này.

Một phương pháp khác nhằm giảm thuế là thông qua việc thiết lập một trung tâm tái tạo hoá đơn. Mục tiêu chính là chuyển lợi nhuận sang các công ty con ở nơi có mức thuế thu nhập thấp. Danh mục hàng hóa thì được đưa ra trung tâm tái tạo hoá đơn nhưng hàng hoá thật thì không. Hoá đơn thông thường được định danh bằng loại tiền tệ của công ty con xuất khẩu. Trung tâm tái tạo hoá đơn được xem là nơi cho phương tiện thanh toán tập trung và các công ty con phải chịu cho một khoản chi phí cho việc sử dụng dịch vụ này. Cách xếp đặt này về cơ bản là nhằm chuyển lợi nhuận từ những công ty con khác sang trung tâm tái tạo hoá đơn và do đó giảm tổng thể các loại thuế mà công ty đa quốc gia phải gánh chịu.

Quản lý nguồn vốn không chuyển về nước. Dòng tiền cũng có thể chịu ảnh hưởng bởi việc chính quyền nước chủ nhà hạn chế chuyển về nước các nguồn quỹ. Điều này là do chính quyền nước đó yêu cầu tất cả các nguồn quỹ phải được giữ lại trong nước nhằm tạo ra việc làm và giảm

thất nghiệp. Để đối phó với việc các **nguồn vốn không chuyển về nước**, các công ty đa quốc gia có thể thực hiện những chiến thuật giống như những chiến thuật đã được áp dụng trong trường hợp thuế của nước chủ nhà quá cao. Để tận dụng có hiệu quả nguồn quỹ này, công ty mẹ có thể chỉ thị cho công ty con thiết lập một bộ phận nghiên cứu và phát triển để từ đó gánh chịu những chi phí và có thể điều tiết nguồn thu nhập cho các công ty con khác.

Một chiến thuật khác là áp dụng phương pháp định giá chuyên giao theo hướng tăng chi phí cho các công ty con gánh chịu. Chính quyền nước chủ nhà thường nói lỏng các ràng buộc đối với các nguồn quỹ nhằm bù đắp chi phí hơn là nguồn thu nhập chuyển về cho công ty mẹ. Khi các công ty con bị hạn chế trong việc chuyển giao thu nhập về cho công ty mẹ, công ty mẹ có thể chỉ thị cho công ty con tìm nguồn vốn vay từ ngân hàng trong nước hơn là từ công ty mẹ. Bằng cách vay vốn thông qua trung gian trong nước, công ty con có thể sử dụng thu nhập để thanh toán các khoản nợ vay trước đó.

Một ví dụ về việc quản lý vốn không chuyển về nước là các công ty con của một MNC Mỹ bị phong tỏa ở Philipines đã bị ngăn cấm việc chuyển đồng pêsô sang đô la Mỹ để chuyển về nước. Để đối phó với hạn chế này, một tổng giám đốc đã mang tất cả số tiền bằng pêsô này sang

Hồng Kông, sau đó ông ta đã chuyển sang đô la Mỹ. Một cách tốt hơn để đối phó với các hạn chế như thế là tìm cách sử dụng đồng pêsô tại Philipines. Ví dụ trong trường hợp trên, một công ty đã tổ chức hội nghị toàn MNC tại Manila và vì thế công ty này có thể sử dụng pêsô để thanh toán chi phí cho hội nghị (khách sạn, ăn uống...) và cách thức này có phần nào giống với việc chuyển tiền về cho công ty mẹ, vì có khả năng công ty mẹ sẽ phải trả các khoản chi phí cho hội nghị nếu được tổ chức tại chính quốc.

Thực hiện chuyển giao tiền mặt giữa các công ty con. Quản lý uyển chuyển dòng lưu chuyển tiền mặt cũng có thể mang lợi ích về cho công ty con đang cần vốn. Giả sử công ty X đang cần vốn trong khi công ty con Y có nguồn vốn dư thừa, đồng thời công ty X định kỳ có mua hàng hóa từ công ty Y. Trong trường hợp này, công ty Y có thể cung cấp nguồn tài chính bằng cách cho phép công ty X trả chậm. Hoặc công ty Y có mua hàng từ công ty X, công ty Y có thể cung cấp nguồn tài chính bằng cách thanh toán tiền hàng sớm hơn thời gian quy định. Chiến lược **trả chậm hay trả sớm** có thể giúp tránh được nhu cầu vay mượn, do đó có thể giảm bớt số vay nợ ngắn hạn trên bảng cân đối kế toán. Tuy nhiên, khi áp dụng phương thức này các công ty đa quốc gia cần phải hiểu thấu đáo luật lệ của nước chủ nhà bởi vì một số nước ngăn cản việc thực hiện phương thức trên bằng

cách yêu cầu các công ty con phải thanh toán ngay vào thời điểm chuyển giao hàng.

4.4 MỘT SỐ VẤN ĐỀ THƯỜNG GẶP KHI TỐI ƯU HOÁ LƯU LƯỢNG TIỀN TỆ

Hầu hết những phức tạp thường gặp khi tối ưu hoá dòng tiền gồm 5 trường hợp sau:

- Các đặc tính liên quan đến công ty
- Những hạn chế của chính phủ
- Những đặc tính của hệ thống ngân hàng
- Nhận thức không thích đáng về việc tối ưu hoá dòng tiền
- Sự sai lệch trong báo cáo kết quả kinh doanh của công ty con

Các đặc tính liên quan đến công ty: Trong một số trường hợp, việc tối ưu hoá dòng tiền có thể trở nên khá phức tạp do những đặc tính của công ty đa quốc gia. Thí dụ, nếu một trong những công ty con chậm trả tiền cho những công ty khác về nguồn hàng đã nhận, những công ty con khác có thể phải đi vay tiền cho đến khi được thanh toán. Phương thức tập trung hoá nhằm kiểm tra tất cả các khoản thanh toán giữa các công ty sẽ có thể giảm bớt những khó khăn đó.

Những hạn chế của chính phủ. Những hạn chế của chính quyền nước chủ nhà có thể phá vỡ chính sách tối ưu

hoá dòng tiền tệ. Như đã nghiên cứu, một số quốc gia có thể cấm việc sử dụng hệ thống thanh toán netting. Ngoài ra, một số nước trong nhiều trường hợp sẽ ngăn cản không cho dòng tiền chảy ra khỏi quốc gia đó, bằng cách đó họ đã ngăn cản việc thực hiện các khoản chi trả ròng của các công ty đa quốc gia.

Những đặc tính của hệ thống ngân hàng. Khả năng cung ứng các dịch vụ của ngân hàng nhằm tạo ra thuận lợi cho việc chuyển giao tiền mặt cho các công ty đa quốc gia sẽ thay đổi ở từng nước. Nhiều ngân hàng không cung ứng đầy đủ các dịch vụ mà các công ty đa quốc gia cần hoặc không cập nhật hoá đầy đủ thông tin vào tài khoản ngân hàng của các công ty đa quốc gia. Không tận dụng được khả năng và thông tin của ngân hàng, hiệu quả của việc quản lý tiền mặt quốc tế sẽ bị hạn chế. Ngoài ra, nếu một công ty đa quốc gia có các công ty con đóng ở nhiều quốc gia khác nhau, đương nhiên sẽ phải làm việc với nhiều hệ thống ngân hàng khác nhau và sẽ gặp nhiều phức tạp. Trong những năm gần đây, các hệ thống ngân hàng đã được cải thiện và xuất hiện nhiều hệ thống ngân hàng toàn cầu đạt tiêu chuẩn. Do đó, vấn đề khó khăn này đã trở nên bớt căng thẳng.

Nhận thức không thích đáng về việc tối ưu hoá dòng tiền. Hiệu quả của chiến lược tối ưu hoá dòng tiền có thể bị giảm sút bởi các quốc gia nhận thức không đúng

đáng về nó. Trong khi việc tối ưu hoá dòng tiền ở các nước phát triển đã có những tiến bộ đáng kể trong suốt 30 năm gần đây thì ở những nước đang phát triển, vấn đề này vẫn chưa được chú trọng. Những nghiên cứu khác cho thấy rằng tại các nước đang phát triển, nhận thức về tầm quan trọng của việc tăng tốc dòng tiền còn nhiều hạn chế. Kết quả là các công ty đa quốc gia thường phân phối nguồn lực dựa theo trình độ của các công ty con về vấn đề này.

Sai lệch trong báo cáo kết quả kinh doanh của công ty con. Nhiều kỹ thuật khác nhau được công ty đa quốc gia sử dụng nhằm tối ưu hoá dòng tiền thường gây ra sự sai lệch về lợi nhuận của từng công ty con, thí dụ như sự thay đổi về chính sách định giá chuyển giao hay chuyển giao tiền mặt giữa các công ty con có thể mang lại lợi ích trên góc độ toàn công ty. Tuy nhiên, đứng trên góc độ của từng công ty con, thu nhập của một công ty con có thể tăng lên nhưng công ty con khác phải gánh chịu phần thiệt hại. Trong khi ban điều hành của một công ty con có thể nhận thức được lợi ích của toàn công ty đa quốc gia, thì họ cũng lo lắng cho công việc kinh doanh của họ sẽ bị đe dọa vì những sai lệch trong báo cáo sản xuất kinh doanh. Có nghĩa là lợi nhuận báo cáo của công ty con có vẻ thấp hơn so với thực tế. Lợi nhuận thấp này có thể hoàn toàn là do chính sách định giá chuyển giao hoặc chiến lược trả chậm hay đổi

phó với chính sách thuế cao hay vấn đề phong tỏa vốn. Công ty mẹ trong quá trình đánh giá các hoạt động kinh doanh của công ty con phải chú tâm hơn đến những chính sách đã được áp dụng. Nếu không xem xét đến những chính sách như thế thì ban điều hành của các công ty con sẽ quan tâm đến việc tối đa hoá lợi nhuận công ty con của họ chứ không quan tâm đến lợi nhuận của toàn bộ công ty đa quốc gia. Điều này đã dẫn đến mâu thuẫn mục tiêu giữa ban điều hành của các công ty con với cổ đông của công ty đa quốc gia. Nếu mục tiêu của ban điều hành là tối đa hoá thu nhập của công ty con hơn là làm tăng giá trị của công ty mẹ, khi có sự thông thái quá đáng của ban điều hành công ty con sẽ cản trở công ty đa quốc gia đáp ứng đầy đủ quyền lợi của các cổ đông. Để đảm bảo không có mâu thuẫn mục tiêu, mỗi thành quả của công ty con không nên dựa vào thu nhập của từng thành viên mà thay vào đó là sự đóng góp của các thành viên vào giá trị tổng thể của các công ty đa quốc gia. Bằng cách đó, ban điều hành sẽ nhận được phần thưởng thích đáng dựa trên những quyết định của họ tác động như thế nào đến giá trị tổng thể của MNC.

Nếu một công ty con tồn tại như một bộ phận của MNC nhưng lại không được sở hữu hoàn toàn bởi công ty mẹ, mâu thuẫn về mục tiêu sẽ trở nên rõ ràng hơn. Các cổ đông thiểu số của công ty con thích công ty con làm những

gì tốt nhất có lợi cho chính họ hơn so với tổng thể công ty đa quốc gia. Một mâu thuẫn như thế thường làm cho nhà quản lý dòng tiền của các công ty đa quốc gia trở nên rất phức tạp.

Bộ phận quản lý tiền mặt tập trung của công ty đa quốc gia không thể luôn luôn dự đoán chính xác những sự cố có thể ảnh hưởng đến quan hệ dòng tiền giữa công ty mẹ và công ty con và giữa các công ty con với nhau. Tuy nhiên, bộ phận này sẽ sẵn sàng ứng phó với bất cứ sự cố nào bằng việc: (1) Xem xét những tác động bất lợi đến dòng tiền. (2) xem xét làm thế nào để tránh được những bất lợi như thế. Nếu trạng thái dòng tiền giữa công ty mẹ và công ty con dẫn đến thiếu hụt tiền mặt thì công ty mẹ nên chuẩn bị sẵn sàng những hạn mức tín dụng để đáp ứng. Ngược lại, nếu thặng dư tiền mặt sau khi xét đến tất cả các khoản chi trả, cần phải xem xét đến quyết định đầu tư. Quyết định này sẽ được đề cập ở dưới đây.

4.5 ĐẦU TƯ TIỀN MẶT THẶNG DƯ

Cùng với việc tối ưu hoá dòng tiền, một chức năng chủ yếu khác của quản lý tiền mặt quốc tế là đầu tư tiền mặt thặng dư. Thị trường tiền tệ thế giới đang phát triển để điều tiết đầu tư tiền mặt dư thừa của công ty, một trong những thị trường then chốt là thị trường các đồng tiền Châu Âu. Khối lượng ký thác bằng đô la đã gia tăng hơn gấp đôi kể từ

năm 1980. Các khoản ký gửi bằng đô la Châu Âu thường đem đến cho các công ty đa quốc gia một tỷ suất sinh lợi cao hơn so với đầu tư tại Mỹ. Rất nhiều công ty đa quốc gia sử dụng thị trường Eurocurrency như là một phương thức hữu hiệu cho nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi. Nhiều công ty đa quốc gia cũng thực hiện các khoản ký gửi bằng các loại tiền không phải là đồng đô la trên thị trường Eurocurrency. Trong khi các khoản ký gửi vẫn còn đang thống lĩnh trên thị trường thì tầm quan trọng tương đối của các loại tiền không phải là đồng đô la cũng gia tăng theo thời gian.

Ngoài ra các công ty đa quốc gia cũng có thể mua trái phiếu kho bạc và các loại thương phiếu. Các hệ thống thông tin liên lạc ngày càng được cải thiện đã gia tăng mức độ tiếp cận với những thị trường chứng khoán nước ngoài và cho phép một mức độ hội nhập lớn hơn trong số các thị trường tiền tệ ở các nước.

Có nhiều khía cạnh trong đầu tư ngắn hạn đáng để các công ty đa quốc gia xem xét. Trước hết, là tiền mặt thặng dư của các công ty con nên tập trung lại hay phân cách?. Thứ hai, làm thế nào để xác định tỷ suất sinh lợi có hiệu lực cho mỗi phương thức có thể có?. Thứ ba, lý thuyết ngang giá lãi suất IRP mang lại những hàm ý gì cho đầu tư ngắn hạn?. Thứ tư, tỷ giá kỳ hạn được sử dụng để đánh giá đầu tư ngắn hạn như thế nào? Cuối cùng là vấn đề đa dạng

hóa đầu tư để giảm thiểu rủi ro. Chúng ta lần lượt nghiên cứu từng vấn đề.

Quản lý tiền mặt tập trung: Chính sách đầu tư ngắn hạn của một công ty đa quốc gia có thể hoặc là duy trì việc đầu tư riêng lẻ ở từng công ty con hoặc là áp dụng phương thức tập trung hóa. Phương thức tập trung hoá có thể tác động tích cực đến việc tối ưu hoá dòng tiền do trạng thái tiền mặt của tất cả công ty con có thể được xem xét ở góc độ thực hiện quyết định đầu tư, tập trung hoá cho phép sử dụng có hiệu quả hơn các nguồn quỹ và có khả năng là tỷ suất sinh lợi cao hơn. Thuật ngữ “tập trung hoá” có thể hiểu là dòng tiền dư thừa ở từng công ty con được tập trung lại với nhau cho đến khi một công ty con nào đó cần đến nó. Để hiểu được những ưu thế của một chiến lược như thế, bạn hãy xem xét đến tình huống trong đó lãi suất trên các khoản ký thác ngân hàng hoặc đầu tư ngắn hạn thường được mời chào với một lãi suất cao hơn cho một số lượng tiền nhiều hơn. Như vậy, nếu hai công ty con có khoản tiền mặt thặng dư là 500.000 đô la Mỹ cho mỗi công ty, lãi suất cho việc ký quỹ ngân hàng hàng tháng của từng công ty con có thể sẽ thấp hơn lãi suất nếu ký quỹ tập trung 1 triệu đô la Mỹ. Bằng cách này, phương thức tập trung hoá sẽ đạt được tỷ suất sinh lợi cao hơn cho khoản tiền mặt thặng dư.

Phương thức tập trung hóa có thể tăng hiệu quả của quản lý vốn luân chuyển bằng cách làm giảm thấp chi phí tài trợ chung của công ty đa quốc gia. Giả sử công ty con A có dòng tiền thặng dư là 500.000 đô la Mỹ trong suốt một tháng sắp đến, trong khi công ty con B cần vay 500.000 đô la Mỹ cho một tháng. Nếu việc quản lý tiền mặt không được tập trung hoá, công ty A có thể mua một ngân phiếu lãi suất 10%/năm, cùng lúc công ty B có thể vay nợ ngân hàng với lãi suất 12% năm. Ngân hàng phải tính một khoản lãi suất cho vay cao hơn so với lãi suất mà nó phải trả khi nhận ký thác. Nếu sử dụng phương pháp quản lý tiền mặt tập trung, công ty con B có thể vay tiền từ công ty con A, làm giảm đi chi phí vay vốn. Tuy nhiên phương thức này có thể gặp phải những hạn chế như: loại tiền mặt thặng dư của công ty A có thể không phải là loại tiền mà công ty B cần và những biến động về tỷ giá hối đoái làm cho chuyển giao tiền mặt khó mang lại hiệu quả.

Việc tập trung nguồn vốn lại để đầu tư và đáp ứng nhu cầu cho các công ty con bằng nguồn tiền mặt thặng dư có thể dẫn tới các chi phí giao dịch vượt trội. Chẳng hạn, các công ty con hiện đang giao dịch bằng nhiều loại tiền khác nhau. Một phương thức quản lý tập trung sẽ nỗ lực tập trung các nguồn vốn thặng dư lại và chuyển đổi sang một đồng tiền duy nhất để dùng cho các mục đích đầu tư. Trong

trường hợp này, ưu thế của phương thức tập trung tiền mặt có thể bị làm triệt tiêu bởi những chi phí giao dịch phát sinh khi chuyển đổi sang một đồng tiền chung. Mặc dù thế, việc quản lý tiền mặt tập trung vẫn có thể có giá trị tốt nếu tiền mặt tạm thời nhàn rỗi bằng mỗi đồng tiền có thể tập hợp lại với nhau theo một cách gọi là “hoà nhập nhưng không hòa tan” cho mỗi loại tiền (nghĩa là không chuyển tất cả sang một đồng tiền chung). Trong trường hợp này tiền mặt thặng dư của các công ty con bằng một đồng tiền cụ thể nào đó có khả năng được sử dụng để đáp ứng nhu cầu thâm hụt tiền mặt bằng chính đồng tiền đó của các công ty con khác. Chiến lược này đặc biệt khả thi nếu tất cả những khoản tiền thặng dư của công ty con được ký thác ở những chi nhánh của một ngân hàng và vì thế ngân quỹ có thể được chuyển đổi dễ dàng giữa các công ty con.

Thảo luận của chúng ta cho đến giờ về sử dụng tiền mặt thặng dư tập trung ở hai giải pháp: Thứ nhất, tập hợp đồng tiền ngắn hạn cho một loại tiền tệ nào đó bất cứ lúc nào có thể đạt được tỷ suất sinh lợi cao nhất cho khoản ký quỹ ngân hàng theo một kỳ hạn nhất định. Thứ hai, nỗ lực điều tiết nhu cầu tài trợ ngắn hạn bằng nguồn tiền mặt thặng dư tạm thời nhàn rỗi của các công ty con với các công ty con khác bất kỳ lúc nào có thể. Tuy nhiên, chúng ta chưa thảo luận việc đầu tư nguồn vốn ngắn hạn còn lại theo từng

loại tiền sau khi đã điều tiết nhu cầu huy động vốn ngắn hạn của các công ty con. Đây là một vấn đề chủ yếu của quản lý tiền mặt quốc tế, vì tỷ suất sinh lợi trên các khoản đầu tư ngắn hạn thường thay đổi đáng kể trong số các phương án đầu tư khác nhau. Bởi vì nguồn vốn chỉ tạm thời nhàn rỗi trong một thời kỳ ngắn nên các MNC thường thích đầu tư dưới hình thức ký thác ngắn hạn hoặc trái phiếu chính phủ. Tỷ suất sinh lợi của các khoản đầu tư này phụ thuộc vào loại tiền đầu tư. Trên thị trường Eurocurrency nơi mà các ký thác và các khoản vay ngắn hạn được định danh bằng những đồng tiền khác nhau, và một ngân hàng thường đưa ra một mức lãi suất trên một khoản ký thác định danh bằng đồng bảng Anh cao hơn so với một khoản ký thác được định danh bằng các đồng tiền khác, chẳng hạn như so với đồng tiền euro.

Một số công ty chỉ muốn đầu tư vào chứng khoán được định danh bằng loại tiền mà công ty có nhu cầu cho những khoản đầu tư bằng chính đồng tiền đó trong tương lai. Trong khi một cách tiếp cận như thế có thể bảo đảm được rằng tỷ suất sinh lợi mà nhà đầu tư nhận được khi thực hiện đầu tư thì phương pháp này không mang lại tỷ suất sinh lợi bằng các khoản đầu tư khi định danh bằng các loại khác.

Khi một công ty có tiền mặt thặng dư nhân rồi, mối quan tâm đầu tiên của họ là có nên phòng ngừa bất cứ vị thế có khả năng chi trả nào cho đồng ngoại tệ hay không? Nếu công ty có dòng tiền chi ra trong tương lai bằng các loại ngoại tệ có khả năng tăng giá, công ty có thể dự tính cho việc thanh toán này bằng cách tạo ra một ký quỹ ngắn hạn bằng chính đồng tiền đó. Thời kỳ đáo hạn của ký thác sẽ phù hợp một cách lý tưởng với mốc thời điểm mà công ty cần cho các nhu cầu chi trả.

Xác định tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ việc đầu tư nước ngoài. Lãi suất của các ký thác ở ngân hàng Châu Âu thay đổi theo từng loại tiền tệ được dùng để ký thác. Do đó, cần thiết phải nghiên cứu những phương án khác nhau trước khi ký thác. Công ty có thể ký thác bằng ngoại tệ mang lại lãi suất cao nhất và sau đó có thể chuyển đổi sang bất cứ loại tiền tệ nào mà công ty cần khi khoản ký thác đáo hạn. Tuy nhiên, chiến lược này sẽ không nhất thiết là khả thi bởi vì loại tiền sử dụng có thể bị giảm giá trong suốt thời gian ký thác. Trong trường hợp này, lãi suất cao hơn phải đủ bù đắp được mức độ mất giá của loại tiền tệ đó. Do đó, chính lãi suất có hiệu lực hay tỷ suất sinh lợi có hiệu lực mới là vấn đề mà các nhà quản lý tiền mặt quan tâm nhất. Suất sinh lợi có hiệu lực phải tính đến cả hai mặt: lãi suất cũng như mức độ biến đổi tỷ giá của từng loại tiền tệ sử dụng, và

do đó nó có thể khác xa với lãi suất niêm yết đối với loại ngoại tệ đó. Một thí dụ để minh họa cho tỷ suất sinh lợi có hiệu lực:

Giả sử một công ty đa quốc gia Mỹ có khoản tiền mặt thặng dư là 1 triệu đô la Mỹ đã tạo ra một khoản ký thác ba tháng bằng krona Thụy Điển với lãi suất 6% cho 3 tháng. Tỷ giá là \$0,2/SK_r tại thời điểm ký thác. Đầu tiên 1 triệu đô la Mỹ chuyển đổi được 5 triệu krona Thụy Điển, sau đó ký thác vào ngân hàng Châu Âu. Ba tháng sau, ngân hàng trả cho công ty Mỹ một khoản tiền là: 5.000.000 (1+6%) = 5.300.000 krona Thụy Điển. Vào thời điểm rút tiền ký thác, giả sử tỷ giá hối đoái là \$0,19/SK_r, (giả dụ rằng công ty Mỹ không sử dụng krona Thụy Điển và chỉ chọn ký thác bằng krona Thụy Điển vì lãi suất hấp dẫn của nó) lúc đó khoản tiền rút ra sẽ chuyển sang đô la Mỹ là: 5.300.000 x 0,19 = 1.007.000 đô la Mỹ. Tỷ suất sinh lợi từ việc đầu tư ngắn hạn là:

$$\frac{1.007.000 - 1.000.000}{1.000.000} = 0,7\%$$

Thí dụ trên cho thấy thay đổi trong tỷ giá hối đoái tác động như thế nào đến lãi suất của ký thác ngoại tệ ngắn hạn. Nếu công ty Mỹ quyết định mở một ký thác bằng Eurodollar, công ty sẽ kiếm được nhiều hơn 0,7%. Thêm vào đó, nếu công ty có kế hoạch sử dụng tiền nhận được ký

thác để trang trải chi phí ở Mỹ thì tỷ giá hối đoái sẽ không ảnh hưởng đến lãi suất. Tuy nhiên kết quả của ký thác bằng ngoại tệ không phải luôn luôn xấu như trong ví dụ của chúng ta. Nếu loại tiền tệ ký thác tăng giá trong thời gian ký thác sẽ làm cho tỷ suất sinh lợi có hiệu lực tăng lên. Nếu krona Thụy Điển tăng giá từ \$0,20/SKr lên \$0,21/SKr trong suốt thời gian ký thác thì mức 5.300.000 krona Thụy Điển khi đáo hạn sẽ là: $5.300.000 \times 0,21 = 1.113.000$ đô la Mỹ, do đó tỷ suất sinh lợi có hiệu lực sẽ là:

$$\frac{1.113.000 - 1.000.000}{1.000.000} = 11,3\%$$

Các tính toán ở phần trên về tỷ suất sinh lợi có hiệu lực có thể được tính một cách logic hơn như sau:

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1$$

Với r_f là tỷ suất sinh lợi có hiệu lực trên tiền ký thác bằng ngoại tệ, i_f là lãi suất của các khoản ký thác ở nước ngoài, e_f là phần trăm thay đổi tỷ giá hối đoái.

$$r_f = (1 + 0,06)[(1 + (-0,05))] - 1 = 0,7\%$$

Con số này giống với tỷ suất sinh lợi có hiệu lực mà chúng ta đã tính toán theo một cách khác ở phần trên. Để kiểm tra khả năng bạn sử dụng công thức xác định tỷ suất sinh lợi có hiệu lực, chúng ta xem xét trường hợp đồng krona tăng giá từ \$0,20/SKr lên \$0,21/SKr hay là 5%, tỷ suất sinh lợi có hiệu lực là:

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1$$

$$= (1 + 0,06)(1 + 0,05) - 1 = 0,113 \text{ hay } 11,3\%$$

Tỷ suất sinh lợi có hiệu lực có thể âm nếu đồng tiền ký thác giảm giá nhiều hơn mức bù đắp của lãi suất ký thác. Ví dụ, một công ty Mỹ mở một ký thác ngoại tệ có lãi suất là 5% và đồng ngoại tệ giảm giá so với đô la Mỹ là 7% thì tỷ suất sinh lợi có hiệu lực là:

$$r_f = (1 + 0,05)[1 + (-0,07)] - 1]$$

$$= -0,0235 \text{ hay } -2,35\%$$

Kết quả này cho thấy công ty sẽ nhận được 2,35% ít hơn so với số tiền mà công ty ký thác lúc ban đầu.

Cho tới giờ chỉ có những khoản ký gửi ngân hàng là được xem xét. Điều này vẫn đúng đối với những chứng khoán ngắn hạn bằng ngoại tệ. Bất kỳ những chứng khoán có sẵn nào định danh bằng một đồng tiền cụ thể sẽ có tỷ suất sinh lợi tương tự như nhau. Cũng giống như những khoản ký gửi ngân hàng, tỷ suất sinh lợi có hiệu lực trên tất cả những chứng khoán khác nhau định danh bằng ngoại tệ cũng chịu tác động bởi những dao động trong tỷ giá. Thảo luận của chương này cũng sẽ tiếp tục tập trung vào các khoản ký gửi ngân hàng, nhưng những hàm ý của nó vẫn ứng dụng vào các chứng khoán ngắn hạn khác.

Ngang giá lãi suất được xem là một tiêu chuẩn cho quyết định đầu tư. Nhớ lại rằng nghiệp vụ kinh doanh

chênh lệch lãi suất có phòng ngừa (CIA) được mô tả trong chương trước như là một khoản đầu tư ngắn hạn ra nước ngoài với việc đồng thời bán kỳ hạn đồng ngoại tệ. Người ta có thể nghĩ đồng ngoại tệ với lãi suất cao sẽ là một ứng cử viên lý tưởng cho kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa. Tuy nhiên, một đồng tiền như vậy thường thể hiện một khoản chiết khấu kỳ hạn phản ánh chênh lệch giữa lãi suất ngoại tệ và lãi suất trong nước. Mỗi liên hệ này dựa vào lý thuyết IRP. Những nhà đầu tư không thể đạt được ở mức lãi suất cao hơn khi thực hiện kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa khi IRP tồn tại.

Mặc dù IRP tồn tại, đầu tư ngắn hạn nước ngoài vẫn có thể khả thi, nhưng phải dựa vào việc không phòng ngừa (không sử dụng thị trường kỳ hạn). Điều này có nghĩa là đầu tư nước ngoài có thể đạt được một tỷ suất sinh lợi cao hơn đầu tư trong nước, nhưng đương nhiên là sẽ rất rủi ro.

Tỷ giá kỳ hạn như là một tiêu chuẩn cho quyết định đầu tư. Nếu có ngang bằng lãi suất IRP tỷ giá kỳ hạn có thể được dùng như một công cụ chỉ định hữu ích cho quyết định đầu tư.

Thí dụ: Một công ty quyết định đầu tư sẽ xem xét những thông tin sau:

- Lãi suất ở Mỹ là 12% năm
- Lãi suất ở Thụy Điển là 15% năm

- Tỷ giá giao ngay là \$0,20/SKr
- Tỷ giá kỳ hạn một năm là \$0,1948/SKr
- Số tiền quỹ thặng dư sẵn có ở công ty Mỹ 400.000 đô la Mỹ.

Công ty Mỹ trước hết có thể sử dụng việc kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa bằng tiền krona Thụy Điển bằng cách mua:

$$\frac{400.000}{\$0,2/\text{SKr}} = \text{SKr } 2.000.000$$

Sau một năm công ty này sẽ nhận được: 2.000.000 (1 + 15%) = SKr2.300.000

Và bán krona Thụy Điển theo tỷ giá kỳ hạn một năm để lấy đô la Mỹ:

$$2.300.000 \times \$0,1948 = \$448.040$$

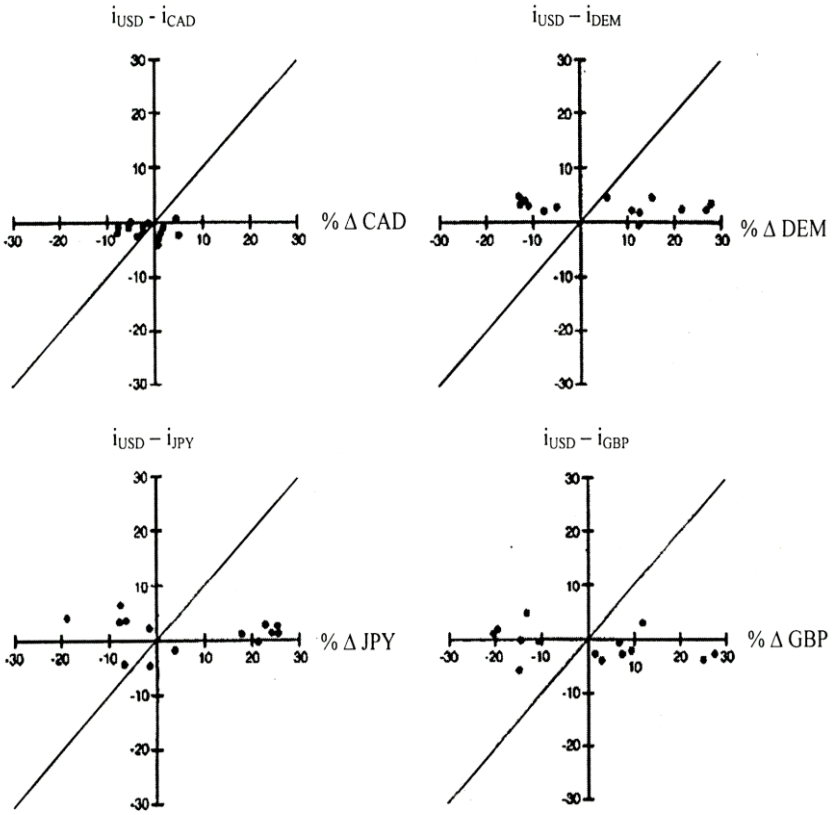
Tỷ suất sinh lợi sẽ là:

$$\frac{448.040 - 400.000}{400.000} \approx 12\% \text{ năm}$$

Như vậy nếu đầu tư theo phương thức trên sẽ không có lợi hơn cho công ty so với việc đầu tư ngay tại Mỹ bằng đô la Mỹ, bây giờ chúng ta hãy xem xét khả năng trường hợp công ty Mỹ không phòng ngừa trên thị trường kỳ hạn. Giả dụ rằng tỷ giá giao ngay tương lai khi đáo hạn đầu tư là

\$0,1948/SKr. Tỷ giá này bằng tỷ giá kỳ hạn. Lúc này tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ đầu tư nước ngoài sẽ là 12% bằng với lãi suất trong nước. Nếu tỷ giá giao ngay một năm sau lớn hơn \$0,1948/SKr, tổng số đô la nhà đầu tư nhận về sẽ lớn hơn 448.040 đô la Mỹ và tỷ suất sinh lợi có hiệu lực sẽ cao hơn 12% (và do đó sẽ hiệu quả hơn so với đầu tư trong nước). Nếu tỷ giá giao ngay một năm sau thấp hơn \$0,1948/SKr, tổng số đô la nhà đầu tư nhận về sẽ nhỏ hơn 448.040 đô la Mỹ và tỷ suất sinh lợi có hiệu lực sẽ thấp hơn 12% (và do đó sẽ kém hiệu quả hơn so với đầu tư trong nước).

Hình 4.3 So sánh chênh lệch lãi suất với sự biến động của tỷ giá của nhiều loại ngoại tệ khác nhau



Ví dụ này cho thấy rằng nếu **IRP** tồn tại, chúng ta có thể sử dụng tỷ giá kỳ hạn như là một **điểm hòa vốn** để đánh giá quyết định đầu tư ngắn hạn. Khi đầu tư vào đồng ngoại

tệ (với vị thế không phòng ngừa đồng ngoại tệ) tỷ suất sinh lợi có hiệu lực sẽ lớn hơn lãi suất trong nước nếu tỷ giá giao ngay một năm sau lớn hơn tỷ giá kỳ hạn tại thời điểm xảy ra đầu tư. Ngược lại, tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ việc đầu tư nước ngoài sẽ thấp hơn lãi suất trong nước nếu tỷ giá giao ngay một năm sau nhỏ hơn tỷ giá kỳ hạn tại thời điểm đầu tư.

Mối quan hệ với hiệu ứng Fisher quốc tế (IFE).

Khi IRP tồn tại, các MNC khi dùng tỷ giá kỳ hạn như là một dự báo cho tỷ giá giao ngay tương lai sẽ dự kiến tỷ suất sinh lợi trên ký thác ngoại tệ bằng với ký thác tại Mỹ. Trong khi tỷ giá kỳ hạn không nhất thiết là một dự đoán chính xác, thì nó lại có thể là công cụ dự báo hợp lý nếu nó đưa ra một dự báo không thiên lệch về tỷ giá giao ngay trong tương lai. Lý thuyết này cho rằng tỷ giá kỳ hạn có thể cao hơn hoặc thấp hơn tỷ giá giao ngay tương lai nhưng với tầng số bằng nhau. Do đó, tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ đầu tư nước ngoài trung bình sẽ bằng với lãi suất trong nước. MNC đầu tư ngắn hạn liên tục ra nước ngoài bình quân sẽ có được tỷ suất sinh lợi có hiệu lực bằng với lãi suất có hiệu lực trong nước.

Thảo luận này của chúng ta có liên quan mật thiết với lý thuyết IFE. Nhớ lại rằng hiệu ứng Fisher quốc tế (IFE) cho rằng tỷ giá hối đoái của đồng ngoại tệ được dự

kiến sẽ thay đổi gần bằng chênh lệch giữa lãi suất của nước ngoài với lãi suất trong nước. Nếu IRP tồn tại, phần bù hoặc chiết khấu kỳ hạn phản ánh mức chênh lệch lãi suất và biểu thị cho phần trăm thay đổi kỳ vọng của giá trị đồng ngoại tệ khi tỷ giá kỳ hạn được sử dụng như là một dự đoán của tỷ giá giao ngay tương lai. Lý thuyết IFE cho rằng các công ty không thể liên tục kiếm được tỷ suất sinh lợi ngắn hạn cao hơn dựa trên những chứng khoán nước ngoài so với các chứng khoán trong nước. Bởi vì tỷ giá hối đoái dự kiến trung bình sẽ điều chỉnh theo chênh lệch lãi suất. Nếu IRP tồn tại và tỷ giá kỳ hạn là một dự báo không thiên lệch cho tỷ giá giao ngay trong tương lai, chúng ta có thể kỳ vọng về sự tồn tại của IFE.

Lý thuyết IFE có thể tồn tại với một số loại tiền và có thể không đối với một số loại tiền khác. Để xác định IFE có tồn tại hay không, hãy so sánh tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ việc đầu tư bằng ngoại tệ với lãi suất đầu tư trong nước. Nếu tỷ suất sinh lợi của chúng bình quân giống nhau theo thời gian có nghĩa là IFE tồn tại. Cho dù việc phân tích có ủng hộ hoặc từ chối IFE đi nữa thì lý thuyết này không những phụ thuộc vào việc đánh giá đồng ngoại tệ mà còn phụ thuộc vào thời kỳ phân tích.

Hình 4.3 so sánh chênh lệch lãi suất với sự biến động của các ngoại tệ khác nhau. Nếu sự biến động của tỷ

giá bù đắp một cách chính xác chênh lệch lãi suất thì tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ đầu tư nước ngoài sẽ bằng với lãi suất tại Mỹ. Trong trường hợp này những điểm sẽ nằm trên đường chéo 45^0 ngang qua trục tọa độ. **Hình 4.3** cho thấy rằng những điểm thường lệch khỏi đường biểu diễn này. Trong nhiều thời kỳ những điểm không ở cùng một góc mong đợi. Điều này có nghĩa là hoặc (1) ngoại tệ có lãi suất cao hơn lãi suất Mỹ và tăng giá trong thời kỳ đó. (2) ngoại tệ có lãi suất thấp hơn lãi suất Mỹ và giảm giá.

Trong khi **hình 4.3** xác nhận rằng tỷ suất sinh lợi có hiệu lực trên đầu tư nước ngoài không luôn luôn bằng với lãi suất ở Mỹ thì điều này không có nghĩa rằng các công ty Mỹ sẽ tự động có lợi từ việc đầu tư vào các công cụ trên thị trường tiền tệ nước ngoài. Những điểm nằm dưới đường chéo 45^0 cho thấy đầu tư nước ngoài có lợi hơn trong khi những điểm nằm trên đường chéo đại diện cho tỷ suất sinh lợi trong nước cao hơn. Những điểm này có lúc chạy tán loạn ở hai bên đường biểu diễn. Nếu công ty Mỹ có khả năng dự báo chính xác tỷ giá tương lai, họ có thể thu lợi từ đầu tư ngắn hạn trong những thời kỳ đồng ngoại tệ mạnh lên và né tránh thị trường này khi đồng ngoại tệ trở nên yếu đi. Nếu như các công ty Mỹ có khả năng dự báo bị hạn chế, họ có thể xem xét chu kỳ thay đổi tỷ giá khi ra quyết định.

Giá trị đồng ngoại tệ xét trong quá khứ dịch chuyển về một hướng nào đó ít nhất hai năm trước khi đổi hướng (thấy được từ những dữ kiện thu thập được trên **hình 4.3**). Các công ty đầu tư kỳ hạn một tháng có thể sử dụng hướng dịch chuyển lịch sử để phát triển những kỳ vọng về tương lai. Chiến lược này ắt hẳn đã từng thành công cho những công ty trong quá khứ, có lẽ nó cũng sẽ thành công trong tương lai nếu chu kỳ dao động về tỷ giá vẫn tiếp tục như thế trong một thời kỳ dài.

Bảng 4.4

Giả định	Hàm ý trong đầu tư trên thị trường ngoại hối
1. IRP tồn tại	Kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa không có giá trị
2. IRP tồn tại và tỷ giá kỳ hạn là một dự báo chính xác cho tỷ giá giao ngay tương lai	Đầu tư không phòng ngừa vào chứng khoán nước ngoài không có lợi
3. IRP tồn tại và tỷ giá kỳ hạn là một dự báo không thiên lệch cho tỷ giá giao ngay kỳ vọng ($F_n = S^*$).	Đầu tư không phòng ngừa vào chứng khoán nước ngoài bình quân sẽ thu được một tỷ suất sinh lợi giống như đầu tư chứng khoán trong nước
4. IRP tồn tại và tỷ giá kỳ hạn dự kiến cao hơn tỷ giá giao ngay kỳ vọng ($F_n > S^*$)	Đầu tư không phòng ngừa vào chứng khoán nước ngoài dự kiến sẽ thu được một tỷ suất sinh lợi thấp hơn đầu tư chứng khoán trong nước

5. IRP tồn tại và tỷ giá kỳ hạn dự kiến thấp hơn tỷ giá giao ngay kỳ vọng ($F_n < S^*$)	Đầu tư không phòng ngừa vào chứng khoán nước ngoài dự kiến sẽ thu được một tỷ suất sinh lợi cao hơn đầu tư chứng khoán trong nước
6. IRP không tồn tại, phần bù (chiết khấu) kỳ hạn cao hơn (thấp hơn) chênh lệch lãi suất	Kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa khả thi cho những nhà đầu tư trong nước
7. IRP không tồn tại và phần bù (hoặc chiết khấu) kỳ hạn thấp hơn (cao hơn) chênh lệch lãi suất.	Kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa khả thi cho những nhà đầu tư nước ngoài chứ không khả thi đối với những nhà đầu tư trong nước.

Những hàm ý chủ yếu của ngang giá lãi suất (IRP) và tỷ giá kỳ hạn như một dự báo cho tỷ giá giao ngay tương lai trong đầu tư nước ngoài được tóm tắt trong **bảng 4.4**. Bảng này giải thích những điều kiện cần thiết làm cho đầu tư chứng khoán ngắn hạn nước ngoài mang tính khả thi.

Nếu bạn là giám đốc tài chính của công ty Mỹ, bạn sẽ đầu tư vào đô la Mỹ (để nhận được tỷ suất sinh lợi chắc chắn là 11%) hay bạn đầu tư vào krona Thụy Điển (với tỷ suất sinh lợi mong đợi khoảng 12%)? Có lẽ bạn sẽ chọn cách ký thác bằng đô la Mỹ vì bạn muốn biết chắc chắn lợi nhuận bạn sẽ nhận được từ đầu tư của mình. Hay là có lẽ bạn cảm thấy phần thưởng tiềm ẩn từ đầu tư vào krona Thụy Điển lớn hơn rủi ro có liên quan. Mức rủi ro là 5% khả năng tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ việc ký thác bằng krona Thụy Điển là 2,6% hoặc 10% khả năng tỷ suất sinh

lợi có hiệu lực là 4,88% hoặc 15% khả năng tỷ suất sinh lợi có hiệu lực là 9,44%. Tất cả những khả năng này biểu hiện một tỷ suất sinh lợi thấp hơn tỷ suất sinh lợi nếu đầu tư vào đô la Mỹ. Điều này giải thích tại sao một vài công ty bảo thủ lại chọn đầu tư vào đô la Mỹ để tránh rủi ro.

Dự báo tỷ giá hối đoái như là một tiêu chuẩn của quyết định đầu tư. Trong khi các MNC không biết được giá trị của đồng ngoại tệ thay đổi như thế nào trong suốt thời kỳ đầu tư, họ có thể được sử dụng công thức tính tỷ suất sinh lợi có hiệu lực đã được trình bày trước đây trong chương này và dự đoán sự thay đổi của tỷ giá (e_f). Vì lãi suất ký thác ngoại tệ đã biết trước (i_f), nên tỷ suất sinh lợi có hiệu lực có thể dự đoán dựa vào e_f , tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ đầu tư nước ngoài có thể đem so sánh với lãi suất trong nước. Thí dụ: một công ty Mỹ có sẵn nguồn quỹ cho một năm, lãi suất ký quỹ bằng đô la Mỹ là 11% năm và bằng krona Thụy Điển là 14% năm. Giả sử như dự đoán krona Thụy Điển sẽ bị mất giá từ mức tỷ giá hiện nay là \$0,16/SKr xuống còn \$0,1584/SKr (giảm giá 1%).

Như vậy tỷ suất sinh lợi có hiệu lực nếu ký quỹ bằng krona Thụy Điển là:

$$r_f = (1 + 14\%)[1 + (-1\%)] - 1 = 12,86\%.$$

Trong thí dụ này, đầu tư vào việc ký quỹ bằng krona Thụy Điển được cho là có lợi hơn là ký quỹ bằng đô la Mỹ.

Tuy nhiên chúng ta nên nhớ rằng giá trị e_f chỉ là dự kiến, không có gì là chắc chắn. Do đó, không có sự đảm bảo nào cho thấy đầu tư nước ngoài sẽ thực sự sinh lợi hơn. Vì e_f không biết trước, các công ty Mỹ có lẽ cố gắng chỉ ít ra cũng xác định giá trị của e_f là bao nhiêu để tỷ suất sinh lợi có hiệu lực bằng với lãi suất ký quỹ tại Mỹ.

Từ công thức tính r_f , có thể xây dựng giá trị hòa vốn của e_f như sau:

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1 = i_h$$

$$\Rightarrow e_f = \frac{1 + i_h}{1 + i_f} - 1$$

Như vậy, giá trị hòa vốn của e_f sẽ là:

$$e_f = \frac{1 + 11\%}{1 + 14\%} - 1 = -2,63\%$$

Điều này cho thấy, nếu krona Thụy Điển giảm giá 2,63% sẽ dẫn đến tiền ký quỹ bằng krona Thụy Điển sẽ có một tỷ suất sinh lợi có hiệu lực như lãi suất ký quỹ bằng đô la Mỹ. bất kỳ tỷ lệ giảm giá nào dưới mức trên sẽ làm cho ký thác bằng đồng krona Thụy Điển có lợi.

Nếu krona Thụy Điển có khả năng giảm giá nhiều hơn 2,63% trong thời gian ký quỹ, công ty sẽ ký thác bằng

đô la Mỹ. Nếu krona Thụy Điển giảm giá ít hơn 2,63% hoặc tăng giá thì quyết định của công ty sẽ phức tạp hơn, công ty sẽ xem xét đến mức độ rủi ro. Nếu lợi nhuận thu được từ việc đầu tư vào ngoại tệ vượt trội rủi ro có thể xảy ra, công ty có thể quyết định ký thác bằng krona Thụy Điển. Quyết định cuối cùng sẽ tùy thuộc vào mức độ thích đương đầu với rủi ro của công ty.

Vì những dự báo thậm chí chuyên nghiệp đến mấy cũng không luôn luôn chính xác, do đó thay vì chỉ dựa vào một điểm dự đoán, công ty trên có thể nghiên cứu một phân phối xác suất các khả năng thay đổi tỷ giá của krona Thụy Điển theo **bảng 4.5**. Tỷ suất sinh lợi có hiệu lực mong đợi:

$$\begin{aligned}
 r_f &= (5\% \times 2,6\%) + (10\% \times 4,88\%) + (15\% \times 9,44\%) \\
 &+ (20\% \times 11,72\%) \\
 &+ (20\% \times 15,14\%) + (15\% \times 16,28\%) + (10\% \times \\
 &17,42\%) + (5\% \times 18,56\%) \\
 \Rightarrow r_f &= 12,518\%
 \end{aligned}$$

Quyết định đầu tư vào krona Thụy Điển hay đô la Mỹ có lẽ tùy thuộc vào lãi suất ký quỹ bằng đô la Mỹ. Để có thể đánh giá sâu hơn vấn đề có thể đầu tư vào loại tiền nào, thông tin trong cột 2 và 3 của **bảng 4.5** được sử dụng để triển khai một phân phối xác suất trong **hình 4.6**. Hình này minh họa xác suất của mỗi tỷ suất sinh lợi có hiệu lực có thể xảy ra nếu công ty Mỹ đầu tư vào krona Thụy Điển. Lưu ý

rằng lãi suất ở Mỹ là 11% đã được biết chắc chắn. Qua hình này ta có thể thấy có 30% xác suất lãi suất ở Mỹ cao hơn tỷ suất sinh lợi có hiệu lực từ việc đầu tư vào krona Thụy Điển và 70% xác suất lãi suất Mỹ thấp hơn.

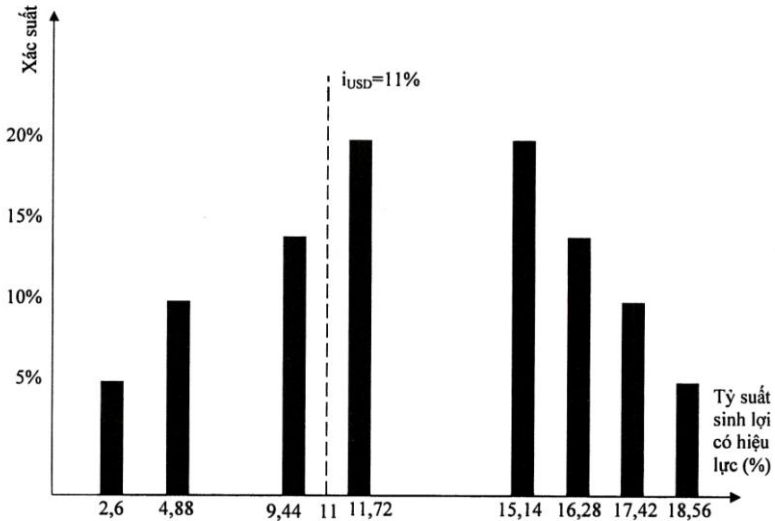
Bảng 4.5

Khả năng thay đổi tỷ giá của krona Thụy Điển trong suốt thời gian ký quỹ (ef)	Xác suất có khả năng xảy ra	Tỷ suất sinh lợi có hiệu lực thay đổi theo tỷ giá krona Thụy Điển (rf)
-10%	5%	$1,14 [1+(-10\%)]-1 = 2,6\%$
-8%	10%	$1,14 [1+(-8\%)]-1 = 4,88\%$
-4%	15%	$1,14 [1+(-4\%)]-1 = 9,44\%$
-2%	20%	$1,14 [1+(-2\%)]-1 = 11,72\%$
1%	20%	$1,14 [1+(1\%)]-1 = 15,14\%$
2%	15%	$1,14 [1+(2\%)]-1 = 16,28\%$
3%	10%	$1,14 [1+(3\%)]-1 = 17,42\%$
4%	5%	$1,14 [1+(4\%)]-1 = 18,56\%$
	100%	

Đa dạng hóa đầu tư tiền mặt bằng nhiều loại ngoại tệ. Do một công ty đa quốc gia không biết chắc chắn tỷ giá hối đoái sẽ thay đổi thế nào theo thời gian, công ty có thể chọn việc đa dạng hóa tiền mặt ký quỹ bằng nhiều loại ngoại tệ khác nhau, phương thức này giúp cho công ty tránh được khả năng chịu ảnh hưởng của rủi ro về tỷ giá hối đoái. Giới hạn phần trăm tiền mặt thặng dư đầu tư vào mỗi loại tiền sẽ làm giảm rủi ro tỷ giá hối đoái. Mức độ mà một danh

mục đầu tư tổng hợp định danh bằng nhiều loại tiền khác nhau để làm giảm thiểu rủi ro sẽ phụ thuộc vào mối tương quan giữa các đồng tiền. Một cách lý tưởng, hệ số tương quan giữa các đồng tiền nên là tương quan phủ định hoặc có tương quan thấp với nhau.

Hình 4.6



TÓM LƯỢC

Vai trò của quản trị tiền mặt quốc tế có thể được chia ra hai chức năng (1) tối ưu hóa dòng tiền và (2) tối đa hóa việc sử dụng nguồn ngân quỹ có sẵn. Để tối ưu hóa dòng tiền, công ty đa quốc gia có thể xem xét sử dụng séc ủy quyền trước hoặc đặt **hộp khóa** để tăng tốc dòng tiền thu vào. Hơn nữa, MNC cũng có thể dùng phương pháp thanh toán netting để tối thiểu hóa chi phí chuyển đổi tiền tệ và chi phí giao dịch.

Để tối ưu hóa việc sử dụng các ngân quỹ có sẵn, công ty đa quốc gia có thể triển khai một chiến lược quản lý tiền mặt tập trung. Chiến lược này có thể mang lại tỷ suất sinh lợi cao hơn do các khoản ký gửi lớn hơn. Một phương pháp tập trung hóa cũng có thể điều tiết nhu cầu tài trợ ngắn hạn của các công ty con bằng tiền dư thừa ở các công ty con khác.

Khi MNC có nguồn ngân quỹ tạm thời nhàn rỗi thì MNC phải xác định xem nên đầu tư khoản tiền này vào đâu. Do một vài loại tiền có thể có lãi suất cao hoặc được dự kiến sẽ tăng giá, nên các khoản ký thác ngân hàng bằng các loại tiền này sẽ trở nên hấp dẫn. Các MNC cần phải xem xét một số nhân tố khi đầu tư tiền mặt thặng như dư (1) công ty có các khoản phải trả trong tương lai bằng loại tiền hiện nay công ty đang ký gửi vào ngân hàng hay không? (2) Liệu kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa có thể đạt được tỷ suất sinh lợi cao hơn so với ký gửi trong nước hay không? Bất kỳ tình huống nào xảy ra trong số hai tình huống trên cũng phải tính đến việc né tránh rủi ro tỷ giá.

Một xem xét thứ ba là MNC sẵn sàng thiết lập một khoản ký gửi bằng ngoại tệ nhưng không phòng ngừa. Đây là một chiến lược có giá trị nếu chênh lệch cao hơn của tỷ suất sinh lợi có hiệu lực của chiến lược này so với tỷ suất sinh lợi trong nước lớn hơn rủi ro về tỷ giá hối đoái. Để dự

đoán tỷ suất sinh lợi, cần phải dự báo sự thay đổi của tỷ giá hối đoái của các ngoại tệ trong thời kỳ đầu tư. Vì thế, MNC có thể triển khai hoặc là một dự báo điểm hoặc là một bảng phân phối xác suất về khả năng thay đổi của các đồng ngoại tệ. Khi dự báo tỷ giá hối đoái được dùng để xác nhận tỷ suất sinh lợi có hiệu lực dự kiến của khoản ký gửi nước ngoài, MNC có thể so sánh rủi ro và lợi ích của việc ký gửi bằng ngoại tệ so với ký gửi trong nước. Ngay cả một vài MNC đối mặt với quyết định tương tự và có đánh giá tương tự, thì việc lựa chọn thực sự của các công ty này có thể khác nhau do mức độ thích đối phó với rủi ro của mỗi công ty hoàn toàn khác nhau.

Cuối cùng, các MNC nên xem xét đầu tư bằng một danh mục các loại tiền để đạt được lãi suất mong muốn và giảm thiểu rủi ro. Đặc biệt là, nếu các đồng tiền này có mối tương quan phủ định cao.

Chương 5

ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP RA NƯỚC NGOÀI VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

5.1 ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP RA NƯỚC NGOÀI

5.1.1 TỔNG QUAN VỀ ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP RA NƯỚC NGOÀI

Hoạt động đầu tư trên thế giới ngày càng phong phú và đa dạng, bao gồm nhiều loại hình đầu tư khác nhau. Bên cạnh hoạt động đầu tư từ nguồn lực trong nước, hoạt động đầu tư từ một chủ đầu tư nằm bên ngoài phạm vi quốc gia được đầu tư ngày càng trở nên một động lực to lớn nhằm thúc đẩy sự phát triển kinh tế thế giới. Hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài luôn gắn liền với sự phát triển địa bàn hoạt động của các công ty đa quốc gia sẽ là đối tượng chủ yếu của chương này.

Khái niệm về đầu tư trực tiếp nước ngoài. Đầu tư trực tiếp nước ngoài xảy ra khi công dân của một nước (nước đầu tư) nắm giữ quyền kiểm soát các hoạt động kinh tế ở một nước khác (nước chủ nhà hay nước nhận đầu tư). Trong khái niệm này, thật sự không có sự đầu tư gia tăng về kinh tế hay một sự chuyển giao ròng giữa các quốc gia mà đơn thuần chỉ là một sự di chuyển tư bản từ quốc gia này sang quốc gia khác. Các công ty nắm quyền kiểm soát hoạt

động ở nhiều quốc gia được xem như các công ty đa quốc gia, các công ty xuyên quốc gia hay các công ty toàn cầu. Sự phát triển hoạt động của các công ty này chính là động lực thúc đẩy sự phát triển trong thương mại quốc tế thông qua hình thức đầu tư trực tiếp vào các quốc gia khác trên thế giới.

Nguyên nhân hình thành trực tiếp nước ngoài.

Các công ty đa quốc gia có những ưu thế riêng mà các đối thủ địa phương không có. Các ưu thế này tập trung ở các phương pháp và công nghệ tiên tiến. Do đó, đầu tư nước ngoài đẩy mạnh sự phổ biến quốc tế các công nghệ mới và tài sản vô hình, đồng thời làm tăng hiệu quả công tác quản lý hay tổ chức sản xuất. Mặt khác, khi nắm giữ chặt chẽ những ưu thế trên, các công ty đa quốc gia sẽ tác động lên các yếu tố thiên phú riêng của các quốc gia, nhờ đó làm gia tăng thu nhập từ mậu dịch. Cuối cùng, đầu tư nước ngoài trực tiếp ở nhiều quốc gia sẽ kích thích cạnh tranh giữa các công ty.

Các hình thức đầu tư trực tiếp nước ngoài. Đầu tư trực tiếp nước ngoài thường tồn tại dưới các dạng:

Hình thức hợp đồng hợp tác kinh doanh. Đây là một văn bản được ký kết giữa một chủ đầu tư nước ngoài và một chủ đầu tư trong nước (nước nhận đầu tư) để tiến hành một hay nhiều hoạt động sản xuất kinh doanh ở nước chủ

nhà trên cơ sở quy định về trách nhiệm và phân phối kết quả kinh doanh mà không thành lập một công ty, xí nghiệp hay không ra đời một tư cách pháp nhân mới nào.

Hình thức đầu tư trực tiếp nước ngoài này có đặc điểm:

- Cả hai bên cùng hợp tác kinh doanh trên cơ sở hợp đồng giữa các bên về sự phân định trách nhiệm, quyền lợi và nghĩa vụ.
- Không thành lập một pháp nhân mới, tức là không cho ra đời một công ty mới.
- Thời hạn của hợp đồng hợp tác kinh doanh do hai bên thỏa thuận, phù hợp với tính chất hoạt động kinh doanh và sự cần thiết để hoàn thành mục tiêu của hợp đồng

Vấn đề vốn kinh doanh nhất thiết phải được đề cập trong văn bản hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Hình thức công ty hay xí nghiệp liên doanh. Xí nghiệp hay công ty liên doanh được thành lập giữa một bên là một thành viên của nước nhận đầu tư và một bên là các chủ đầu tư ở nước khác tham gia. Một xí nghiệp liên doanh có thể gồm hai hoặc nhiều bên tham gia liên doanh. Đặc điểm của hình thức liên doanh này là:

- Cho ra đời một công ty hay một xí nghiệp mới, với tư cách pháp nhân mới và được thành lập dưới dạng công ty trách nhiệm hữu hạn.
- Thời gian hoạt động, cơ cấu tổ chức quản lý của công ty, xí nghiệp liên doanh được quy định tùy thuộc vào luật pháp cụ thể của mỗi nước.
- Các bên tham gia liên doanh phải có trách nhiệm góp vốn liên doanh, đồng thời phân chia lợi nhuận và rủi ro theo tỉ lệ góp vốn.

Hình thức công ty hay xí nghiệp 100% vốn nước ngoài. Đây là hình thức các công ty hay xí nghiệp hoàn toàn thuộc quyền sở hữu của tổ chức cá nhân nước ngoài và do bên nước ngoài tự thành lập, tự quản lý và hoàn toàn chịu trách nhiệm về kết quả kinh doanh. Đặc điểm của các công ty này là :

- Được thành lập dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn và là một pháp nhân mới ở nước nhận đầu tư .
- Hoạt động dưới chi phối của Luật pháp nước nhận đầu tư .

Các hình thức khác . Đầu tư vào các công ty chế xuất, khu phát triển kinh tế, thực hiện những hợp đồng xây dựng – vận hành – chuyển giao (B.O.T). Những dự án B.O.T thường được chính phủ các nước đang phát triển tạo

mọi điều kiện thuận lợi để thực hiện nâng cấp cơ sở hạ tầng kinh tế.

Mối quan hệ giữa các công ty đa quốc gia (MNC) và sự phát triển của đầu tư trực tiếp nước ngoài. Các công ty đa quốc gia là các công ty mà lĩnh vực hoạt động của nó vượt ra khỏi khuôn khổ một quốc gia nào đó để mở rộng hoạt động ở các quốc gia khác trên thế giới. Hầu hết các công ty đa quốc gia đều hướng đến việc phát triển kinh doanh trên thị trường thế giới. Khi nguồn lực cũng như thị trường tiêu thụ của một quốc gia trở nên hạn chế. Việc sản xuất kinh doanh ở những nước khác hứa hẹn mang lại nhiều lợi nhuận ròng hơn là nước sở tại, các nhà đầu tư ở đây là các công ty đa quốc gia sẽ tìm đến những vùng đất mới có nguồn lực và thị trường tiêu thụ màu mỡ hơn. Điều này gây nên một sự chuyển dịch tư bản mạnh mẽ từ quốc gia này sang quốc gia khác, hình thành nên đầu tư trực tiếp nước ngoài. Như vậy có thể nói chính sự quốc tế hóa hoạt động kinh doanh của các công ty đa quốc gia là nguyên nhân cơ bản tác động đến sự ra đời và phát triển của đầu tư trực tiếp nước ngoài .

Tuy nhiên, cùng với quá trình đầu tư ra nước ngoài để tìm kiếm siêu lợi nhuận, các công ty đa quốc gia cũng đối đầu với một nguy cơ mới: rủi ro. Sự khác biệt về luật pháp, về chính sách kinh tế, sự biến động và rủi ro của thị

trường các nước nhận đầu tư sẽ hình thành nên những rủi ro mà các công ty đa quốc gia phải quan tâm khi quyết định đầu tư vào một quốc gia khác.

Định hướng và tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài

Định hướng của đầu tư trực tiếp nước ngoài . Xu hướng chung của các nhà đầu tư nước ngoài là tìm kiếm thị trường đầu tư hấp dẫn, thuận lợi và an toàn nhằm thu được lợi nhuận cao và nâng cao uy tín của công ty. Tuy nhiên, tùy thuộc vào chiến lược phát triển của công ty và mục tiêu của nó ở thị trường nước chủ nhà (trực tiếp nhận đầu tư) mà mỗi một nhà đầu tư lại có một định hướng khác nhau trong từng dự án đầu tư. Các định hướng khác nhau trong từng dự án nước ngoài :

- Đầu tư định hướng thị trường: nhằm mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm của công ty mẹ sang các nước khác. Do sản xuất sản phẩm cùng loại ở nước chủ nhà nên chủ đầu tư không cần đầu tư thiết bị, công nghệ mới lại có thể tận dụng nguồn lao động rẻ, tiết kiệm chi phí vận chuyển, qua đó nâng cao tỷ suất lợi nhuận.
- Đầu tư định hướng chi phí: là hình thức đầu tư ở nước ngoài nhằm giảm chi phí sản xuất thông qua việc tận dụng lao động và tài nguyên rẻ ở nước chủ

nhà. Hình thức này thích hợp với những lĩnh vực đầu tư sử dụng nhiều lao động, sử dụng thiết bị đầu tư cũ, lạc hậu, mức độ ô nhiễm môi trường cao.

- Đầu tư định hướng nguồn nguyên liệu: các cơ sở đầu tư nước ngoài là một bộ phận cấu thành trong dây chuyền kinh doanh của công ty mẹ, có trách nhiệm khai thác nguồn nguyên liệu tại chỗ cung cấp cho các công ty mẹ để tiếp tục hoàn chỉnh sản phẩm. Hình thức này phù hợp với các dự án khai thác dầu khí, tài nguyên thiên nhiên hoặc khai thác và sơ chế các sản phẩm nông, lâm, ngư nghiệp ở nước tiếp nhận đầu tư.

Những tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến sự phát triển của thương mại quốc tế. Đầu tư trực tiếp nước ngoài có những tác động to lớn đến sự phát triển của thương mại quốc tế. Những tác động này ảnh hưởng không chỉ đến những nước nhận đầu tư mà ngay cả những nước xuất khẩu tư bản (đầu tư). Những tác động đó bao gồm:

(1) *Đầu tư trực tiếp nước ngoài tạo điều kiện thu hút nguồn nhu cầu mới:* Các công ty đa quốc gia thường đạt tới một giai đoạn mà sự phát triển bị hạn chế tại sứ sở của họ. Điều này có thể do sự cạnh tranh mãnh liệt đối với những sản phẩm mà họ bán ra trên thị trường. Ngay cả khi có rất ít cạnh tranh, thị phần của họ trong quốc gia đó có thể

đã đạt đến đỉnh cao hay các nhu cầu chung cho sản phẩm ban đầu có thể bị giảm sút do những thay đổi trong thị hiếu người tiêu dùng. Như vậy giải pháp khả thi là cân nhắc việc lựa chọn một thị trường nước ngoài nơi có những nhu cầu tiềm ẩn cho các sản phẩm ấy .

(2) *Đầu tư trực tiếp nước ngoài giúp thâm nhập vào những thị trường nơi có thể đạt lợi nhuận cao.* Các công ty đa quốc gia có thể thâm nhập vào những thị trường khác, nơi họ có thể đạt lợi nhuận cao. Nếu những công ty khác trong cùng một lĩnh vực công nghệ đã chứng minh được rằng những nguồn thu nhập cao có thể thực hiện được ở những thị trường khác thì một công ty đa quốc gia nào đó cũng có thể quyết định thâm nhập vào thị trường đó. Họ có thể đưa ra kế hoạch giảm giá bán khá cao đối với những sản phẩm đang phổ biến trên thị trường . Một trở ngại phổ biến cho chiến lược này là những người kinh doanh đã có mặt trước đó trong thị trường có thể tìm mọi cách để không cho đối thủ mới chiếm đi thị phần của mình, thí dụ bằng cách giảm giá tương đương hoặc thấp hơn mức giảm giá của đối thủ mới khi họ vừa thâm nhập vào thị trường này.

(3) *Đầu tư trực tiếp nước ngoài nhằm tăng năng suất :* Một công ty có nỗ lực muốn bán sản phẩm ban đầu của mình tại các thị trường mới có thể làm tăng mức thu nhập cổ phần của mình do tăng năng suất. Điều này làm

giảm chi phí bình quân từng đơn vị sản phẩm. Công ty càng sử dụng nhiều máy móc thiết bị thì khả năng này càng có điều kiện để thực hiện.

(4) *Sử dụng yếu tố nước ngoài trong sản xuất.* Các chi phí sử dụng đất đai và lao động có thể khác biệt nhau rất xa giữa các quốc gia. Các công ty đa quốc gia thường cố gắng thiết lập việc sản xuất tại địa điểm có giá lao động và đất đai rẻ. Do thị trường không hoàn hảo ở một số các quốc gia chẳng hạn như do thông tin không hoàn hảo, các chi phí giao dịch, di dời dân cư, các rào cản trong việc thâm nhập vào một ngành công nghiệp... làm cho chi phí lao động không nhất thiết tương đương giữa các thị trường. Các công ty đa quốc gia thực hiện việc nghiên cứu thị trường để xác định xem họ có thể thu được lợi nhuận không từ các chi phí rẻ hơn khi sản xuất ở những thị trường đó.

(5) *Sử dụng nguyên vật liệu nước ngoài.* Do các chi phí vận chuyển, một công ty cố gắng tránh nhập khẩu nguyên vật liệu từ một đất nước khác, đặc biệt là khi công ty dự tính sẽ bán thành phẩm ngược lại cho người tiêu dùng tại nước đó, một giải pháp khả thi hơn là phát triển việc sản xuất sản phẩm tại một nước mà nguyên vật liệu có sẵn. Dù cho sản phẩm sản xuất ra sẽ được bán ở một nơi nào khác, quyết định nhập khẩu nguyên vật liệu sẽ không phù hợp.

(6) *Sử dụng công nghệ nước ngoài.* Các công ty đa quốc gia thiết lập ngày càng nhiều các nhà máy ở nước ngoài hay mua lại các nhà máy hiện hữu của nước ngoài để học hỏi thêm về công nghệ của các quốc gia khác. Công nghệ này sau đó được sử dụng để cải tiến quy trình sản xuất tại các nhà máy của các công ty con trên khắp thế giới.

(7) *Khai thác các thuận lợi về độc quyền.* Các công ty có thể trở nên quốc tế hóa nếu như họ sở hữu các tiềm lực hay kỹ năng mà các đối thủ cạnh tranh không bao giờ có. Trên thực tế thị trường thường không bao giờ hoàn hảo, kết quả là một số quốc gia có thể chiếm hữu một số thuận lợi hơn một số quốc gia khác đối với những thị trường khác nhau. Ngay cả trong phạm vi một quốc gia nào đó, một số công ty có thể chiếm hữu một số thuận lợi hơn các công ty khác. Điển hình trong lĩnh vực công nghệ, nếu một công ty nào đó sở hữu công nghệ tiên tiến và khai thác được sự thuận lợi này một cách thành công ở thị trường trong nước, công ty đó cũng có khả năng khai thác nó trên thị trường quốc tế. Công nghệ không hề bị hạn chế trong việc phát triển sản phẩm mới. Công nghệ còn có thể đưa ra một quy trình tài chính, tiếp thị và sản xuất hiệu quả hơn. Trong một chừng mực nào đó, công ty đó sẽ được thuận lợi hơn các đối thủ và có thể thu được lợi nhuận từ việc trở nên quốc tế hóa.

(8) *Đa dạng hóa ở tầm cỡ quốc tế.* Một trong những lý do tại sao các công ty tiến hành kinh doanh ở tầm cỡ quốc tế là sự đa dạng hóa quá trình sản xuất. Nếu tất cả tài sản của một công ty được tổ chức nhằm điều tiết việc kinh doanh một loại sản phẩm nào đó trong một quốc gia, nguồn tiền mặt của công ty rất có khả năng trở nên bất ổn định, đó là kết quả của những tình thế thay đổi trong phạm vi công nghệ của công ty hay trong phạm vi nền kinh tế. Công ty có thể giảm bớt sự thay đổi nguồn tiền mặt bằng cách đa dạng hóa nguyên liệu sản xuất.

Nhu cầu cho tất cả các loại sản phẩm được sản xuất trong cùng một nước có phần nào chịu ảnh hưởng của nền kinh tế nước đó. Công ty có thể giảm bớt rủi ro bằng cách chào hàng bán các nguyên vật liệu và sản phẩm giữa các quốc gia khác nhau. Với việc đa dạng hóa kinh doanh và cả trong sản xuất ở tầm cỡ quốc tế, công ty có thể giữ cho nguồn tiền mặt thực của mình ít bị chao đảo. Mức độ của sự đa dạng hóa quốc tế có thể làm ổn định nguồn tiền mặt của các công ty đa quốc gia lại tùy thuộc vào tiềm năng của thị trường nước ngoài.

(9) *Phản ứng với giá trị thay đổi của ngoại tệ.* Khi một công ty cho rằng ngoại tệ của một quốc gia nào đó bị giảm giá, công ty đó có thể tính đến khả năng đầu tư trực tiếp vào đất nước đó. Do sự giảm giá ngoại tệ, mức phí tổn

ban đầu có thể khá thấp. Nếu đồng ngoại tệ đó mạnh lên theo thời gian, thu nhập được chuyển về công ty mẹ sẽ tăng lên. Thí dụ vào những năm 1980, các công ty Nhật tăng cường việc đầu tư trực tiếp vào Mỹ, Đài Loan, Hàn Quốc và vùng Đông Nam Á, nguyên do một phần do đồng Yên mạnh vào thời điểm đó mức phí tổn ban đầu tương đối thấp khi thiết lập các công ty con. Một nguyên nhân khác dẫn đến việc đầu tư trực tiếp là nhằm bù đắp nhu cầu đang thay đổi cho việc xuất khẩu của công ty do những dao động về tỷ giá hối đoái.

(10) *Phản ứng với các kiểm hãm thương mại.* Trong một số trường hợp, một công ty đa quốc gia sử dụng việc đầu tư trực tiếp như là một chiến lược phòng ngự hơn là tấn công. Thí dụ như nhà máy sản xuất ô tô của Nhật sẽ thành lập một chi nhánh tại Mỹ do tiên đoán rằng việc xuất khẩu ô tô sang Mỹ sẽ chịu ảnh hưởng bởi những hạn chế thương mại rất nghiêm ngặt. Các rào cản thương mại tiềm ẩn có thể giới hạn hoặc ngăn cản việc xuất khẩu ô tô tại Nhật sang Mỹ và đầu tư trực tiếp vào một công ty con của Nhật tại Mỹ được xem như một chính sách phòng ngự tốt.

(11) *Đầu tư trực tiếp ra nước ngoài mang lại những thuận lợi về mặt chính trị.* Một số công ty đa quốc gia đóng tại những nước có nền chính trị không ổn định đang cố gắng phát triển sang những nước ổn định hơn. Mặt khác khi hoạt

động của một công ty đa quốc gia ngày càng mở rộng và đạt được những thành tựu nhất định về kinh tế đó là cơ sở để có được những thuận lợi về mặt chính trị. Các tác động trên của đầu tư trực tiếp nước ngoài được nghiên cứu trên hai đối tượng là các quốc gia đầu tư và các quốc gia nhận đầu tư, bất kể quốc gia đó là đang phát triển hay đã phát triển. Đặc biệt đối với các quốc gia đang phát triển ở bình diện là nước tiếp nhận đầu tư, đầu tư trực tiếp nước ngoài lại có những tác động rất to lớn đến sự phát triển kinh tế. Những tác động đó là:

Đầu tư trực tiếp nước ngoài góp phần quan trọng trong việc đẩy nhanh tốc độ phát triển kinh tế và tăng thu nhập quốc dân. Ở các nước kinh tế kém phát triển và đang phát triển, do nhu cầu chi ngân sách vượt quá xa so với các nguồn thu ngân sách, dẫn đến tình trạng thâm hụt ngân sách, các khoản nợ quốc tế ngày càng tăng, tích lũy nội bộ do nền kinh tế mang lại quá thấp. Để đẩy nhanh tốc độ phát triển kinh tế trong nước, điều tiên quyết là phải có vốn. Trong khi nguồn vốn trong nước còn có hạn thì vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài là một đáp số cho bài toán tìm vốn ở các nước này.

Góp phần giải quyết công ăn việc làm, đẩy lùi nạn thất nghiệp, từ đó góp phần nâng cao đời sống của người dân trong nước kém phát triển và đang phát triển.

Thông qua việc tiếp nhận kỹ thuật và trình độ quản lý tiên tiến, đầu tư trực tiếp sẽ giúp cho các nước đang phát triển đuổi kịp trình độ phát triển cao của thế giới.

Đầu tư trực tiếp cũng góp phần cải thiện cơ sở hạ tầng của nền kinh tế mà nguồn vốn trong các nước đang phát triển không đủ khả năng cung ứng.

5.1.2 CÁC BIỆN PHÁP LÀM TĂNG TRƯỞNG KINH DOANH QUỐC TẾ

Các biện pháp nhằm tăng trưởng kinh doanh quốc tế bao gồm: xuất khẩu, đầu tư trực tiếp, chuyển nhượng công nghệ, mua lại công nghệ... Mỗi một biện pháp trên đều có những ưu nhược điểm nhất định, do đó nó được sử dụng trong những tình huống khác nhau nhằm đẩy nhanh sự tăng trưởng trong kinh doanh quốc tế.

Xuất khẩu: Xuất khẩu là biện pháp an toàn nhất để thâm nhập vào một thị trường mới bởi vì nếu chiến lược xuất khẩu thất bại thì sự mất mát rất ít. Chi phí ban đầu cho việc xuất khẩu lại thấp so với việc thành lập một công ty con, do đó việc rút khỏi thị trường trong trường hợp thất bại cũng dễ dàng hơn. Tuy nhiên, về lâu dài, chi phí xuất khẩu có thể gia tăng do chi phí vận chuyển cao, thuế nhập khẩu

của chính phủ các nước tăng lên, do đó xuất khẩu được áp dụng như một bước đầu tiên.

Đầu tư trực tiếp: Biện pháp này được sử dụng khi có sự ổn định về các nhu cầu tiềm năng, về sự cạnh tranh và mức độ rủi ro ở các nước tiếp nhận đầu tư. Một công ty đa quốc gia có thể thực hiện đầu tư trực tiếp vào một quốc gia khác bằng cách thiết lập một công ty con mới hay mua lại một công ty đang sẵn có tại quốc gia đó. Một hình thức khác là thành lập liên doanh. Việc thực hiện liên doanh có thể giúp cho công ty đa quốc gia nắm vững những quy định, hạn chế, những đặc tính kinh tế, văn hóa xã hội của quốc gia tiếp nhận đầu tư nhằm đạt hiệu quả kinh doanh cao nhất.

Chuyển nhượng công nghệ: Là một bước thỏa hiệp giữa xuất khẩu và đầu tư trực tiếp nước ngoài. Một công ty địa phương của nước chủ nhà sẽ sản xuất hàng hóa theo tiêu chuẩn, quy cách của công ty chuyển nhượng công nghệ. Khi hàng hóa được bán ra, một phần thu nhập sẽ được chuyển cho bên chuyển giao theo thỏa thuận.

Một số bất lợi trong việc chuyển giao công nghệ:

- Công ty địa phương ở các nước chủ nhà có thể sẽ cố gắng xuất khẩu hàng hóa sang một quốc gia khác, làm giảm doanh thu của bên chuyển nhượng.
- Rất khó bảo đảm việc kiểm tra chất lượng trong quy trình sản xuất của công ty địa phương
- Những bí quyết công nghệ cung ứng cho công ty địa phương có thể rò rỉ sang công ty đối thủ trong quốc gia đó.

Vì những bất lợi trên nên hình thức chuyển nhượng công nghệ không thể thay thế hoàn toàn cho việc xuất khẩu hoặc đầu tư trực tiếp.

Mua lại công nghệ: Một phương thức phổ biến khác cho việc kinh doanh quốc tế là mua lại công nghệ. Qua đó, một công ty cho phép một cá nhân bán các sản phẩm của mình trên một lãnh thổ nào đó, ngược lại, công ty này nhận một khoản lệ phí ban đầu công với tiền thanh toán bản quyền vào từng thời điểm thỏa thuận. Khi so sánh những lợi ích giữa hai hình thức xuất khẩu và đầu tư trực tiếp trong đa dạng hóa thương mại quốc tế, có thể rút ra một số nhận xét sau:

Các động lực	Đối với hình thức xuất khẩu	Đối với hình thức đầu tư trực tiếp nước ngoài
1. Thu hút những nhu cầu mới	Đẩy mạnh giới thiệu sản phẩm vào những thị trường mới, đáp ứng các hợp đồng đặt hàng bằng xuất khẩu	Thành lập một công ty con hay mua lại một đối thủ tại thị trường mới
2. Thâm nhập vào thị trường mới nơi có thể thu được nhiều lợi nhuận	Giới thiệu sản phẩm vào những thị trường mới nơi có ít cạnh tranh, cắt giảm các chi phí cạnh tranh, đáp ứng các đơn đặt hàng bằng cách xuất khẩu	Mua lại một công ty cạnh tranh đã chiếm được thị trường
3. Đạt lợi ích hoàn toàn từ việc quản lý quy mô kinh doanh	Các công ty chuyên về xuất khẩu có thể tăng cường quản lý quy mô bằng cách thâm nhập vào thị trường mới phát triển, chi phí cho quảng cáo qua phương tiện thông tin. Thâm nhập vào thị trường mới đòi hỏi trình độ sản xuất cao hơn và có thể đạt được hiệu quả cao hơn.	Thành lập một công ty con tại một thị trường mới, từ đó cho phép sản xuất tăng lên và có thể đạt hiệu quả sản xuất cao hơn
4. Sử dụng các nhân tố sản xuất nước ngoài	Nhìn chung không được áp dụng	Thành lập một công ty con ở thị trường có chi phí lao động hay đất đai tương đối thấp, bán thành phẩm cho các nước có chi phí sản xuất cao hơn

5. Sử dụng nguyên liệu nước ngoài	Nhìn chung không được áp dụng	Thành lập một công ty con ở thị trường có giá nguyên liệu rẻ và dễ kiếm, bán thành phẩm cho những nước có giá nguyên liệu cao hơn
6. Sử dụng công nghệ nước ngoài	Nhìn chung không được áp dụng	Thành lập liên doanh để tìm hiểu thêm về quy trình sản xuất và các phương thức kinh doanh khác
7. Khai thác các thuận lợi về độc quyền	Xuất khẩu sản phẩm sang những khu vực mà việc sản xuất ra sản phẩm đó rất đắt hay không thực hiện được	Thành lập một công ty con ở thị trường mà các công ty đối thủ không thể nào sản xuất ra sản phẩm tương tự
8. Đa dạng hóa ở tầm cỡ quốc tế	Xuất khẩu sang những thị trường khác có chu kỳ kinh doanh khác với thị trường xuất khẩu hiện tại	Thành lập các công ty con ở những thị trường có chu kỳ kinh doanh khác với những nơi công ty đang đóng
9. Đối phó với sự thay đổi tỷ giá hối đoái	Xuất khẩu sang thị trường mới nơi đồng tiền địa phương mạnh	Thành lập các công ty con ở những thị trường mới nơi đồng tiền bản xứ yếu hơn nhưng hy vọng sẽ mạnh lên trong tương lai
10. Đối phó với những hạn chế thương mại	Xuất khẩu sang thị trường mới nơi không có hạn chế thương mại	Thiết lập các công ty con ở những thị trường nơi những hạn chế thương mại khắt khe sẽ ảnh hưởng ngược đối với khối lượng hàng hóa xuất khẩu của công ty mẹ

11. Thu được lợi ích về mặt chính trị	Xuất khẩu sang thị trường mà chính phủ không kiểm soát giá cả sản phẩm	Thiết lập các công ty con ở những thị trường nơi chính phủ không kiểm soát giá cả sản phẩm
---------------------------------------	--	--

Từ những phân tích trên, sự đa dạng hóa các hình thái kinh doanh quốc tế, đặc biệt là việc sử dụng đầu tư trực tiếp nước ngoài là động lực để gia tăng lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro của các công ty đa quốc gia trên toàn thế giới.

5.2 CẤU TRÚC VỐN VÀ CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN CỦA CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

5.2.1 CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

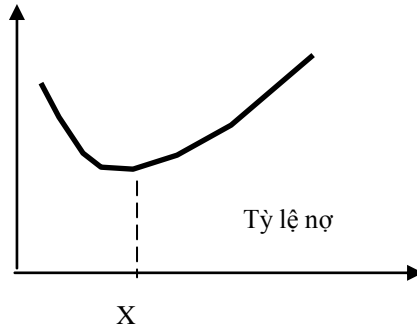
Chúng ta đã tìm hiểu chi phí sử dụng vốn bình quân

$$r = \frac{E}{E+D} r_e + \frac{D}{D + E} r_D(1 - T)$$

Các tỷ lệ này phản ánh phần trăm của vốn biểu thị bởi nợ và vốn cổ phần tương ứng. Doanh nghiệp muốn xây dựng cấu trúc vốn “tối ưu”, cấu trúc này biểu thị sự kết hợp giữa nợ và tài trợ vốn cổ phần sao cho tối thiểu hóa được chi phí sử dụng vốn (đối với các đầu tư do doanh nghiệp đã thực hiện hay dự định thực hiện). Có nhiều cuộc nghiên cứu

cố gắng xác định cấu trúc vốn tối ưu cho các doanh nghiệp nhưng không có một sự nhất trí chung. Từ một quan điểm thực tế, việc sử dụng vốn vay có lợi thế, vì việc trả lãi được khấu trừ khi xác định thu nhập chịu thuế. Tuy nhiên, sử dụng vốn vay càng nhiều, chi phí lãi càng lớn và xác suất các doanh nghiệp sẽ không có khả năng thanh toán chi phí tiền vay càng cao. Do đó, tỷ suất sinh lợi của các cổ đông mới tiềm năng hay các chủ nợ đòi hỏi sẽ tăng để phản ánh xác suất vỡ nợ cao hơn. Sự đánh đổi giữa lợi thế do sử dụng vốn vay (được khấu trừ đối với các khoản trả lãi) và bất lợi (gia tăng xác suất vỡ nợ) được minh họa trong **hình 5.1** ta thấy chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp lúc đầu giảm khi tỷ lệ vốn vay trên tổng vốn tăng. Tuy nhiên, sau một điểm (được đánh dấu X) trong **hình 5.1** chi phí sử dụng vốn tăng khi tỷ lệ vốn vay trên tổng vốn tăng. Điều này cho thấy là việc tăng sử dụng tài trợ vốn vay thuận lợi cho đến một điểm mà tại điểm này sẽ xác suất vỡ nợ trở nên lớn đủ để bù trừ lợi thế thuế của việc sử dụng vốn vay. Đi quá điểm đó sẽ gia tăng chi phí sử dụng vốn toàn bộ của doanh nghiệp.

Hình 5.1 Tìm cấu trúc vốn thích hợp
chi phí sử dụng vốn



Cấu trúc vốn tối ưu nhằm đạt được khi chi phí sử dụng vốn tối thiểu sẽ thay đổi tùy theo các đặc tính hoạt động của mỗi doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có các lưu lượng tiền tệ ổn định hơn sẽ có khả năng thanh toán các khoản chi trả lãi định kỳ lớn hơn và do đó có thể muốn có một cấu trúc vốn với tỷ lệ vốn vay tương đối lớn.

Cấu trúc vốn nhằm mục tiêu “toàn cầu” so với mục tiêu “địa phương”. Một công ty đa quốc gia có thể đi chệch cấu trúc vốn mục tiêu của mình ở từng quốc gia riêng biệt, tuy nhiên vẫn có thể đạt được cấu trúc vốn mục tiêu trên cơ sở hợp nhất. Các thí dụ sau đây về các điều kiện riêng biệt của một nước ngoài sẽ minh họa động cơ đằng sau việc đi chệch một cấu trúc vốn nhằm mục tiêu địa phương nhưng vẫn thỏa mãn một cấu trúc vốn nhằm mục tiêu toàn cầu.

Đầu tiên, hãy xem trường hợp một nước A không cho phép các công ty đa quốc gia có trụ sở chính ở nơi đăng ký cổ phiếu ở thị trường chứng khoán trong nước mình. Theo các điều kiện này, một công ty đa quốc gia có thể sẽ quyết định vay vốn qua phát hành trái phiếu hay vay ngân hàng thay vì phát hành cổ phiếu ở nước này. Do bị buộc phải sử dụng tài trợ vốn vay ở đây, công ty đa quốc gia này có thể đi chệch với cấu trúc vốn mục tiêu, do đó có thể phải gia tăng chi phí sử dụng vốn toàn bộ. Công ty này có thể bù trừ việc tập trung vào nợ bằng cách sử dụng việc tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần ở một vài nước chủ nhà khác cho phép cổ phiếu của công ty được đăng ký ở thị trường chứng khoán địa phương nước họ.

Ta xem một thí dụ thứ hai, nước B cho phép công ty đa quốc gia phát hành cổ phiếu ở đó và đăng ký cổ phiếu ở thị trường chứng khoán địa phương. Cũng giả dụ rằng dự án sẽ được thực hiện ở nước đó sẽ không phát sinh đủ lưu lượng tiền tệ ròng cho 5 năm. Trong trường hợp này, việc tài trợ bằng vốn cổ phần có thể thích hợp hơn. Công ty đa quốc gia có thể phát hành cổ phiếu và bằng cách trả lợi tức cổ phần thấy hay không trả, công ty có thể tránh được bất cứ luồng tiền chi ra lớn nào trong 5 năm tới. Hoặc công ty có thể xem xét phát hành trái phiếu không lĩnh lãi hàng

năm nếu luật thuế của nước chủ nhà không ngăn cản các nhà đầu tư vào các trái phiếu như thế.

Thí dụ thứ ba, ta xem một công ty đa quốc gia muốn nhận nguồn tài trợ từ nước C, là nước đang có rối loạn chính trị. Việc sử dụng vốn vay ngân hàng địa phương sẽ thích hợp nhất, vì các ngân hàng này có thể ngăn không để các điều kiện chính trị ảnh hưởng đến các hoạt động của công ty. Nếu các ngân hàng địa phương là chủ nợ, việc bảo đảm cho các hoạt động của công ty đa quốc gia phát sinh đủ lợi nhuận để thanh toán nợ để nhằm bảo vệ quyền lợi của họ. Các thí dụ này minh họa lựa chọn của công ty đa quốc gia về tỷ lệ tài trợ bằng vốn vay so với vốn cổ phần có thể bị ảnh hưởng thế nào bởi các đặc điểm của nước mà công ty này sẽ nhận tài trợ.

Nguồn vốn lý tưởng của mỗi nước sẽ không nhất thiết đủ để phù hợp với cấu trúc vốn mục tiêu toàn cầu. Tuy nhiên, hỗn hợp vốn vay và tài trợ vốn cổ phần của công ty mẹ ở nước mình (nơi mà công ty có sự linh động trong việc sử dụng bất cứ loại nào) có thể được điều chỉnh để đạt cấu trúc mục tiêu toàn cầu.

Chiến lược bỏ qua cấu trúc vốn mục tiêu “địa phương” cho cấu trúc vốn mục tiêu “toàn cầu” là hợp lý với điều kiện được các chủ nợ và nhà đầu tư nước ngoài chấp nhận. Tuy nhiên, nếu các chủ nợ và nhà đầu tư nước ngoài giám sát

cấu trúc vốn mục tiêu địa phương, họ có thể đòi hỏi một suất sinh lợi cao hơn từ các nguồn đã cung cấp cho công ty đa quốc gia. Thí dụ, cấu trúc vốn “địa phương” cho một công ty con đặt ở nước A (trong thí dụ trước) và nước C có thể là tài trợ toàn bộ bằng vốn vay (trừ một vài đầu tư bằng vốn cổ phần do công ty mẹ cung cấp). Các chủ nợ ở hai nước này có thể phạt công ty đa quốc gia về cấu trúc vốn địa phương từ vốn vay quá cao mặc dù cấu trúc vốn toàn cầu của công ty mẹ là cân bằng, vì họ cho rằng các công ty con của họ có thể không có khả năng đáp ứng mức thanh toán nợ cao. Điều quan tâm của họ chỉ có lý khi công ty con không được công ty mẹ giúp. Nếu công ty mẹ dự định hỗ trợ công ty con, công ty này có thể đảm bảo thanh toán nợ cho các chủ nợ ở nước ngoài, do đó có thể làm giảm khả năng rủi ro. Nhiều công ty đa quốc gia mẹ sẵn sàng hỗ trợ tài chính cho các công ty con, vì nếu không, các công ty con khác của họ sẽ gặp khó khăn trong việc nhận tài trợ trong tương lai.

Các công ty con thuộc sở hữu toàn phần so với sở hữu một phần. Cho đến giờ, phần thảo luận về cấu trúc vốn chỉ tập trung vào hỗn hợp tối ưu giữa tài trợ bằng vốn vay và vốn cổ phần. Một quyết định cấu trúc vốn có liên quan là các công ty con của công ty đa quốc gia nên được công ty mẹ sở hữu toàn phần hay chỉ sở hữu một phần. Lợi

thể chính của công ty con thuộc sở hữu toàn phần là tránh được mâu thuẫn quyền lợi. Giám đốc của công ty con thuộc sở hữu toàn phần có thể tập trung vào tối đa hóa tài sản của các cổ đông của công ty đa quốc gia. Trong trường hợp một công ty thuộc sở hữu một phần, các giám đốc phải nỗ lực thỏa mãn đồng thời các cổ đông đa số của công ty đa quốc gia và các cổ đông bên ngoài của công ty ở nước ngoài. Điều này đưa đến mâu thuẫn về quyền lợi.

Mâu thuẫn về quyền lợi rõ rệt đặc biệt khi các giám đốc của một công ty con thuộc sở hữu một phần là các cổ đông thiểu số. Các giám đốc này có thể đưa ra những quyết định có thể có lợi cho công ty con nhưng lại thiệt thòi cho toàn bộ công ty đa quốc gia. Thí dụ, họ có thể sử dụng vốn vào những dự án khả thi theo quan điểm của họ nhưng không khả thi theo cách nhìn của công ty mẹ.

Một vài nước chỉ cho phép một công ty đa quốc gia thiết lập một công ty con ở nước mình khi công ty con này có thể bán cổ phần. Một công ty đa quốc gia có thể sẵn sàng để một công ty con của mình sở hữu một phần đáp ứng yêu cầu này của nước chủ nhà. Trong vài trường hợp, các cổ đông thiểu số phải duy trì một phần trăm tối thiểu vốn. Như vậy, nếu công ty con cố gắng mở rộng, nó không thể nhận một khoản đầu tư bằng vốn cổ phần từ công ty mẹ nếu đầu tư này làm cho quyền lợi thiểu số thấp hơn mức rỗi thiểu.

Một lợi thế có thể có của một công ty con thuộc sở hữu một phần là công ty này có thể mở ra thêm một số cơ hội hoạt động ở nước chủ nhà nơi công ty con đặt trụ sở. Tên tuổi của công ty con có thể lan rộng nhờ kết quả của việc bán cổ phần cho các cổ đông thiểu số ở nước đó. Ngoài ra, một tỷ lệ thiểu số cổ phần trong một công ty con do các nhà đầu tư địa phương nắm giữ có thể phần nào bảo vệ công ty khỏi mối đe dọa từ các hành động bất lợi của chính phủ nước chủ nhà. Các cổ đông thiểu số hưởng lợi trực tiếp từ một công ty con hoạt động có sinh lợi. Vì vậy, họ có thể làm áp lực với chính phủ nước họ không đánh thuế quá cao, không áp dụng các biện pháp chế tài về môi trường, hay bất cứ quy định nào có thể làm giảm lợi nhuận của công ty con.

Cấu trúc vốn của các công ty đa quốc gia so với các doanh nghiệp trong nước. Cấu trúc vốn của các công ty đa quốc gia có nên khác biệt một cách có hệ thống với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp hoàn toàn nội địa hay không? Tức là, các công ty đa quốc gia có nên giữ một tỷ lệ vốn vay lớn hơn so với các doanh nghiệp hoàn toàn nội địa? Hay, họ nên giữ một tỷ lệ vốn lớn hơn từ từ vốn cổ phần? Không có sự nhất trí chung về vấn đề này vì một vài đặc điểm của một công ty đa quốc gia có thể có lợi cho một cấu trúc vốn thâm dụng nợ trong khi các đặc điểm khác lại có thể có lợi cho

một cấu trúc vốn thâm dụng vốn cổ phần. Các lập luận về vấn đề này như sau:

Một cấu trúc vốn thâm dụng nợ sẽ có lợi cho một doanh nghiệp có lưu lượng tiền tệ thu vào ròng ổn định vì doanh nghiệp này có thể sẵn sàng trả lãi vay bằng các lưu lượng tiền tệ thu vào này. Do các công ty đa quốc gia thường đa dạng hóa theo khu vực địa lý rất cao, chúng ta có thể lập luận rằng các công ty này có các lưu lượng tiền tệ ổn định. Điểm chính cho lập luận này là sự đa dạng hóa làm giảm tác động của bất kỳ một biến cố riêng lẻ nào đối với lưu lượng tiền tệ ròng. Đối với các công ty đa quốc gia có nhiều công ty con, chỉ một tỷ lệ rất nhỏ của chi phí hay doanh thu toàn bộ của các công ty con mới bị tác động bất lợi của một biến cố riêng lẻ nào đó (như một cuộc suy thoái hay khủng hoảng ở riêng một nước nào đó). Vì vậy, một công ty đa quốc gia có thể sử dụng một khối lượng vốn vay làm phần trăm vốn của mình lớn hơn so với một doanh nghiệp hoàn toàn nội địa.

Có các đặc điểm khác của một công ty đa quốc gia có thể làm cho lưu lượng tiền tệ của công ty này dễ bị biến động hơn lưu lượng tiền tệ của một doanh nghiệp hoàn toàn nội địa. Thí dụ, thu nhập của công ty con tùy thuộc vào luật lệ về thuế khóa của chính phủ nước chủ nhà và các luật lệ này có thể thay đổi theo thời gian. Tương tự, một chính phủ

nước chủ nhà có thể buộc các công ty con ở địa phương giữ lại trong nước tất cả thu nhập, không được chuyển ra nước ngoài. Trong trường hợp này, tiền chuyển về công ty đa quốc gia mẹ có thể bị giảm sút, do đó gây bất ổn tiền tệ ròng từ góc nhìn của công ty đa quốc gia mẹ. Nếu công ty đa quốc gia mẹ không nhận được dòng tiền thu về từ các công ty con, công ty sẽ không thể thanh toán lãi vay định kỳ cho các chủ nợ. Vì lý do này, chúng ta có thể lập luận rằng, các công ty đa quốc gia nên duy trì chung một cấu trúc vốn thâm dụng vốn cổ phần.

Một lập luận ngược lại là một công ty đa quốc gia đa dạng hóa cao sẽ không gặp phải vắn đề như trên. Tức là, nếu các công ty con rải rác quanh thế giới, các hành động của bất kỳ một chính phủ nào đó sẽ chỉ ảnh hưởng đến lượng tiền phát sinh từ hoạt động của các công ty con ở nước đó mà thôi. Hơn nữa, nếu một phần của vốn vay của công ty đa quốc gia được vay ở mỗi nước nơi có các công ty con hoạt động, việc thanh toán nợ sẽ do các công ty con này đảm nhiệm, ngay cả khi nước chủ nhà ngăn cấm việc chuyển tiền về công ty mẹ.

Do các công ty đa quốc gia chịu ảnh hưởng của các biến động tỷ giá hối đoái, lưu lượng tiền tệ ròng của họ có thể bất ổn hơn. Thí dụ, khi đồng đô la tăng giá, một công ty đa quốc gia đặt trụ sở ở Mỹ có thể thích các công ty ở nước

ngoài giữ lại thu nhập của họ bằng cách tái đầu tư ở các nước đó. Thu nhập từ nước ngoài sẽ không có giá trị bằng như vậy nếu được chuyển đổi sang đồng đô la khi giá trị đồng đô la quá cao. Trong khi ý kiến về việc trì hoãn chuyển đổi thu nhập từ nước ngoài có vẻ hợp lý thì công ty đa quốc gia mẹ có thể cần lượng tiền vào đồng đô la ngay lập tức để thanh toán lãi vay cho các chủ nợ. Nếu cấu trúc vốn của công ty mẹ không phải là thâm dụng nợ, công ty này sẽ có nhiều linh hoạt hơn trong việc cho phép thu nhập ở nước ngoài được giữ lại ở đó, vì công ty có thể không cần tiền tức thời. Dựa trên lập luận này ta thấy, một công ty đa quốc gia có thể hoạt động tốt hơn với cấu trúc hầu hết bằng vốn cổ phần.

Một lần nữa, lại có một lập luận ngược lại. Nếu một MNC được đa dạng hóa tốt giữa các nước, lúc đó thu nhập từ các công ty con cũng bằng nhiều loại tiền tệ khác nhau. Như vậy, sự tăng giá của đồng đô la so với một hay một vài loại tiền khác sẽ không làm giảm đáng kể tổng số đô la do trụ sở chính của công ty ở Mỹ nhận được sau khi đã chuyển đổi các loại ngoại tệ khác sang dựa vào thu nhập của công ty con ở nước ngoài để thanh toán lãi vay cho các món nợ tồn đọng. Tuy nhiên, lập luận này không vững do sự kiện là mặc dù các ngoại tệ khác không biến động ở cùng một mức độ so với đồng đô la, nhưng chúng có xu hướng biến động

theo cùng một chiều. Hãy xem giai đoạn 1981- 1984, khi đồng đô la tăng giá rất đáng kể so với hầu hết các ngoại tệ mạnh. Kết quả là các thu nhập từ các công ty con gửi về các công ty mẹ ở Mỹ giảm sút rất lớn (*khi tính bằng đô la*) do đồng đô la tăng giá, ngay cả khi nếu các hoạt động của MNC được đa dạng hóa tốt giữa nhiều nước.

Một nghiên cứu mới đây của Fatemi so sánh độ nghiêng đòn cân nợ của các MNC có trụ sở tại Mỹ được lựa chọn có ít nhất 25% doanh số của họ ở nước ngoài với một nhóm năm quyền kiểm soát của các doanh nghiệp nội địa Mỹ. Ông thấy rằng các công ty đa quốc gia có đòn cân nợ thấp hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp nội địa. Một cuộc nghiên cứu có liên quan của Lee và Kwok cũng cho thấy rằng các công ty đa quốc gia có đòn cân nợ thấp hơn, nhưng các kết quả thay đổi rất đáng kể giữa các nước.

Nói tóm lại, quyết định về cấu trúc vốn nên được các doanh nghiệp đưa ra một cách riêng biệt khi xem xét tất cả các đặc điểm có thể ảnh hưởng đến khả năng trả lãi định kỳ cho các món nợ tồn đọng. Các công ty đa quốc gia phát sinh các lưu lượng tiền tệ ròng ổn định hơn có thể duy trì một tỷ lệ nợ lớn hơn trong cấu trúc vốn của mình.

5.2.2 CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN CỦA CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

5.2.2.1 CÁC ĐẶC ĐIỂM CỦA MỘT CÔNG TY ĐA QUỐC GIA ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN

Một công ty đa quốc gia nên sử dụng một suất chiết khấu trong việc lập ngân sách vốn phản ánh chi phí sử dụng vốn đã được điều chỉnh theo rủi ro của dự án đề nghị. Có nhiều yếu tố khác nhau liên hệ đến một công ty đa quốc gia có thể ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn của công ty này, bao gồm:

- Quy mô của doanh nghiệp
- Tiếp cận các thị trường quốc tế
- Đa dạng hóa quốc tế
- Ưu đãi thuế khóa
- Rủi ro tỷ giá hối đoái
- Rủi ro quốc gia

Quy mô của doanh nghiệp: Các công ty đa quốc gia thường vay những khoản tiền lớn có thể được các chủ nợ dành cho những ưu đãi, do đó có thể giảm được chi phí sử dụng vốn. Thêm vào đó, việc phát hành cổ phiếu hay trái phiếu tương đối lớn của họ cho phép họ giảm thiểu các chi phí phát hành trong công chúng. Tuy nhiên, đây là do quy mô của các công ty này, chứ không phải việc kinh doanh của họ được quốc tế hóa. Tức là, một doanh nghiệp trong nước cũng có thể được dành cho những ưu đãi này nếu quy

mô doanh nghiệp này đủ lớn. Tuy nhiên, tăng trưởng của một doanh nghiệp sẽ bị hạn chế hơn nếu doanh nghiệp này không sẵn sàng hoạt động ở tầm mức quốc tế. Do các công ty đa quốc gia có thể đạt được tăng trưởng một cách dễ dàng hơn, các công ty này có nhiều khả năng đạt một quy mô cần thiết để nhận các ưu đãi từ các chủ nợ hơn là các doanh nghiệp trong nước.

Tiếp cận các thị trường vốn quốc tế: Các công ty đa quốc gia thường có thể nhận được vốn qua các thị trường vốn quốc tế. Nếu vốn hoàn toàn lưu thông giữa các nước, có thể sẽ không có lợi thế về tiếp cận này. Nhưng vốn thì không thể hoàn toàn lưu thông theo nghĩa toàn cầu, do đó chi phí sử dụng vốn có thể khác nhau giữa các thị trường. Vì lý do này, việc các công ty đa quốc gia tiếp cận được các thị trường vốn quốc tế có thể cho phép họ thu hút được vốn với một chi phí thấp hơn các doanh nghiệp trong nước khác. Ngoài ra, các công ty con có thể nhận được vốn từ địa phương với một chi phí thấp hơn công ty mẹ nếu lãi suất hiện hành ở nước chủ nhà tương đối thấp. Một hình thức tài trợ như vậy có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn, và sẽ không nhất thiết gia tăng rủi ro tỷ giá hối đoái của công ty đa quốc gia, vì các thu nhập do công ty con phát sinh hầu như sẽ tính bằng cùng một loại tiền. Trong trường hợp này, công ty con không dựa vào tài trợ của công ty mẹ, mặc dù hầu như

luôn luôn nhận được sự hỗ trợ tập trung về mặt quản lý từ công ty mẹ.

Đa dạng hóa quốc tế: Chi phí sử dụng vốn của một doanh nghiệp chịu tác động của xác suất về phá sản của doanh nghiệp này. Nếu các luồng tiền thu vào của doanh nghiệp đến từ các nguồn ở khắp nơi trên thế giới, các luồng tiền thu vào này sẽ ổn định hơn. Lập luận này căn cứ trên tiền đề là tổng doanh thu sẽ không chịu tác động mạnh của một nền kinh tế riêng biệt nào đó. Do các nền kinh tế riêng lẻ độc lập với nhau, các lưu lượng tiền tệ ròng từ một danh mục các công ty con sẽ cho thấy ít biến động hơn, do đó làm giảm xác suất phá sản và nhờ vậy, giảm thiểu được chi phí sử dụng vốn. Đương nhiên lập luận này loại trừ ảnh hưởng do cuộc khủng hoảng tài chính tác động đến hàng loạt các nước Châu Á trong năm 1997.

Ưu đãi thuế khóa: Thu nhập ròng của một công ty đa quốc gia có thể chịu ảnh hưởng rất lớn của luật lệ về thuế của các địa phương mà công ty hoạt động. Thực ra, công ty có thể lựa chọn các địa phương có các luật lệ về thuế thuận lợi. Công ty cũng có thể tận dụng các lợi thế về thuế không dành cho một doanh nghiệp thuần túy nội địa, nhờ đó giảm thiểu chi phí sử dụng vốn, vì các chủ nợ và các cổ đông quan tâm nhiều nhất đến lưu lượng tiền tệ sau thuế.

Rủi ro tỷ giá hối đoái: Lưu lượng tiền tệ của một công ty đa quốc gia có thể dễ biến động hơn của một doanh nghiệp nội địa ở cùng một ngành nếu lưu lượng này chịu tác động cao của rủi ro tỷ giá hối đoái. Như đã trình bày trước đây, nếu thu nhập ở nước ngoài của các công ty con được chuyển về cho một công ty đa quốc gia mẹ đặt tại Mỹ, thu nhập này sẽ không có giá trị như cũ khi đồng đô la Mỹ tăng giá so với đồng tiền chính. Như vậy, khả năng thanh toán lãi vay cho nợ tồn đọng bị giảm bớt, và xác suất phá sản cũng cao hơn. Điều này có thể buộc các chủ nợ và cổ đông đòi hỏi một tỷ suất lợi nhuận cao hơn, do đó làm tăng chi phí sử dụng vốn của công ty đa quốc gia.

Các lưu lượng tiền tệ của một doanh nghiệp nội địa sẽ không chịu tác động trực tiếp của các dao động tiền tệ. Tuy nhiên, doanh nghiệp vẫn có thể chịu ảnh hưởng gián tiếp, vì cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài có thể tăng hoặc giảm tùy theo các dao động này. Cần nhấn mạnh rằng các dao động tỷ giá hối đoái sẽ không luôn luôn tác động bất lợi đến lưu lượng tiền tệ. Chúng ta có thể minh họa điều này bằng việc đổi lại thí dụ trên đây bằng một đồng đô la giảm giá. Trong trường hợp này thu nhập từ nước ngoài chuyển về sẽ chuyển đổi thành một số tiền đô la lớn hơn và vì vậy, cải thiện lưu lượng tiền tệ của công ty mẹ. Nhìn chung người ta nghĩ rằng một doanh nghiệp dễ bị tác động của dao động tỷ

giá hối đoái hơn nên phân phối các lưu lượng tiền tệ có thể có rộng hơn (hay phân tán hơn) qua các thời kỳ trong tương lai. Bởi vì, chi phí sử dụng vốn sẽ phản ánh xác suất phá sản, và vì xác suất này sẽ cao hơn nếu các dự kiến về lưu lượng tiền tệ ít chắc chắn hơn cho nên việc dễ bị tác động bởi các dao động tỷ giá hối đoái có thể đưa đến một chi phí sử dụng vốn cao hơn.

Rủi ro quốc gia: Một công ty đa quốc gia lập các công ty con ở nước ngoài sẽ phải chịu một khả năng là chính phủ nước chủ nhà có thể tịch biên tài sản của công ty con của mình. Xác suất của một biến cố như vậy chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố, bao gồm cả thái độ của chính phủ nước chủ nhà và của ngành công nghiệp có liên quan. Nếu các tài sản bị tịch biên không được đền bù thỏa đáng, xác suất phá sản của công ty đa quốc gia tăng. Phần trăm của tài sản của một công ty đa quốc gia đầu tư vào nước ngoài cao, và rủi ro quốc gia chung của hoạt động ở các nước này càng cao, thì xác suất phá sản (và chi phí sử dụng vốn) của công ty đa quốc gia càng cao, nếu các yếu tố khác bằng nhau. Có các hình thức rủi ro quốc gia khác không nghiêm trọng bằng việc chiếm hữu của chính phủ nước chủ nhà có thể tác động đến các lưu lượng tiền tệ của công ty con của một công ty đa quốc gia. Những loại rủi ro ít nghiêm trọng này (chẳng hạn như việc chính phủ nước chủ nhà sửa đổi luật thuế,...)

không nhất thiết phải được bao gồm trong các dự kiến lưu lượng tiền tệ, vì có khả năng là các sự kiện này có thể xảy ra, quá trình lập danh sách vốn nên tính đến rủi ro này. Nếu công ty không phát hiện một thay đổi triệt để trong chính phủ hay trong chính sách thuế, công ty sẽ cộng thêm một phần bù vào tỷ suất lợi yêu cầu của các dự án có liên quan. Các nhà hoạch định tài chính và các nhà phân tích chính trị sẽ ấn định mức bù này.

Trên đây, chúng ta đã đánh giá sáu yếu tố có thể phân biệt giữa chi phí sử dụng vốn của một công ty đa quốc gia với chi phí sử dụng vốn của một doanh nghiệp nội địa trong một ngành nào đó. Nói chung, bốn yếu tố đầu (quy mô, tiếp cận các thị trường vốn quốc tế, đa dạng hóa quốc tế và ưu đãi thuế khóa) có lợi cho chi phí sử dụng vốn của một công ty đa quốc gia, trong khi rủi ro tỷ giá hối đoái và rủi ro quốc gia lại bất lợi. Tác động của từng yếu tố có thể thay đổi theo các đặc tính riêng của từng doanh nghiệp. Như vậy, không thể nói chắc rằng các mặt thuận lợi sẽ vượt trội các mặt không thuận lợi hay ngược lại.

5.2.2.2 CÁC ĐẶC ĐIỂM QUỐC GIA ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN

Vấn đề then chốt trong thẩm định chi phí sử dụng vốn của một công ty đa quốc gia là sự phân cách của thị trường tài chính. Nếu các thị trường tài chính hoàn toàn phân cách,

các điều kiện cung và cầu vốn ở bất kỳ quốc gia nào cũng sẽ độc lập với điều kiện của tất cả quốc gia khác. Trong trường hợp này, các quyết định của công ty đa quốc gia về việc nên nhận vốn từ đâu có thể có một ảnh hưởng quan trọng đối với chi phí sử dụng vốn của mình .

Ở thái cực ngược lại, nếu các thị trường tài chính không phân cách theo bất cứ nào, và nếu tất cả các nước cùng sử dụng chung một đồng tiền, chi phí sử dụng vốn danh nghĩa sẽ bằng nhau ở tất cả các nước. Trong trường hợp này, công ty đa quốc gia không thể cắt giảm chi phí sử dụng vốn bằng cách chuyển dịch nguồn vốn của mình từ nước này sang nước khác .

Trên thực tế, vị trí của các thị trường tài chính quốc tế là ở giữa hai thái cực này. Một vài bất hoàn hảo thị trường như chênh lệch thuế và các biện pháp kiểm soát ngoại hối tạo ra các hàng rào giữa các thị trường tài chính, do đó chi phí sử dụng vốn sẽ không giống nhau giữa các quốc gia. Điều này làm cho các công ty đa quốc gia có khả năng nhận được nguồn tài trợ với chi phí sử dụng vốn thấp hơn. Tuy nhiên, rủi ro tỷ giá hối đoái không khuyến khích các doanh nghiệp vay các đồng tiền khác với các đồng tiền mà các doanh nghiệp này sẽ nhận được trong tương lai do kết quả của hoạt động hiện tại. Tuy vậy, cũng có cách để các công ty đa quốc gia có thể cố gắng tiếp cận các nguồn vốn có chi

phí thấp. Họ có thể phát hành trái phiếu ở nước đó, hay họ có thể phát hành cổ phiếu ở đó, hay họ có thể phát hành cổ phiếu ở đó và đăng ký cổ phiếu ở thị trường chứng khoán địa phương. Các chính sách này sẽ đòi hỏi việc trả lãi vay trong tương lai hay chia lợi tức cổ phần cho cổ phiếu được tính bằng ngoại tệ. Để cắt giảm rủi ro tổn thất do tỷ giá hối đoái, các công ty đa quốc gia có thể lập các dự án ở các nước này, các lưu lượng tiền tệ tương lai từ các dự án này có thể dùng để thanh toán lãi vay cho các chủ nợ hay chia lợi tức cổ phần cho các cổ đông địa phương ở nước đó. Tóm lại, theo chiến lược này các công ty đa quốc gia nên tập trung việc phát triển hoạt động của mình ở những nước có chi phí sử dụng vốn tương đối thấp. Dĩ nhiên, chiến lược này chỉ hợp lý khi các dự án sẽ được thực hiện ở các nước này có một NPV dương.

Sự khác biệt giữa các quốc gia đối với chi phí sử dụng vốn vay. Chi phí sử dụng vốn vay của một doanh nghiệp thường được ấn định bởi lãi suất phi rủi ro của đồng tiền vay và phần bù trừ cho rủi ro do ác chủ nợ đòi hỏi, Chi phí sử dụng vốn vay của các doanh nghiệp ở một vài nước cao hơn ở các nước khác vì lãi suất không rủi ro tương ứng cao hơn hay vì tiền bù trừ rủi ro cao hơn. Sau đây là giải thích về các khác biệt do các quốc gia trong lãi suất phi rủi ro và tiền bù trừ rủi ro.

Sự khác biệt trong lãi suất phi rủi ro. Lãi suất phi rủi ro được ấn định bởi tác động qua lại của cung cầu vốn. Bất cứ yếu tố nào ảnh hưởng đến cung hoặc cầu sẽ ảnh hưởng đến lãi suất phi rủi ro, một số yếu tố ảnh hưởng khác nhau giữa các nước là luật thuế, dân số, chính sách tiền tệ, và các điều kiện kinh tế.

Luật thuế ở vài quốc gia dành nhiều khuyến khích cho việc tiết kiệm hơn các quốc gia khác, từ đó có thể ảnh hưởng đến lượng cung tiền tiết kiệm và vì vậy ảnh hưởng đến lãi suất. Luật thuế công ty của một nước liên quan đến khấu hao và khấu trừ thuế cho đầu tư cũng có thể ảnh hưởng đến lãi suất qua ảnh hưởng đối với nhu cầu của doanh nghiệp.

Dân số của một nước ảnh hưởng đến lượng cung tiền tiết kiệm có sẵn và lượng vốn có thể cho vay cần thiết. Do dân số giữa các nước khác nhau, các điều kiện cung và cầu cũng sẽ khác nhau và vì vậy, lãi suất danh nghĩa cũng khác nhau. Các nước có dân số trẻ hơn có thể có lãi suất cao hơn, vì các hộ gia đình trẻ hơn có khuynh hướng tiết kiệm ít hơn và vay mượn nhiều hơn.

Chính sách tiền tệ do ngân hàng trung ương mỗi nước thực hiện ảnh hưởng đến lượng cung các nguồn vốn có thể cho vay và do đó ảnh hưởng đến lãi suất. Các nước sử dụng một chính sách tiền tệ nới lỏng (*tăng trưởng cung tiền tệ*

cao) có thể đạt được lãi suất danh nghĩa thấp hơn nếu họ có thể duy trì một tỷ lệ lạm phát thấp. Theo một vài lý thuyết thì một chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ làm cho lãi suất cao hơn do làm gia tăng các dự kiến lạm phát và nhu cầu các nguồn vốn có thể cho vay. Vấn đề ở đây là bất kể một chính sách tiền tệ ảnh hưởng thế nào đến lãi suất, mỗi ngân hàng trung ương điều áp dụng chính sách tiền tệ của mình, và điều này có thể gây nên chênh lệch lãi suất giữa các nước .

Do các điều kiện kinh tế ảnh hưởng đến lãi suất, chúng cũng sẽ làm cho lãi suất thay đổi giữa các nước. Chi phí sử dụng vốn vay ở nước đang phát triển cao hơn nhiều so với các nước công nghiệp hóa, chủ yếu do các điều kiện kinh tế. Tỷ lệ lạm phát dự kiến cao làm cho các chủ nợ đòi hỏi một lãi suất phi rủi ro cao.

Sự khác biệt trong phần bù rủi ro. Phần bù rủi ro cho nợ vay phải đủ lớn để đền bù cho các chủ nợ về rủi ro người đi vay không có khả năng đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán nợ. Rủi ro này có thể khác nhau giữa các nước do sự khác biệt giữa các nước trong các điều kiện kinh tế, quan hệ giữa các doanh nghiệp và các chủ nợ, sự can thiệp của chính phủ và độ nghiêng đòn cân nợ .

Nếu các điều kiện kinh tế ở một quốc gia nào đó có xu hướng ổn định hơn, rủi ro suy thoái tương đối thấp. Như vậy, xác suất một doanh nghiệp không thể đáp ứng các

nghĩa vụ sẽ thấp hơn, cho phép có một mức bù rủi ro thấp hơn. Liên hệ giữa các doanh nghiệp và các chủ nợ ở một vài quốc gia cũng gắn bó hơn so với một vài quốc gia khác. Ở Nhật chẳng hạn, các chủ nợ sẵn sàng gia hạn nợ trong trường hợp một doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính. Điều này làm giảm rủi ro mất khả năng thanh toán. Chi phí của các vấn đề tài chính của một doanh nghiệp Nhật có thể được chia sẻ bằng nhiều cách khác nhau cho cấp điều hành doanh nghiệp, các khách hàng kinh doanh, và người tiêu dùng. Do các chủ nợ không gánh chịu toàn bộ các khó khăn tài chính, tất cả mọi bên có liên quan đều có động cơ để cùng tìm biện pháp giải quyết vấn đề. Như vậy, ít có khả năng các doanh nghiệp Nhật sẽ đi đến chỗ phá sản (đôi với một mức độ nào đó), và điều này cho phép một mức bù rủi ro thấp hơn đối với nợ của các doanh nghiệp Nhật. Mặc dù vậy, cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 cũng đã làm bộc lộ mặt trái của chính sách này. Có sự liên kết quá mức bình thường của MNC Nhật và các ngân hàng, còn lại là các Kereitsu. Hàng loạt các vụ phá sản của MNC và các ngân hàng Nhật xảy ra trong giai đoạn này, làm trầm trọng thêm suy thoái kinh tế Nhật mãi đến những năm 2001.

Chính phủ của một vài nước sẵn sàng can thiệp và cứu giúp các doanh nghiệp đang gặp khó khăn. Thí dụ, ở Anh nhiều doanh nghiệp do chính phủ sở hữu một phần. Vì vậy,

việc nghiên cứu giúp cho các doanh nghiệp này cũng là lợi ích vì chính phủ. Ngay cả khi chính phủ không phải là chủ sở hữu một phần. Chính phủ cũng có thể trợ cấp trực tiếp hay cho các doanh nghiệp khó khăn vay, ở Mỹ việc chính phủ cứu giúp các doanh nghiệp không được hoan nghênh vì những đóng thuế không thích phải gánh chịu các chi phí của việc quản lý tồi của doanh nghiệp. Trong khi cũng có một số can thiệp của chính phủ ở Mỹ để bảo hộ vài ngành công nghiệp nào đó, xác suất một doanh nghiệp thất bại sẽ được chính phủ giúp đỡ thấp hơn ở các nước khác. Vì vậy, mức bù rủi ro đối với một mức nợ nào đó của các doanh nghiệp Mỹ cao hơn các doanh nghiệp các nước khác.

Các doanh nghiệp ở một vài quốc gia có khả năng vay lớn hơn bởi vì các chủ nợ của họ sẵn sàng chấp nhận một độ nghiêng đòn cân nợ lớn hơn. Thí dụ, các doanh nghiệp ở Nhật và Đức có độ nghiêng đòn cân nợ lớn hơn các doanh nghiệp ở Mỹ. Nếu tất cả các yếu tố khác bằng nhau, các doanh nghiệp có đòn cân nợ cao sẽ phải trả một phần bù trừ rủi ro cao hơn. Nhưng do các yếu tố khác không bằng nhau, trên thực tế, các doanh nghiệp này được phép sử dụng một độ nghiêng đòn cân nợ cao hơn do mối liên hệ đặc thù của họ với các chủ nợ và các chính phủ.

Khác biệt giữa các nước trong chi phí sử dụng vốn cố phần. Theo McCauley và Zimmer, chi phí sử dụng vốn

cổ phần của một nước có thể được ước tính bằng cách: Đầu tiên, áp dụng bội số giá/lợi nhuận cho một dòng thu nhập cho sẵn. Sau đó điều chỉnh theo các ảnh hưởng của lạm phát, tăng trưởng lợi nhuận và các yếu tố khác của một nước.

Kết hợp chi phí sử dụng vốn vay và chi phí sử dụng vốn cổ phần. Các chi phí nợ và vốn cổ phần có thể được kết hợp để cho ra một chi phí sử dụng vốn bình quân. Tỷ lệ tương ứng giữa nợ và vốn cổ phần do các doanh nghiệp ở các nước sử dụng phải được áp dụng để đánh giá chi phí sử dụng vốn này một cách hợp lý. Ngoài ra, một yếu tố khác ảnh hưởng chi phí sử dụng vốn của một nước là giá trị của các khoản khấu trừ thuế cho đầu tư và là lá chắn thuế cho chi phí khấu hao.

5.2.2.3 SO SÁNH CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN DÙNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN

Có thể áp dụng mô hình định giá tài sản vốn *CAPM* để đánh giá tỷ suất lợi nhuận của các công ty đa quốc gia khác với tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nước như thế nào. Theo mô hình này, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu (r_e) đối với một chứng khoán là :

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Trong đó: r_f : Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro
 r_m : Tỷ suất lợi nhuận thị trường
 β : chỉ số beta của chứng khoán

Theo mô hình CAPM, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với chứng khoán của một doanh nghiệp là một hàm số dương của (1) lãi suất phi rủi ro, (2) tỷ suất lợi nhuận thị trường, (3) chỉ số beta của chứng khoán. Chỉ số beta tiêu biểu độ nhạy cảm của tỷ suất lợi nhuận của chứng khoán đối với tỷ suất lợi nhuận thị trường (chỉ số chứng khoán thường được sử dụng như là một tiêu biểu cho thị trường). Một công ty đa quốc gia không kiểm soát được lãi suất phi rủi ro hay lợi nhuận thị trường nhưng có thể tác động đến chỉ số beta của mình. Các công ty đa quốc gia gia tăng doanh số ở nước ngoài có thể giảm thiểu được chỉ số beta của mình và nhờ vậy giảm thiểu được tỷ suất lợi nhuận do các nhà đầu tư yêu cầu. Bằng cách này, các công ty có thể cắt giảm chi phí sử dụng vốn.

Những người ủng hộ mô hình định giá tài sản có thể cho rằng chỉ số beta của một dự án có thể được dùng để xác định tỷ suất lợi nhuận yêu cầu cho dự án đó. Chỉ số beta của một dự án biểu thị độ nhạy cảm của lưu lượng tiền tệ của các dự án đối với lưu lượng tiền tệ toàn bộ của doanh nghiệp. Một dự án có lưu lượng tiền tệ tách biệt với các ảnh

hưởng tác động đến lưu lượng tiền tệ chung của doanh nghiệp sẽ có một chỉ số beta thấp.

Đối với một công ty đa quốc gia đa dạng hóa tốt có lưu lượng tiền tệ phát sinh từ nhiều dự án chứa 2 rủi ro: (1) khả năng dễ biến động không mang tính hệ thống trong lưu lượng tiền tệ do đặc thù của doanh nghiệp và (2) rủi ro có hệ thống. Theo lý thuyết mô hình định giá tài sản, có thể bỏ qua rủi ro không có tính hệ thống của các dự án, vì nó sẽ được bù trừ nhờ đa dạng hóa. Tuy nhiên, rủi ro có tính hệ thống không đa dạng hóa được vì tất cả các dự án đều bị tác động như nhau. Chỉ số beta của một dự án càng thấp, rủi ro có hệ thống của dự án càng thấp, tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của các dự án đó sẽ càng thấp. Nếu các dự án của công ty đa quốc gia cho thấy có chỉ số beta thấp hơn các dự án của các doanh nghiệp nội địa, lúc đó tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với các dự án của công ty đa quốc gia sẽ thấp hơn. Điều này cho thấy chi phí sử dụng vốn chung cũng thấp hơn.

Lý thuyết mô hình định giá tài sản cũng cho rằng chi phí sử dụng vốn của công ty đa quốc gia thường thấp hơn của các doanh nghiệp trong nước do lý do vừa nêu trên. Tuy vậy, cũng nên nhấn mạnh rằng một số công ty đa quốc gia cho rằng cần tính cả rủi ro không hệ thống của dự án. Nếu loại bỏ rủi ro này được tính đến trong khi thẩm định rủi ro của một dự án, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu sẽ không nhất thiết

thấp hơn đối với các dự án của công ty đa quốc gia so với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với các dự án của các doanh nghiệp nội địa. Như vậy, vấn đề vẫn không được giải quyết.

Nói tóm lại, chúng ta không thể nói chắc rằng một công ty đa quốc gia sẽ có một chi phí sử dụng vốn thấp hơn chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp hoàn toàn nội địa trong cùng một ngành hay không. Tuy nhiên, chúng ta có thể thảo luận để hiểu tại sao một công ty đa quốc gia có thể nỗ lực tận dụng các mặt thuận lợi để cắt giảm chi phí sử dụng vốn, trong khi tối thiểu hóa các rủi ro có thể của các mặt không thuận lợi mà những bất lợi này làm gia tăng chi phí sử dụng vốn. Các doanh nghiệp nỗ lực tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn họ đạt được để hỗ trợ công việc kinh doanh của mình. Các công ty đa quốc gia có thể dùng các cấu trúc vốn nhằm mục tiêu “địa phương” cho các công ty con ở nước ngoài, khác với cấu trúc vốn nhằm mục tiêu “toàn cầu” của mình, do sự có sẵn của các nguồn tài trợ vốn vay và vốn cổ phần khác nhau giữa các nước.

TÓM LƯỢC

Một trong những quyết định của một công ty đa quốc gia về cấu trúc vốn là các công ty con nên được công ty mẹ sở hữu toàn bộ hay chỉ sở hữu một phần. Các công ty con sở hữu toàn bộ thường tránh được các mâu thuẫn quyền lợi, nhưng các công ty con sở hữu một phần có thể giúp bảo vệ

chống lại các hành động bất lợi của chính phủ nước chủ nhà.

Chi phí sử dụng vốn của một công ty đa quốc gia có thể thấp hơn chi phí sử dụng vốn của một doanh nghiệp trong nước trong cùng một ngành nhờ lợi thế quy mô, nhờ tiếp cận được các thị trường vốn quốc tế, nhờ khả năng ổn định hóa các lưu lượng tiền tệ qua việc đa dạng hóa quốc tế, và nhờ ưu đãi thuế do các hoạt động ở nước ngoài. Tuy nhiên, chi phí sử dụng vốn của công ty đa quốc gia có thể bị tác động bất lợi của rủi ro tỷ giá hối đoái và rủi ro quốc gia. Những công ty đa quốc gia có thể tận dụng được các lợi thế nêu trên trong khi tối thiểu hóa các tổn thất có thể có từ rủi ro tỷ giá hối đoái và rủi ro quốc gia thường dễ đạt được một chi phí sử dụng vốn thấp hơn.

Có những khác biệt đáng kể trong khi chi phí sử dụng vốn giữa các nước. Nhật và Đức có khuynh hướng có chi phí sử dụng vốn thấp hơn Mỹ và Anh, chủ yếu là nhờ lãi suất phi rủi ro thường thấp hơn. Các công ty đa quốc gia có thể xem xét một cách nghiêm túc hơn việc lập các dự án ở các nước có chi phí sử dụng vốn thấp, vì các dự án này có thể có khả năng thu hồi chi phí sử dụng vốn tương ứng của họ cao hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Nghiệp vụ tín dụng và thanh toán quốc tế - PGS. TS Lê Văn Tề, NXB Thống kê, 2006
2. Tài chính quốc tế - GS.TS Trần Ngọc Thơ, NXB Thống kê, 2005
3. Tài chính quốc tế - PGS.TS Nguyễn Văn Tiến, NXB Thống kê, 2007
4. Tài chính quốc tế - PGS.TS Đinh Trọng Thạnh, NXB Tài chính, 2006
5. Giáo trình Tài chính quốc tế, Học viện tài chính, NXB Tài chính, 2002
6. Thị trường ngoại hối Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế - PGS.TS Nguyễn Văn Tiến, NXB Thống kê, 2002
7. Tài chính quốc tế hiện đại trong nền kinh tế mở - PGS.TS Nguyễn Văn Tiến, NXB Thống kê, 2005.
8. Một số vấn đề về chính sách tỷ giá hối đoái cho mục tiêu phát triển kinh tế Việt Nam – PGS.TS Lê Văn Tư, NXB Thống kê, 2000.

MỤC LỤC

Chương 1

TỔNG QUAN VỀ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

ĐA QUỐC GIA	1
1.1. Mục tiêu của công ty đa quốc gia.....	1
1.2. Động cơ kinh doanh quốc tế.....	6
1.3. Gia tăng toàn cầu hóa.....	12
1.4. Các cơ hội quốc tế.....	14
1.5. Rủi ro trong kinh doanh quốc tế	18

Chương 2

CHU CHUYỂN VỐN QUỐC TẾ VÀ MỐI LIÊN HỆ GIỮA LẠM PHÁT –

LÃI SUẤT – TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI	24
2.1. Chu chuyển vốn quốc tế	24
2.1.1. Cán cân thanh toán	24
2.1.2. Tài khoản vãng lai.....	25
2.1.3 Các yếu tố ảnh hưởng đến cán cân tài khoản vãng lai	32
2.2. Mối quan hệ giữa lạm phát – lãi suất và tỷ giá hối đoái.....	50
2.2.1. Lý thuyết ngang giá sức mua.....	50
2.2.2. Lý thuyết hiệu ứng Fisher quốc tế.....	73
2.2.3. So sánh lý thuyết ngang giá sức mua và hiệu ứng Fisher quốc tế	91

Chương 3

QUẢN LÝ NỢ VÀ TÀI SẢN NGẮN HẠN

95	95
3.1. Tài trợ ngắn hạn của các công ty đa quốc gia.....	95
3.2. Nguồn tài trợ ngắn hạn.....	95

3.3. Tài trợ bên trong của các công ty đa quốc gia	97
3.4. Tài trợ bên ngoài của các công ty đa quốc gia.....	98
3.5. Tài trợ tổng hợp của các công ty đa quốc gia	99

Chương 4

QUẢN TRỊ TIỀN MẶT QUỐC TẾ

4.1. Phân tích lưu lượng tiền mặt từ các công ty con	112
4.2. Phân tích lưu lượng tiền mặt tập trung	117
4.3. Các kỹ thuật để tối ưu hóa lưu lượng tiền tệ	120
4.4. Một số vấn đề thường gặp với việc tối ưu hóa lưu lượng tiền tệ	133
4.5. Đầu tư tiền mặt thặng dư	137

Chương 5

ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP RA NƯỚC NGOÀI VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

5.1. Đầu tư trực tiếp ra nước ngoài	164
5.1.1. Tổng quan về đầu tư trực tiếp ra nước ngoài.....	164
5.1.2. Các biện pháp làm tăng trưởng kinh doanh quốc tế.....	177
5.2 Cấu trúc vốn và chi phí sử dụng vốn của công ty đa quốc gia	182
5.2.1 Cấu trúc vốn của công ty đa quốc gia	182
5.2.2 Chi phí sử dụng vốn của công ty đa quốc gia.....	193
TÀI LIỆU THAM KHẢO	211